



**CORSO DI DOTTORATO DI RICERCA IN
DISCIPLINE GIURIDICHE**

CURRICULUM
DIRITTO PRIVATO PER L'EUROPA

CICLO XXX

**“SOCIETÀ DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO E FONDI
COMUNI DI INVESTIMENTO
AL VAGLIO DELLE CATEGORIE DI DIRITTO PRIVATO”**

Dottoranda:

Alessia Salamone

Tutor:

Chiar.mo Prof. Andrea Gemma

Coordinatore:

Chiar.mo Prof. Giuseppe Grisi

“SOCIETÀ DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO E FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO AL VAGLIO DELLE CATEGORIE DI DIRITTO PRIVATO”

INDICE

Introduzione

CAPITOLO I

La Gestione Collettiva del Risparmio

1. Il risparmio: bene giuridico di rilievo costituzionale.....	6
2. La gestione del risparmio: dalla “rivoluzione finanziaria” degli anni ottanta all’emanazione del D.Lgs. n. 58/1998 (TUF).....	9
3. Le Società di Gestione Collettiva del Risparmio tra normativa nazionale e diritto europeo: funzioni e caratteristiche strutturali.....	17
4. I conflitti di interessi nella gestione collettiva del risparmio: i presidi organizzativi.....	20
5. I conflitti di interessi nella gestione collettiva del risparmio: le regole di condotta... ..	26
6. L’oggetto dell’attività gestoria: gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr).....	33
7. L’istituzione del fondo comune di investimento: il Regolamento del Fondo tra “statuto” e “contratto”.....	40
8. La gestione collettiva del risparmio: uno sguardo di insieme ai profili caratterizzanti.....	46

CAPITOLO II

La Natura Giuridica dei Fondi Comuni di Investimento: una proposta ricostruttiva

1. Il fondo comune di investimento: profili problematici.....	50
2. Verso la “specializzazione della responsabilità patrimoniale”.....	53
3. Le articolazioni della segmentazione patrimoniale.....	58
3.1 <i>Patrimoni segregati</i>	59
3.2 <i>Patrimoni autonomi e Patrimoni separati</i>	64
4. Il fondo comune di investimento nelle elaborazioni dottrinali.....	72
5. L’intervento della Suprema Corte di Cassazione.....	80

6. La natura giuridica del fondo comune di investimento nella prospettiva della Suprema Corte: profili critici ed insufficienza del modello dominicale.....	84
7. Verso una nuova concezione del fondo comune di investimento: una questione di metodo	92
8. La ricostruzione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento al vaglio dei recenti arresti della giurisprudenza di merito.....	98
9. I profili applicativi: la trascrizione degli immobili facenti parte dei fondi immobiliari.....	101

CAPITOLO III

La Ricostruzione del Profilo Relazionale della Gestione Collettiva del Risparmio

1. Le fattispecie relazionali rilevanti nel settore del risparmio gestito.....	104
2. Gestione collettiva del risparmio e mandato a confronto.....	105
3. Il rapporto tra la Sgr ed il fondo comune di investimento.....	112
4. Il rapporto tra la Sgr ed i partecipanti al fondo comune di investimento	115
5. Il rapporto tra il fondo comune di investimento ed i partecipanti.....	118

CAPITOLO IV

Profili di Responsabilità nel Settore del Risparmio Gestito

1. Gestione collettiva del risparmio e responsabilità.....	121
2. Il regime di responsabilità <i>ex art. 36 TUF</i>	122
3. La responsabilità degli Amministratori della Sgr per <i>mala gestio</i>	131
3.1 La pronuncia del Tribunale di Milano dell'11 maggio 2015.....	135
3.2 La ricostruzione del sistema di responsabilità degli Amministratori della Sgr verso i partecipanti ai fondi comuni di investimento.....	137
4. Una particolare fattispecie di responsabilità: la responsabilità dei partecipanti ai fondi chiusi nei confronti della Sgr	144

<i>Conclusioni</i>	147
--------------------------	-----

<i>Riferimenti bibliografici</i>	151
--	-----

Introduzione

La gestione collettiva del risparmio mediante fondi comuni di investimento è un tema di studio estremamente affascinante per gli studiosi di diritto privato: indagare su di un fenomeno articolato e complesso di matrice economico-finanziaria come quello gestorio offre al giurista interessanti spunti per vagliare, nel contesto del vigente quadro normativo nazionale ed europeo, la tenuta delle categorie dogmatiche tradizionali rispetto alle moderne istanze provenienti dai mercati finanziari.

Oggi più che mai, infatti, si richiede ai giuristi la messa a punto di modelli quanto più snelli e flessibili, in grado di adattarsi alla naturale mutevolezza del fenomeno economico e capaci di garantire la speditezza dei traffici commerciali e la comunicazione trans-nazionale, nell'ottica di consentire alle nazioni il potenziamento di sinergie economicamente vantaggiose a beneficio della collettività. Ora, i tradizionali modelli che marciano il sistema privatistico si rivelano spesso insufficienti a cogliere le dinamiche di funzionamento di fenomeni eclettici che, proprio per la connaturale essenza economica, non si prestano ad essere inquadrati secondo la sistematica di diritto privato.

Innanzi a questa nuova realtà il giurista di diritto continentale, proveniente da un contesto culturale che ha fatto dell'assolutezza di categorie assiologiche quali la "soggettività giuridica, l'unità patrimoniale, la declinazione della relazione tra soggetto e patrimonio secondo il canone dell'appartenenza" la base fondante del proprio ragionamento giuridico, non può che essere colto da un profondo senso di smarrimento. La macchina giuridica fa fatica a metabolizzare la centralità dei fenomeni produttivi nel moderno contesto economico-sociale e stenta a compiere il passaggio dalla visione statica a quella dinamica dei processi che sola consentirebbe una lettura dei nuovi fenomeni aderente alla realtà.

Il maturare di una sempre maggiore consapevolezza circa l'inadeguatezza delle categorie ed il venir meno del conforto delle strutture dogmatiche evocano, poi, un interrogativo più generale nella misura in cui inducono il giurista a chiedersi se ed in che termini possa discutersi oggi di una "crisi del diritto privato" innanzi al proliferare di nuovi fenomeni economici refrattari ad operazioni di sistematica sulla scorta dei modelli tradizionali. Eppure, svariate sono le questioni ermeneutiche di diritto privato che la disciplina della gestione collettiva del risparmio solleva e che, in assenza di un organico

quadro normativo *ad hoc*, è compito del giurista affrontare e risolvere. Basti pensare all'inquadramento delle società di gestione del risparmio, organizzate sì in forma di società per azioni ma il cui oggetto sociale sembra arricchirsi dell'ulteriore contenuto della "cura degli investitori", piuttosto che alla dibattuta questione circa la sussistenza o meno di soggettività giuridica in capo ai fondi comuni di investimento o, ancora, alla natura contrattuale o meno del Regolamento del fondo, alla ricostruzione dell'assetto relazionale che gravita intorno al fenomeno gestorio ed alla sottesa questione dell'applicabilità della disciplina civilistica del mandato, senza dimenticare, da ultimo, l'annosa problematica del regime di responsabilità connesso all'inadempimento dell'obbligazione gestoria e *mala gestio* del fondo. *Quid iuris?*

Sembrerebbe, invero, che il mutato assetto economico-sociale e la centralità dei mercati richiedano all'interprete l'uso di una chiave di investigazione del sistema alternativa che superando, senza tuttavia rinnegare, le tradizionali categorie dogmatiche, tenga conto dei profili di specialità dei fenomeni di matrice economica. Insomma, gli istituti di diritto privato non sono illimitatamente malleabili e occorre chiedersi fino a che punto "stressare" i modelli sia attività utile al perseguimento del fine. Il rischio è quello di snaturare le categorie tradizionali laddove, piuttosto, sembrerebbe più opportuno assumere una prospettiva di indagine che ne valorizzi il senso storico allo scopo di cogliere, prima, l'essenza dei nuovi processi e risolvere, poi, le plurime questioni ermeneutiche sollevate da un quadro normativo significativamente lacunoso e frammentato.

Si vedrà, quindi, come nel settore di indagine il giurista sia chiamato ad una rimeditazione della funzionalità degli istituti tradizionali che qui si vestono di nuovi contenuti e significati; ove, diversamente, si ostinasse a propugnare un'impavida difesa del proprio dogmatismo, il giurista non farebbe altro che abdicare alla missione di integrare il diritto positivo assegnatagli dell'ordinamento, così perdendo definitivamente la sfida di contribuire a sistematizzare un fenomeno eclettico *sui generis* come quello in esame.

In questo contesto, il presente lavoro si propone di indagare i temi della gestione collettiva del risparmio nei fondi comuni di investimento con un approccio metodologico che mira ad un'analisi sistematica del fenomeno rifuggendo, tuttavia, ogni forma di "accanimento dogmatico" che rischierebbe, qui più che altrove, di risultare fuorviante e controproducente.

Nell'ottica dichiarata, la prima parte prende avvio dall'esame critico dell'impianto normativo nazionale e sovranazionale che regola la gestione collettiva del risparmio e gli operatori del settore - le società di gestione del risparmio - al fine di acclararne la *ratio* e mettere in risalto le peculiarità funzionali del fenomeno.

La seconda parte è invece dedicata all'analisi dei fondi comuni di investimento, ponendo particolare attenzione alla struttura ed alla funzione che l'istituto assolve nel settore del risparmio gestito; muovendo dal dato normativo di riferimento, l'intento vuole essere quello di inquadrare la natura giuridica del fondo comune di investimento mediante un'analisi di tipo comparativo che raffronti l'istituto con altre fattispecie di "patrimoni segmentati" allo scopo di coglierne affinità e singolarità, sulla scorta delle elaborazioni dottrinali, degli arresti giurisprudenziali e dell'evoluzione normativa sul punto.

Siffatta analisi si pone come necessaria e propedeutica alla ricostruzione dell'assetto dei rapporti che legano la Sgr al fondo ed ai partecipanti e, dal canto loro, i partecipanti al fondo. Anche con riferimento al profilo relazionale, l'indagine viene condotta allo scopo di verificare l'applicabilità degli schemi privatistici al fenomeno gestorio.

Nell'ultima tappa dell'itinerario di indagine tracciato l'analisi si focalizzerà, invece, sulla valutazione dell'incidenza delle tesi sostenute sul regime di responsabilità dei gestori. In particolare, verrà presa in esame, dapprima, la fattispecie della responsabilità della società di gestione nei confronti sia dei terzi, sia degli investitori; si procederà poi a vagliare l'ammissibilità di un'autonoma ipotesi di responsabilità diretta degli amministratori delle Sgr nei confronti dei partecipanti ai fondi e, da ultimo, la configurabilità di una peculiare fattispecie di "responsabilità inversa" dei partecipanti ai fondi chiusi nei confronti del gestore.

CAPITOLO I

La Gestione Collettiva del Risparmio

§ § §

1. Il risparmio: bene giuridico di rilievo costituzionale

Una riflessione giuridica che ambisca ad investigare sui temi inerenti alla gestione collettiva del risparmio ed a ricostruirne, in chiave sistematica, presupposti, meccanismi di funzionamento e finalità non può che prendere le mosse dalla preliminare analisi di ciò che della gestione collettiva costituisce l'oggetto: il concetto di "risparmio".

Dapprima ricostruito in termini esclusivamente macroeconomici - quale attività di accantonamento di risorse e, al contempo, risultato della stessa attività funzionalmente destinato ad alimentare il ciclo produttivo - il concetto di "risparmio" ha nel tempo acquisito una sua propria dignità giuridica sino ad affermarsi nella dimensione costituzionale quale bene tutelato dal legislatore a livello apicale¹.

È in questa sua nuova veste che il "risparmio" ha esercitato una significativa forza attrattiva nei confronti dei teorici del diritto, divenendo protagonista di sofisticate elaborazioni dottrinali² orientate a coglierne, per lo più, la reale funzione assolta nel moderno contesto economico-sociale. Nell'ambito di tale riflessione, è stato correttamente osservato che il concetto di risparmio va declinato in chiave non soltanto privatistica, nel senso statico di una forma di proprietà privata degli individui che dispongono di ricchezza accumulata, ma altresì pubblicistica, nel senso dinamico di bene

¹ L'art. 47 Costituzione così recita: "*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*". La scelta di costituzionalizzare la tutela del risparmio rappresenta un'iniziativa quasi unica (con eccezione del Portogallo) nel panorama europeo.

² F. GUIZZI, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, n. 2-3-4/2005, p. 172; C. BUZZACCHI, *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 cost. e funzioni della banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della repubblica e ordinamento dell'unione*, in *Costituzionalismo.it*, fasc. 2/2016.

giuridico che, in armonia con la tutela del credito e la stabilità monetaria, è strumentale alla conservazione e promozione della struttura economica e sociale. Il che equivale a dire che un elevato livello di risparmio dei consociati è in grado di restituire significativi effetti benefici all'intero sistema economico che, a loro volta, si traducono in vantaggi per l'intera collettività.

Ecco, quindi, spiegata la ragione dell'attenzione tutelante del legislatore verso il risparmio. In particolare, gli interventi normativi nel settore si sono indirizzati, per un verso, ad incoraggiare l'operazione di preservazione delle risorse dal consumo immediato e diretto promuovendo le pratiche di accumulo finanziario, e, per l'altro, a predisporre strumenti adeguati a proteggere i risparmiatori da ingiustificate compromissioni della ricchezza accantonata. In questa ottica, la tutela del risparmio si risolve in uncontestuale soddisfacimento di interessi privatistici e pubblicistici, funzionale alla più generale salvaguardia della stabilità del mercato e dell'intero sistema economico-finanziario a beneficio dell'intera collettività.

Una situazione per molti versi non dissimile la ritroviamo in ambito europeo. Sebbene il diritto dei Trattati non tuteli il risparmio in sé e per sé considerato, non può dirsi, a rigore, che tale bene sia privo di copertura giuridica nella legislazione europea. A ben vedere, il silenzio del legislatore europeo può facilmente spiegarsi in forza, per un verso, della attenzione che il diritto europeo presta al macrosistema del "mercato interno"³ ispirato a valori di concorrenza e competitività, nell'ambito del quale la tutela del risparmio è destinata a rimanere assorbita; per l'altro, della significativa normativa in materia di tutela del consumatore che passa, *in primis*, attraverso la regolazione dei mercati (e, quindi, del risparmio) allo scopo di garantirne il buon funzionamento a salvaguardia e vantaggio della parte debole contrattuale nelle transazioni commerciali.

Sicché, è condivisibile la prospettiva di chi, articolando il rapporto risparmio-mercato in termini di "strumento-fine", ha sostenuto che il legislatore europeo abbia inteso tutelare il risparmio in via indiretta, tramite la regolamentazione del mercato e la

³ L'art. 3 TUE dichiara infatti che "l'Unione si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente". J. ZILLER, *La tutela del risparmio*, cit., pp. 21 ss. I fondamenti giuridici nell'analisi si rivengono nei già artt. 44, 47 co. 2, 55 e 95 TCE.

disciplina del consumatore, quest'ultima, così copiosa da giustificare nel sistema europeo la sovrapposizione della nozione di "consumatore" con quella di "risparmiatore"⁴.

Il percorso argomentativo tracciato consente di compiere un ulteriore passo in avanti.

Il risparmio nella sua dimensione "dinamica" presuppone l'esistenza di un sistema – il "mercato del risparmio" (nelle sotto-articolazioni del mercato bancario, assicurativo e finanziario) - in cui risparmiatori ed intermediari cooperano nel segno di una precisa allocazione di funzioni: la ricchezza accumulata viene conferita dai primi ed affidata ai tecnici del settore, in funzione della conservazione e/o riallocazione. È chiaro, allora, che il sistema intende assegnare agli intermediari un ruolo da "protagonisti" del mercato rilevante: in quanto collettori e gestori del risparmio, essi sono chiamati a svolgere un servizio di rilevanza costituzionale dalla cui efficienza dipende il buon funzionamento dei mercati⁵.

In questo contesto, la delicatezza degli interessi in gioco sottende un'esigenza di tutela del fenomeno che, in un mercato connotato dalla libera iniziativa economica, si esplica nella duplice direzione (a) della previsione in capo agli intermediari di specifici requisiti di professionalità e competenza atte ad evitare la svalutazione degli accantonamenti e promuoverne la redditività, oltreché di canoni comportamentali di diligenza, correttezza, trasparenza e informazione nei confronti dei risparmiatori nelle operazioni di gestione del risparmio, e (b) del controllo e vigilanza del mercato del

⁴ L. DI NELLA, *Mercato e autonomia contrattuale nell'ordinamento comunitario*, Napoli, 2003, p. 181; S. DETTORI - A. ZITO, *Risparmio (tutela del)*, Milano, 2007, pp. 1745 ss., per un'analisi della politica comunitaria in ambito di servizi di investimento e mercati mobiliari a partire dal Piano di azione del 2000 intitolato *Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d'azione*.

⁵ L'indagine verrà limitata al mercato finanziario, settore di interesse ai fini del presente lavoro. In particolare, il mercato finanziario viene definito in letteratura come "l'insieme degli scambi e delle attività avanti ad oggetto i valori mobiliari o gli strumenti finanziari". L'art. 1 del TUF, commi 1 *bis*, 1 *ter* e 2, definisce i valori mobiliari e gli strumenti finanziari; oltre ad azioni ed obbligazioni (art. 1, comma 1 *bis*, lett. a) e b), figurano anche titoli di Stato (art. 1, comma 1 *ter*), quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (art. 1, comma 2 lett. c) e strumenti derivati per il trasferimento del rischio del credito, cc.dd. derivati (art. 1, comma 2, lett. h). Nel mercato finanziario i principali operatori sono gli emittenti e gli intermediari finanziari: mentre i primi sono imprese che per finanziarsi emettono valori mobiliari e strumenti finanziari, i secondi provvedono alla distribuzione ed al collocamento di tali beni presso i risparmiatori. Gli intermediari finanziari svolgono un ruolo di primaria importanza nella gestione del risparmio allorché agevolano l'incontro tra offerta di valori mobiliari o strumenti finanziari immessi nel mercato dalle imprese emittenti e la domanda proveniente dai risparmiatori, in un'ottica di contenimento del rischio mediante la diversificazione degli investimenti.

risparmio quale piano su cui si gioca la partita dell'efficienza del sistema economico e della competitività della nazione.

Sul piano pratico, tale esigenza di tutela ha richiesto, poi, il conferimento ad apposite strutture - la Consob e la Banca d'Italia, ciascuna con le proprie specifiche competenze - della funzione di verifica sia del possesso in capo agli intermediari dei requisiti tecnici prescritti dalla normativa primaria e secondaria, sia della correttezza del loro operato nell'ambito delle attività di gestione del risparmio, allo scopo ultimo che, si è visto, è quello di garantire l'efficienza ed il buon funzionamento dei mercati.

2. La gestione del risparmio: dalla “rivoluzione finanziaria” degli anni ottanta all’emanazione del D. Lgs. n. 58/1998 (TUF)

Storicamente il servizio di gestione del risparmio si è atteggiato come gestione individuale del risparmio⁶, consistente nella prestazione di servizi ed attività di investimento⁷ aventi ad oggetto strumenti finanziari su richiesta degli singoli investitori e tipicamente caratterizzato dal potere di questi di impartire istruzioni vincolanti agli intermediari in ordine alle operazioni da compiere.

Tuttavia, la gestione individuale del risparmio per mezzo del canale bancario ha da sempre costituito un servizio particolarmente costoso (a cagione della capitalizzazione richiesta e degli oneri di gestione delle imprese bancarie⁸) che mal si attagliava alle nuove esigenze dei risparmiatori, più attenti nell'individuazione di forme di investimento finanziario in grado di preservare il valore reale della propria ricchezza e, nel tempo, di incrementarlo. Sicché, l'interesse dei risparmiatori si è spostato sempre più verso la

⁶ L'esercizio di tale attività è riservato - a norma degli artt. 18 e 19 TUF - alle sole imprese di investimento - Società di Intermediazione Mobiliare (SIM) ed imprese di investimento estere - ed alle banche, che vi procedono a seguito di autorizzazione della Consob, sentita la Banca d'Italia.

⁷ A mente del disposto di cui all'art. 1, comma 5, TUF, costituiscono servizi ed attività di investimento: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

⁸ M. PROSPERETTI - A. COLAVOLPE, *I gestori del risparmio non bancari e i canali di distribuzione*, Ipsoa, 2012.

ricerca di canali di impiego della ricchezza accumulata alternativi a quello bancario, idonei a fronteggiare la domanda di investimento con strutture più snelle in termini di organizzazione, di gestione e di vigilanza di settore.

In questo contesto, un'efficiente risposta è giunta dalle imprese operanti nell'ambito della gestione collettiva del risparmio che, proprio per le singolari caratteristiche del servizio prestato, sono in grado (meglio di quelle bancarie) di ripartire i costi fissi dell'attività di amministrazione dei risparmi tra un numero molto elevato di investitori e ciò non può che tradursi in una ottimizzazione dei ricavi. A favore dei gestori collettivi del risparmio, poi, ha giocato un dato decisivo: la ricerca di nuove metodologie di investimento, combinandosi con ulteriori fattori contingenti (quali, per citarne alcuni, l'inflazione, il progresso tecnologico, la variabilità dei tassi di interesse, l'intervento dei pubblici poteri nel mercato⁹) ha innestato, a partire dagli anni ottanta, un processo di innovazione finanziaria che ha rivoluzionato l'assetto dei mercati finanziari ed ha definitivamente consacrato il successo del modello della gestione collettiva del risparmio. Non può certo mancare di sottolineare qui che, agli esordi, nell'assenza di una disciplina organica dell'attività finanziaria¹⁰, tale modello si caratterizzava per l'essere – si consenta l'espressione – assolutamente “selvaggio”: la domanda di strumenti finanziari innovativi, infatti, aveva costituito leva per la proliferazione di inedite figure di intermediari non bancari, che prestavano attività consistenti in un coacervo di operazioni eterogenee e complesse la cui radice comune era rinvenibile, in via esclusiva, nel poter essere prestate da chiunque, al di fuori di qualsivoglia autorizzazione e regolamentazione di settore. Di qui, l'imbarbarimento dell'intero sistema finanziario: alle attività tradizionali si venne ad affiancare il sovrasisistema della “giungla delle attività finanziarie non bancarie” che rinveniva nella prassi la sua unica fonte disciplinante. Lo stato di fatto, insomma, non giocava esattamente a favore della crescita dei mercati.

⁹ Sulle cause principali dell'innovazione finanziaria che ha preso piede all'inizio degli anni ottanta v'è una sostanziale convergenza di opinioni in dottrina. Vedi tra tutti T. PADOA SCHIOPPA, *Sistema finanziario e regolazione*, in *Banca d'Italia*, Boll. Econ, 1988 n. 11 41 e ss.; G. ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano, 1988, 216; S. PREDA – L. ANDERLONI – C. PORZIO, *L'innovazione finanziaria in Italia: un'analisi empirica*, in Preda (a cura di), *L'intermediazione finanziaria in evoluzione. Un osservatorio internazionale*, Milano, 1988, 4.

¹⁰ La regolamentazione in materia si riduceva alla L. 23 marzo 1983, n. 77, “Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare” che aveva istituito all'uopo un'apposita società deputata alla gestione del risparmio organizzata in forma di SpA.

In questo contesto, era inevitabile l'attrito con il dettato costituzionale che, si è detto, nel tutelare il risparmio impone che il suo reimpiego economico avvenga in un contesto regolamentato e sotto la vigilanza di autorità competenti e ciò allo scopo, non soltanto di tutelare i singoli ma altresì di creare il substrato favorevole ad una più efficiente operatività del mercato.

Insomma, anche guardando all'esperienza registrata negli altri paesi europei, urgeva uno strutturato intervento legislativo a sistematizzazione di un settore fino ad allora lasciato all'anarchia dei tecnici del settore, in grado di tradurre in norme giuridiche puntuali e coerenti le modificazioni del tessuto socio-economico; è allora che prendono corpo i primi interventi normativi di settore¹¹.

L'obiettivo perseguito dal legislatore in questa onta riformatrice è stato duplice: per un verso, istituire una regolamentazione minima per tutti quei soggetti operanti nel comparto finanziario che non risultassero già soggetti a leggi speciali (sulla scorta dei modelli francese e inglese basati su di una figura dell'intermediario polifunzionale e tuttavia specializzato¹²), e per l'altro, sottrarre dal campo di applicazione della nuova disciplina tutti gli operatori già oggetto di regolamentazione sulla base di legge speciali. Il risultato non è stato, tuttavia, ottimale. Ne venne fuori un sistema eccessivamente rigido, imperniato su di una specializzazione operativa degli intermediari – i quali potevano alternativamente prestare il servizio di gestione dei fondi mobiliari o immobiliari, chiusi o aperti – che ostacolava la speditezza delle operazioni finanziarie e frenava il procedimento di crescita dei mercati finanziari.

Le criticità del sistema vennero immediatamente all'evidenza e, man mano, si affermò il convincimento secondo cui la rigida segmentazione delle attività esercitabili

¹¹ Si fa riferimento, in particolare, alla L. 2 gennaio 1991, n. 1, "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari"; il d.l. 3 maggio 1991, n. 143, "Provvedimenti urgenti per limitare l'uso del contante e dei titoli al portatore nelle transazioni e prevenire l'utilizzazione del sistema finanziario a scopo di riciclaggio", convertito con L. 5 luglio 1991, n. 197, il cui capo II è stato successivamente recepito, seppur con talune modifiche, nel Titolo V del TUB; il D.Lgs. 25 gennaio 1992, n.84, "Attuazione delle direttive n. 85/611/CEE e n. 88/220/CEE, relativamente agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, operanti nella forma della società di investimento a capitale variabile (SICAV); la L. 14 agosto 1993, n. 344, "Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi"; la L. 25 gennaio 1994, n. 86, "Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi".

¹² G. FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari e il testo unico* in AA.VV., "La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al testo unico della finanza" a cura di Ferrarini e Marchetti, Roma, 1998, p.28.

dai gestori del risparmio - su cui si fondava la L. n. 77/83 - non fosse in grado di assicurare e promuovere la competitività degli intermediari nazionali; conveniva, piuttosto, novellare la disciplina nel senso di far confluire le diverse tipologie soggettive in un'unica figura di gestore polifunzionale, abilitato - previa autorizzazione - alla gestione dei singoli portafogli come della gestione "in monte" del risparmio altrui, essendo del tutto indifferente ai fini della disciplina applicabile l'impiego dei risparmi ricevuti in fondi chiusi piuttosto che aperti.

Due sono stati, in particolare, i momenti essenziali che hanno segnato questo nuovo processo di innovazione normativa: (i) l'emanazione nel TUB nel 1993 che realizza il passaggio da una normativa di settore frammentaria ad un sistema organico; e (ii) il d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, che dà avvio alla riforma della legislazione di settore che sarebbe culminata con l'emanazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, meglio noto come Testo Unico della Finanza (TUF).

È proprio con l'emanazione del TUF che il procedimento di unificazione dei gestori collettivi del risparmio raggiunge la sua massima compiutezza. L'attuale formulazione dell'art. 32 *quater* TUF ("Riserva di attività"), Titolo III ("Gestione collettiva del risparmio"), individua e circoscrive infatti i soggetti che la Banca d'Italia, sentita la Consob, può autorizzare ad esercitare in via professionale il servizio di gestione collettiva del risparmio, distinguendo tra le società di gestione del risparmio (Sgr), società di investimento a capitale variabile (Sicav), società di investimento a capitale fisso (Sicaf), società di gestione UE che gestiscono Oicvm italiani, i GEFIA UE e i GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano¹³.

¹³ Sono (i) organismi di investimento collettivo in valori mobiliari italiani (OICVM italiani): il fondo comune di investimento e la Sicav rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE (art. 1, comma 1, lett. m) TUF); (ii) Gestore di FIA UE (GEFIA UE): la società autorizzata ai sensi della direttiva 2011/61/UE in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia, che esercita l'attività di gestione di uno o più FIA (art. 1, comma 1, lett. p) TUF); (iii) Gestore di FIA no UE (GEFIA non UE): la società autorizzata ai sensi della direttiva 2011/61/UE con sede legale in uno Stato non appartenente all'UE, che esercita l'attività di gestione di uno o più FIA (art. 1, comma 1, lett. q) TUF); (iv) "Oicr alternativo italiano" (FIA italiano): il fondo comune di investimento, la Sicav e la Sicaf rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE (art. 1, comma 1, lett. m ter) TUF). Eccettuate le Sgr, le Sicav e le Sicaf, gli altri soggetti possono oggi essere autorizzati a svolgere anche in Italia attività di gestione in monte in forza delle nuove norme che disciplinano l'operatività transfrontaliera degli intermediari finanziari di cui alla Direttiva 2011/61/CE (AIFMD), attuata con il D. Lgs. Del 4 marzo 2014, n. 44.

Per completezza espositiva, è opportuno qui anticipare che un ulteriore passo verso la completa omogeneizzazione del gestore è stato compiuto con il provvedimento della Banca d'Italia del 21 giugno 2007 che ha modificato l'allora vigente Regolamento 14 aprile 2005 in materia di gestione collettiva del

La riserva di attività sembra potersi spiegare alla luce della c.d. *need for protection* degli investitori e, cioè, dell'esigenza (avvertita anche dal legislatore) di limitare lo svolgimento di attività potenzialmente pericolose a soggetti altamente qualificati così da minimizzare il rischio della perdita del valore dell'investimento, in assoluta coerenza con il dettato costituzionale¹⁴.

L'elaborazione di un *corpus* di regole eteronome di settore orientato a garantire una gestione oculata dell'impresa (o, secondo una concezione gius-economica, una riduzione dei "costi di transazione" connessi a uno dei conflitti di "agency" tipicamente rilevati nelle società caratterizzate dalla separazione fra proprietà e controllo¹⁵), come da previsioni, ha sortito il positivo effetto di ingenerare fiducia negli operatori del mercato finanziario, così determinando una significativa espansione del mercato del risparmio a beneficio dell'intero sistema economico. L'analisi dell'andamento del mercato nazionale ha registrato – almeno sino alla crisi finanziaria del 2007¹⁶ – una continua crescita del patrimonio affidato alla gestione collettiva¹⁷.

risparmio. In quella sede è stata espunta la riserva di attività prevista dalla normativa secondaria in favore delle Sgr speculative, società abilitate in via esclusiva a gestire gli omonimi fondi.

¹⁴ La tecnica del legislatore - pienamente condivisibile - risulta conforme al dettato costituzionale: una tutela del risparmio non può che passare attraverso la regolamentazione e la vigilanza di settore al fine di prevenire l'inverarsi di forme di abuso perpetrate dagli intermediari. La vigilanza di settore è affidata alle due Autorità competenti della Banca d'Italia e Consob, a due livelli: (i) in principio, tramite il controllo all'accesso al mercato (rilascio dell'autorizzazione per l'esercizio dell'attività - art. 34 TUF); (ii) durante la prestazione dei servizi, tramite l'esercizio dei poteri di vigilanza, c.d. "vigilanza permanente". L'art. 5 TUF, infatti, tra le finalità della vigilanza espressamente prevede, alla lett. b), la tutela degli investitori.

¹⁵ In generale, L. ENRIQUES - H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in R. Kraakman - J. Armour - P. Davies - L. Enriques - H. Hansmann - G. Hertig - K. Hopt - H. Kanda - E. Rock, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009, 79 s.; C. ANGELICI, *La società per azioni, Principi e problemi*, in Trattato di diritto civile e commerciale, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, 401 s., 420 ss.; G.C. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in Trattato di diritto commerciale, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, Torino, 2015, 219; A. CETRA, *La persona giuridica amministratore*, Torino, 2013, 132.

¹⁶ Il rapporto redatto dal gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani costituito su iniziativa della Banca d'Italia nel febbraio 2008 individua tre cause principali alla base della crisi dei fondi comuni: (i) una struttura distributiva prevalentemente incentrata su banche e intermediari controllati da gruppi bancari; (ii) asimmetrie nella regolamentazione in materia di trasparenza e (iii) un regime di tassazione dei fondi comuni italiani meno favorevole rispetto a quello relativo ai fondi esteri.

¹⁷ Le asimmetrie regolamentari in materia di trasparenza tra i fondi comuni di investimento sono state sostanzialmente rimosse dalla Comunicazione Consob 2 marzo 2009, n. 9019104, che, nell'ambito della normativa di recepimento della direttiva c.d. MiFID I (2004/39/CE), ha stabilito regole di condotta cui devono conformarsi gli intermediari nel collocamento di prodotti con un basso grado di liquidità al fine di fornire al cliente informazioni veritiere, corrette e dettagliate.

Sul piano normativo europeo, tra gli altri interventi finalizzati al sostenimento della crescita del mercato della gestione collettiva del risparmio meritano di essere annoverati:

- (i) la direttiva 2009/65/CE, c.d. UCTIS IV, che introduce una serie di misure per promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito con l'operatività transfrontaliera delle società di gestione. In quest'ottica, la direttiva riconosce il pieno

funzionamento del “passaporto europeo” per le società di gestione già introdotto con la direttiva c.d. UCTIS III; armonizza le procedure di fusione di OICVM transfrontaliere; crea le strutture c.d. “*master-feeder*” (OICVM, denominati *feeder*, che possono investire almeno l’85% delle proprie attività in un altro fondo, definito *master*, in deroga alle regole di diversificazione del portafoglio che caratterizzano la gestione degli OICR. Per la restante percentuale del patrimonio (\leq al 15%), la direttiva prevede, inoltre, determinati vincoli che consentono al *feeder* di investire esclusivamente in attività liquide o strumenti finanziari derivati con finalità di copertura);

- (ii) le direttive n. 2010/42 e 2010/43 che, tra l’altro, attribuiscono alle società di gestione il potere di istituire Oicr armonizzati in un paese diverso da quello di insediamento e dettano regole in materia di organizzazione e controlli delle Sgr e di gestione dei rischi degli Oicr;
- (iii) la direttiva 2011/61/UE, c.d. AIFMD, che ha modificato la disciplina sui gestori dei fondi c.d. alternativi (ovvero quelli “non-UCTIS”). Come suggerito dalla stessa rubrica della norma, essa si preoccupa di disciplinare non tanto i fondi di investimento alternativi (di seguito, anche, “FIA”), a causa della grande eterogeneità degli stessi nei diversi Stati membri dell’Unione che ne renderebbe complicata l’armonizzazione (così il considerando 10 della direttiva), bensì i gestori di questi ultimi (di seguito, anche, “GEFIA”). L’ambito applicativo della direttiva è quindi limitato ai gestori dei FIA. Questi ultimi sono individuati “per differenza” come quei fondi che non siano Organismi di Investimento in Valori Mobiliari di cui alla direttiva cd. “UCITS IV”, ovvero siano fondi speculativi (*hedge funds*), fondi di *private equity*, di *venture capital*, immobiliari, di materie prime, infrastrutturali e altri tipi di fondi istituzionali. Tale disciplina si preoccupa di regolare e razionalizzare gli adempimenti dei gestori comunitari centralizzando l’autorizzazione alle funzioni di gestione e commercializzazione nelle mani dell’Autorità domestica del GEFIA. La direttiva mira altresì ad uniformare il regime di solidità patrimoniale e di trasparenza dei GEFIA stessi. Il regime comunitario subisce alcuni temperamenti determinati o da soglie dimensionali dei GEFIA o dalla natura degli investitori cui sono commercializzate le quote dei FIA. La disciplina in parola non trova applicazione (ex l’art 3 della Direttiva) nei confronti di quei GEFIA che gestiranno FIA che dovessero avere come unici investitori i GEFIA stessi, le loro imprese madri, le loro imprese figlie o altre affiliate, purché nessuno di questi investitori sia per sé stesso un FIA. I GEFIA devono garantire una politica di remunerazione del personale apicale che rifletta una gestione sana ed efficace del rischio e che non incoraggi un’assunzione di rischi non coerente con il profilo dei fondi gestiti; un’efficace politica di gestione e di *disclosure* del conflitto di interessi secondo uno schema analogo a quanto già conosciuto nella esperienza italiana con l’art. 25 del Regolamento Congiunto di Banca d’Italia e Consob del 29 ottobre 2007 in materia di organizzazione e procedure degli intermediari; una politica di gestione del rischio e della liquidità; assetti organizzativi adeguati e adatti per la buona gestione dei fondi;
- (iv) la direttiva 2014/61/UE, che introduce un regime armonizzato di “passaporto europeo” per i gestori ed un quadro regolamentare di vigilanza armonizzato per tutti i gestori di prodotti alternativi, nell’intento di migliorare il funzionamento e la trasparenza dei gestori dei fondi alternativi. La direttiva si applica ai GEFIA UE e GEFIA non UE che gestiscono e/o commercializzano FIA UE;
- (v) la direttiva 2014/65/UE, c.d. MiFID II, conformemente a quanto previsto dall’art. 9 della Legge di Delegazione Europea 2014. Ed infatti, la direttiva 2004/39/CE in materia di mercati degli strumenti finanziari (cd. MiFID I) è stata in parte rifusa nella direttiva cd. MiFID II e in parte sostituita dal regolamento (UE) n. 600/2014 (cd. MiFIR). Con successivi atti - direttiva 2016/1034/UE e regolamento (UE) 2016/1033 - la data di applicazione di MiFID II e MiFIR è stata fissata nel 3 gennaio 2018. La nuova disciplina, nel perseguire le medesime finalità della MiFID I - consistenti nel creare in Europa un mercato unico dei servizi finanziari, in grado di assicurare trasparenza e protezione degli investitori - conferma le scelte di fondo del 2004, prevedendo disposizioni che impongono ai prestatori di servizi di investimento precisi obblighi informativi nei confronti dei loro clienti, dettando una disciplina dei potenziali conflitti di interesse tra le parti e richiedendo un’adeguata profilatura del risparmiatore. In questo contesto, la MiFID II rafforza

Se così stanno le cose - e se cioè la crescita economica è in una qualche misura derivato dell'efficienza normativa e sistematica - si potrebbe affermare, in una prospettiva evolutiva, che un'opera di costante razionalizzazione giuridica (ove si accompagni ad un ordinato flusso informativo transnazionale che consenta la circolarizzazione dei modelli) sia in grado di implementare la capacità delle singole nazioni di adottare scelte strategiche per il conseguimento di sinergie di costi e ricavi, così rappresentando (forse) la chiave per incrementare l'efficienza del mercato con minor difficoltà e contenimento dei costi.

Tuttavia, non può dirsi che il legislatore abbia colto il senso dell'insegnamento del passato: a distanza di quasi vent'anni dalla sua entrata in vigore, l'opera di sistematizzazione del mercato del risparmio del TUF è rimasta, nel settore, un caso quasi isolato; nonostante i profondi mutamenti che hanno segnato il tessuto economico-sociale, il mercato del risparmio viene fronteggiato, ad oggi, con interventi regolamentari di settore di tipo frammentario, che operano su aspetti specifici e contingenti e non agiscono - come invece si dovrebbe - in modo organico sul profilo del controllo delle attività stesse di gestione sul quale si gioca la partita dell'efficiente tutela dei risparmiatori, della fiducia nelle imprese e dello slancio dei mercati.

ulteriormente i presidi di tutela per gli investitori, in particolare attraverso la previsione di misure di *product governance* e poteri di *product intervention*, nonché attraverso l'introduzione della consulenza indipendente e la riduzione dell'ambito di applicazione dell'*execution only* attraverso una ulteriore delimitazione della categoria degli strumenti finanziari qualificabili come "non complessi" (ovvero, le obbligazioni e gli altri titoli di debito non quotati su un mercato regolamentato - o su un mercato equivalente di un Paese non UE - o su un sistema multilaterale di negoziazione, nonché gli strumenti che incorporano un derivato o una struttura tale da rendere difficile per il cliente la comprensione del rischio connesso all'operazione, gli UCITS strutturati di cui all'articolo 36, paragrafo 1, secondo comma del Regolamento UE n. 583/2010, nonché i depositi strutturati). In particolare, la *product governance* si articola in una serie di regole e di requisiti che, nell'intento di prevenire, o comunque contenere, possibili fenomeni di *mis-selling*, impongono agli intermediari il rispetto di un set di regole organizzative e di condotta che interessano non solo la fase di distribuzione, ma anche a quella "a monte" di realizzazione degli strumenti finanziari da destinare alla clientela.

- (vi) la direttiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio c.d. UCTIS V finalizzata ad incrementare i livelli di armonizzazione della disciplina del depositario di OICVM, a dotare le società di gestione di politiche di remunerazione ed incentivazione sane e prudenti e rafforzare il regime sanzionatorio oltreché i poteri di intervento delle Autorità di Vigilanza nazionali ed europee. Il recepimento della direttiva nel sistema normativo domestico ha comportato la revisione del TUF, Regolamento Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007, come successivamente integrato e modificato (c.d. "Regolamento Congiunto"), Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio, Regolamento Consob del 14 maggio 1999, n. 11971 (c.d. "regolamento Emittenti").

A ciò deve poi aggiungersi che, nonostante la significativa espansione del mercato del risparmio, l'aspetto giuridico di un fenomeno, prima di tutto economico, non ha formato oggetto di omogenei ed approfonditi studi. Eppure, sotto il profilo dell'inquadramento giuridico-sistematico, il fenomeno della gestione collettiva del risparmio pone non poche problematiche che è di tutto interesse del giurista - se non risolvere (si tratterebbe, forse, di un progetto eccessivamente ambizioso) - quanto meno analizzare in chiave ricostruttiva e propositiva, anche tenendo conto del dato comparato¹⁸. Nell'itinerario d'indagine che qui s'intende proporre, nell'ottica dichiarata, tre sembrano essere i momenti centrali su cui è necessario sollecitare la riflessione prima di tentare talune conclusioni di ordine sistematico:

- (i) v'è prima di tutto l'esigenza di investigare le caratteristiche ed i meccanismi di funzionamento delle Società di gestione del risparmio cui i risparmiatori affidano la propria ricchezza in funzione della produzione di una rendita mediante un'attività di investimento, nella prospettiva non di condurre un'indagine sul piano della fattispecie quanto di cogliere e delineare le peculiarità strutturali e funzionali della gestione collettiva del risparmio;

¹⁸ In ambito europeo, il fenomeno della gestione collettiva del risparmio è soggetto ad un nutrito *corpus* di regole comuni che mirano all'armonizzazione delle discipline domestiche, allo scopo di agevolare i traffici commerciali e favorire l'integrazione dei mercati finanziari tutelando, al contempo, i risparmiatori da condotte abusive ed opportunistiche degli intermediari (v. nota n.16).

Nei sistemi di *common law*, invece, l'originario paradigma delle gestioni collettive del risparmio è rappresentato dal *Trust*: in via generale, vengono in rilievo i cc.dd. «*unit trust*» (in UK), nei quali un *trustee* professionale — a sua volta, una società di capitali — è incaricato di gestire i beni del fondo, nell'interesse dei soggetti (*beneficiaries*) che sottoscrivono (acquistano) una quota. La somma versata dal sottoscrittore-beneficiario diviene proprietà del *trustee*, che la investe secondo i criteri indicati; il reddito che ne deriva è a disposizione dei beneficiari-sottoscrittori, i quali possono cedere la propria *unit* (nel modello *open-ended*, il gestore del *trust* è obbligato ad acquistarla): cfr. M. KOVE - G. BOGERT, *The Law of Trusts and Trustees*, Eagan (MN), 2007-2013; D. WATERS, *The Institution of the Trust in Civil and Common Law*, in *Recueil de Cours* (1995), 327; R. SITKOFF, *Trust as "Uncorporation": A Research Agenda*, in U. Ill. L. Rev. (2005), 38. Il sistema inglese conosce, poi, oltre allo *unit trust*, anche l'*investment trust*, il quale, nonostante la denominazione, è una società di capitale a carattere chiuso, nonchè la società di investimento a capitale variabile («*Open-Ended Investment Company*»), introdotta, a livello positivo, in recepimento della normativa europea. E. LOMNIKA, *Collective Investment Schemes*, in *Financial Services Law*, a cura di G. WALKER - R. PURVES - M. BLAIR, Oxford, 2014, nn. 18.66 ss., 868 ss.; L. SMITH, in *Commercial trusts in European Private Law*, a cura di M. GRAZIADEI - U. MATTEI - L. SMITH, Cambridge, 2005, 459 ss. Anche la dottrina italiana già in epoca risalente aveva avuto modo di ravvisare nel *trust* l'antesignano del modello della gestione collettiva del risparmio, v. T. ASCARELLI, *L' "investment trust"*, in *Banca borsa*, 1954, I, 178 ss.; B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 498 ss.; R. LENER, *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, Riv. Delle Soc., 1989, 1050 ss.

- (ii) parallelamente, è rilevante interrogarsi circa lo strumento attraverso cui la gestione collettiva si realizza, nell'intento di chiarire modalità operative e finalità degli Organismi di investimento collettivo del risparmio;
- (iii) è isolabile, poi, il problema dogmatico concernente la natura giuridica del fondo comune di investimento, atteso che occorre vagliare le ragioni per le quali si ritiene di non condividere le teoriche elaborate dalla dottrina dominante, né la soluzione adottata dalla Supremo Consesso nell'unico arresto sul tema.

3. Le Società di Gestione Collettiva del Risparmio tra normativa nazionale e diritto europeo: funzioni e caratteristiche strutturali

Le Società di gestione del risparmio (Sgr) sono i principali operatori del mercato rilevante¹⁹ organizzati in forma di società per azioni e rappresentano per i risparmiatori

¹⁹ La naturale apertura del mercato finanziario fa sì che il fenomeno della gestione collettiva del risparmio si espliciti in una dimensione transnazionale, così richiedendo al legislatore la predisposizione di regole che agevolino l'operatività transfrontaliera dei gestori e favoriscano l'integrazione dei mercati. Ciò ha condotto, sul piano europeo, all'affermazione del diritto delle Sgr e degli altri soggetti abilitati a prestare liberamente il servizio di gestione collettiva del risparmio in ogni Stato, UE o non UE, senza obbligo di stabilimento di succursali, con riferimento anche alle attività che esulano dall'ambito di operatività delle direttive UCTIS V e AIFM. A tal fine, l'esigenza di controllo del fenomeno si è tradotta, sul versante interno, nel compito di Banca d'Italia di disciplinare "... le condizioni e le procedure in base alle quali le SGR sono autorizzate (...) per operare in via transfrontaliera negli Stati UE e non UE nei casi esclusi dall'ambito di applicazione delle direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE".

La proclamazione del richiamato principio si è tradotta, sul piano normativo europeo, nell'introduzione di un innovativo regime di autorizzazione ad operare come gestori di fondi all'interno dell'UE attraverso un c.d. "passaporto europeo" (che può essere concesso da tutti gli Stati membri) e ad istituire, gestire e commercializzare fondi anche non europei in tutto il territorio dell'Unione, senza la necessità di costituire una sede nello Stato di istituzione del fondo ed indipendentemente dalla circostanza che la gestione si svolga o meno nell'ambito dell'Unione.

Sotto il profilo soggettivo, la normativa europea si è occupata – con le direttive UCTIS e AIFM – della disciplina dei soggetti autorizzati alla gestione collettiva del risparmio, distinguendo tra (i) *società di gestione UE* (già società di gestione armonizzata) che esercita, ai sensi della direttiva UCITS, l'attività di gestione di uno o più OICVM in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia, e (ii) *gestore di FIA UE* (GEFIA UE) che, autorizzata ai sensi della direttiva AIFM, esercita l'attività di gestione di uno o più FIA in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia.

Ai fini della commercializzazione dei fondi a livello transfrontaliero, è previsto che il rilascio dell'autorizzazione sia preceduta da una fase istruttoria curata dall'Autorità competente dello Stato d'origine del gestore che, in caso di esito positivo, trasmette il fascicolo all'Autorità competente presso lo Stato ospitante.

Alla luce dei nuovi principi, ai sensi degli artt. 41 bis e ss. TUF, sono beneficiari della libera circolazione, con diritto alla prestazione di servizi e allo stabilimento di succursali nel territorio nazionale,

un'opportunità di amministrazione professionale di una porzione del proprio patrimonio. Con una disposizione tautologica, il TUF novellato, alla lett. o) dell'art. 1, le definisce attraverso l'oggetto della loro attività, statuendo che sono Sgr *“le società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio”*; a sua volta, la *“gestione collettiva del risparmio”* - a mente della lett. n) - è *“il servizio che si realizza attraverso la gestione di Oicr (Organismo di investimento collettivo del risparmio) e dei relativi rischi”*²⁰. In buona sostanza, l'attività di impresa tipica delle Sgr consiste e si esaurisce nella gestione *“in monte”* ed a titolo oneroso del risparmio raccolto nell'interesse collettivo dei partecipanti agli Oicr, allo scopo di incrementarne il valore; a tal fine, alla Sgr (e agli altri soggetti autorizzati in base al diritto europeo) è riservata l'attività di istituzione e successiva gestione dell'Oicr²¹.

in egual modo le società di gestione UE, i GEFIA UE e i GEFIA non UE. In particolare, i GEFIA UE possono svolgere in Italia l'attività di gestione collettiva del risparmio per la quale sono autorizzati ai sensi delle disposizioni dell'Unione in libera prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursali a condizione che la Banca d'Italia sia informata dall'Autorità competente dello Stato di origine e, dunque, senza la necessità di una preventiva autorizzazione da parte dell'Autorità di vigilanza italiana che, invece, nel regime previgente costituiva una barriera d'ingresso al mercato italiano. Diversamente, per i GEFIA non UE che scelgono l'Italia come Stato di riferimento ai sensi della direttiva AIFM, è necessaria la previa autorizzazione della Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, al fine di gestire FIA italiani e FIA UE o commercializzare nel territorio dell'Unione i FIA gestiti. La normativa del TUF distingue, poi, la commercializzazione di quote o azioni di OICVM da quelle di FIA, attuando le disposizioni dell'AIFMD e, in secondo luogo, tra FIA riservati e FIA non riservati, prevedendo che questi ultimi siano soggetti alle norme prudenziali di contenimento del rischio. In particolare, per quanto riguarda i FIA la normativa prevede che, in attuazione della direttiva AIFM, la commercializzazione di tali prodotti nei confronti di investitori professionali si svolga previa notifica alla Consob che ne dà tempestiva informativa alla Banca d'Italia; non dissimilmente, anche la commercializzazione dei FIA nel territorio dello Stato nei confronti di investitori *retail* deve essere preceduta da apposita notifica all'Autorità di vigilanza ma, in aggiunta, si prevede qui un regime rafforzato di controlli in ragione della maggiore esigenza di tutela degli investitori non professionali.

²⁰ A mente dell'art. 1 TUF, lett. k), gli Oicr sono quegli *“organismi istituiti per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata”*. Rinviando al successivo paragrafo un'analisi compiuta dei profili caratterizzanti l'oggetto dell'attività tipica delle Sgr, può qui anticiparsi che per gestione collettiva del risparmio deve intendersi - in una brutale sintesi - quel complesso di operazioni finanziarie che involgono i beni (mobili o immobili) costituenti gli Oicr.

²¹ Nella sua versione originaria, il TUF prevedeva la possibilità che nel regolamento del fondo comune di investimento (e, dunque, in fase di istituzione del medesimo) la società di gestione, secondo una valutazione che atteneva esclusivamente al piano dell'opportunità, potesse affidare le funzioni di gestione ad altra società di gestione del risparmio, stipulando una convenzione scritta e attuando, in tal modo, una scissione tra gestione e promozione ripartita fra due distinti soggetti. L'adozione dei diversi possibili modelli organizzativi non incideva, tuttavia, sull'adempimento delle obbligazioni nei confronti dei partecipanti, rispetto ai quali le due società costituivano una *“parte soggettivamente complessa”* e la legge espressamente prevedeva che, anche in caso di scissione delle attività, entrambe le società fossero responsabili solidalmente, nei confronti degli investitori, per l'esercizio dell'attività di gestione e/o di

Da queste prime disposizioni che denotano il singolare ambito di operatività delle società di gestione (a loro volta SpA) si coglie, all'evidenza, un primo profilo di specificità degli intermediari in discorso: l'oggetto sociale delle società di gestione del risparmio si configura in termini del tutto peculiari rispetto al tradizionale modello delle società per azioni e ciò in quanto, diversamente da queste ultime, l'agire delle Sgr infatti non è orientato (perlomeno, non in via esclusiva) alla promozione del patrimonio sociale quanto, piuttosto, alla cura di un interesse altrui, che si colloca dunque al di fuori della struttura sociale.

In questo contesto, nel quale la tutela dell'interesse degli investitori costituisce linfa vitale e nutrimento dell'azione della Sgr, il conflitto tra l'interesse personalistico della società di gestione e quello della collettività degli investitori (che si colloca, ad ulteriore complicazione del sistema, accanto ai conflitti di interesse tradizionali dell'ambito societario) rappresenta un costo strutturale che impone al legislatore la predisposizione di tecniche regolatorie idonee a prevenire e ridurre il rischio che, nello svolgimento dell'attività, la Sgr tradisca la sua primaria vocazione e scivoli nell'insidioso terreno del perseguimento degli interessi propri dei suoi aderenti. E si badi, la concretizzazione del rischio non è scenario inverosimile: a ben vedere, infatti, assegnare "d'ufficio" ad una società – che a sua volta è una società per azioni dotata, quindi, di struttura ed un'organizzazione sue proprie - una missione latamente "altruistica", finalizzata all'apporto di vantaggi non in capo (o non direttamente quanto meno) ai suoi iscritti, implica forse un tale snaturamento forzoso del modello società per azioni da non poter non pensare che la Sgr possa cedere alla tentazione di "fare i suoi interessi".

promozione. Nella originaria disciplina, tale regime di responsabilità solidale era, all'evidenza, ritenuto necessario e funzionale alla tutela dei partecipanti al fondo, al fine di preservarli da eventuali anomalie di esecuzione delle funzioni. Con il recepimento nell'ordinamento interno della dir. AIFM – a mente del cui art. 5, par. 1, è previsto che "... *Gli Stati membri provvedono affinché ciascun FIA gestito nell'ambito della presente direttiva abbia un GEFIA unico, responsabile del rispetto della presente direttiva*" - la distinzione tra Sgr promotrice e di gestione viene meno. Infatti, alla luce della rivisitata definizione di gestione collettiva del risparmio presente nel TUF, non si rinviene più il riferimento alle attività di "*promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e amministrazione dei rapporti con i partecipanti*" e "*commercializzazione di quote o azioni di Oicr propri*" quali attività costitutive del servizio stesso. Sul tema v. L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, 213 ss; G.B. BISOGNI, *I modelli organizzativi della s.g.r. (società gestione risparmio) nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in Società, 1998, 1137; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010, 196 ss.

È questo, dunque, il dilemma che connota intrinsecamente le società di gestione e deve indurre l'interprete con occhio critico a procedere con cautela nella trasposizione della disciplina societaria al peculiare fenomeno della gestione del risparmio e, più in generale, orientarlo nella risoluzione di problematiche nuove ogniqualvolta sia chiamato a confrontarsi con un vuoto normativo.

Ora, tale rischio è ben chiaro al legislatore che, nella prospettiva di un suo auspicato contenimento, ha agito su due livelli, dettando norme che, per un verso, interessano i profili organizzativi delle Sgr e, per l'altro, impongono agli intermediari l'osservanza di specifiche regole di condotta nelle interazioni con gli investitori e, più in generale, nello svolgimento dell'attività propria di gestione collettiva del risparmio. Se tale soluzione sia o meno adeguata a contrastare eventuali deviazioni della Sgr dalla cura degli interessi dei partecipanti agli Oicr è considerazione che si rinvia a valle dell'analisi del quadro normativo.

4. I conflitti di interessi nella gestione collettiva del risparmio: i presidi organizzativi

Può dirsi oramai radicato il convincimento tale per cui, specie in settori particolarmente sensibili dell'economia ed involgenti interessi non esclusivamente privatistici e di rilievo costituzionale, l'autoregolamentazione non costituisca uno strumento di tutela adeguato a prevenire e ridurre il rischio di abusi in danno degli investitori. Al contrario, il confezionamento di regole di dettaglio anche con riferimento ai profili organizzativi di impresa ed ai sistemi di *governance* consente - ai fini che qui interessano - un'amministrazione efficiente delle società di gestione, all'evidente scopo di governare quell'ontologico conflitto di interessi che la Sgr sconta in ragione delle sue peculiarità strutturali e funzionali²²; e ciò nell'interesse primario dei

²² Osserva sul punto M.S. RICHTER, *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Rivista delle Società*, fasc. 1, 2016: "... può dirsi che il dilemma del governo delle società di gestione del risparmio risulta dalla somma di tutti i tradizionali problemi di corporate governance e di quelli di fund governance. Ovviamente questa peculiarità, che si traduce in complessità, può essere descritta anche in termini più tradizionali per il gius-commercialista, che allora potrà interrogarsi su quale sia l'interesse della società di gestione del risparmio e, in particolare, se e come esso si arricchisca degli interessi dei sottoscrittori del fondo, degli investitori i cui capitali sono gestiti dalla società di gestione del

soggetti protetti e della collettività in generale che godrebbe dei benefici di un mercato più competitivo²³. In questa prospettiva devono leggersi i plurimi interventi sul punto di un legislatore in fermento, sempre più attento ad offrire ai tecnici del settore una disciplina specifica e puntuale.

Procedendo con ordine, anzitutto la normativa richiede che la costituzione e l'operatività delle Sgr sia subordinata al rilascio dell'autorizzazione da parte della Banca d'Italia che vi procede, sentita la Consob, allorché risulti che le stesse siano in possesso di requisiti standardizzati dal legislatore²⁴ con riferimento, in particolare, alla forma societaria, capitale sociale, struttura della società, programma delle attività (che deve integrare atto costitutivo e statuto della società), idoneità degli amministratori e dei partecipanti²⁵.

risparmio"; M.S. RICHTER jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 196 ss.

²³ Sul punto, osserva M. S. RICHTER, *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Rivista delle Società*, fasc. 1, 2016, pag. 104 e ss.: *“La evoluzione della disciplina del governo societario dei gestori — e cioè delle varie tipologie di società di gestione collettiva del risparmio (Sgr, Sicav e Sicaf) — si iscrive nel vasto processo di trasformazione che il diritto societario e, più in generale, il diritto dell'impresa viene subendo da alcuni decenni. Ci si riferisce alla progressiva crescita dei principi, delle regole e, più in generale, dell'attenzione, anzitutto da parte dei legislatori e dei regolatori, ai profili relativi al governo della società e alla organizzazione della impresa; a profili, dunque, concernenti, per così dire, l'interno della impresa regolata, e non (se non indirettamente) i suoi rapporti e le sue relazioni con l'esterno ... È chiaro che al fondo di questa accentuata attenzione per i profili relativi al governo della società riposi il convincimento per cui non è sufficiente, soprattutto ove l'attività d'impresa riguardi settori in cui rilevano particolari interessi generali, lasciare la organizzazione della stessa, e quindi anche la determinazione dei suoi sistemi di governo, integralmente alle scelte dell'autonomia statutaria. D'altra parte, è appena il caso di ricordare al riguardo due circostanze tra loro collegate: per un verso, che lo stesso diritto delle società commerciali si informa da sempre ed in generale alla idea che in tanto si può esercitare l'attività di impresa facendo ricorso alla forma societaria in quanto ci si avvalga del modello o di uno dei modelli predefiniti dall'ordinamento (c.d. principio di tipicità delle società); e, per altro verso, che per particolari settori dell'economia (in sostanza quelli costituenti ordinamenti settoriali) si è sempre più di frequente imposto il ricorso proprio alla forma societaria [e poi in particolare a specifici tipi societari] per consentire l'esercizio dell'attività di impresa, proprio perché in tal modo si garantiva il ricorso ai modelli organizzativi più evoluti e articolati (e si limitava la maggiore discrezionalità dell'imprenditore nell'organizzazione delle strutture aziendali)”*.

²⁴ A seguito del rilascio dell'autorizzazione, la Banca d'Italia iscrive la Sgr in un apposito albo (art. 35 TUF). In forza della delega contenuta nell'art. 34, comma 3 TUF, il Regolamento della Banca d'Italia specifica i casi di decadenza dall'autorizzazione. In particolare, la Banca d'Italia dichiara la decadenza dell'autorizzazione e procede alla cancellazione dell'albo se (i) sia trascorso un anno dal rilascio dell'autorizzazione e non siano state avviate le attività di gestione degli Oicr; (ii) successivamente all'istituzione di un fondo comune di investimento, la Sgr interrompa l'attività di gestione per un periodo superiore ai sei mesi.

²⁵ In particolare, a mente dell'art. 34 TUF, la Banca d'Italia procede al rilascio dell'autorizzazione qualora risulti che la Sgr: *“ a) sia adottata la forma di società per azioni; b) la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica; c) il capitale sociale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia; d) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei, secondo quanto previsto dall'articolo 13; e) i titolari delle partecipazioni indicate all'articolo 15, comma 1, hanno i requisiti e*

In questo contesto, la riserva dell'attività di gestione del risparmio ad imprese costituite in forma di SpA rappresenta un primo strumento di tutela degli investitori, giacché garantisce il ricorso a sistemi organizzativi strutturati e complessi e, dunque, verosimilmente più idonei a contenere il rischio di situazioni di conflittualità.

Nello stesso senso devono leggersi le previsioni in tema di *governance* della Sgr, sia di rango primario, sia di rango secondario, posto che della materia di si occupa diffusamente il Regolamento emesso, ai sensi dell'art. 6, comma 2 *bis*, TUF²⁶, da Banca d'Italia e Consob in data 29 ottobre 2007, n. 16191, c.d. "Regolamento Congiunto"²⁷. In particolare,

soddisfano i criteri stabiliti ai sensi dell'articolo 14 e non ricorrono le condizioni per il divieto previsto dall'articolo 15, comma 2; f) la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell'articolo 15, comma 5; g) venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa; h) la denominazione sociale contenga le parole "società di gestione del risparmio".

²⁶ Ai sensi del comma 2 *bis* dell'art. 6 TUF: "La Banca d'Italia e la Consob disciplinano congiuntamente mediante regolamento, con riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché alla gestione collettiva del risparmio, gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di: a) governo societario, requisiti generali di organizzazione, sistemi di remunerazione e di incentivazione; b) continuità dell'attività; c) organizzazione amministrativa e contabile, compresa l'istituzione della funzione di cui alla lettera e); d) procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento e delle attività di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio; e) controllo della conformità alle norme; f) gestione del rischio dell'impresa; g) audit interno; h) responsabilità dell'alta dirigenza; i) trattamento dei reclami; j) operazioni personali; k) esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o attività; l) gestione dei conflitti di interesse, potenzialmente pregiudizievoli per i clienti; m) conservazione delle registrazioni; n) procedure anche di controllo interno, per la percezione o corresponsione di incentivi".

²⁷ Il c.d. Regolamento Congiunto è stato, da ultimo, novellato con l'atto di modifica emesso congiuntamente da Banca d'Italia e Consob in data 27 aprile 2017. La revisione del Regolamento si è resa necessaria al fine di consentire l'adeguamento del quadro normativo italiano alla disciplina europea, a seguito dell'emanazione della direttiva c.d. UCTIS V, con riferimento, in particolare, alla materia della remunerazione dei gestori al fine di realizzare un quadro normativo organico e coerente per tutto il settore della gestione del risparmio.

In proposito, deve osservarsi come il Regolamento usi una articolata tecnica normativa che, in parte, rinvia alla disciplina generale in tema di intermediari finanziari e, per altra parte, detta direttamente norme di specie relative ai gestori. Sicché, ne deriva un quadro estremamente complesso, anche in ragione dell'esigenza di coordinare la normativa di settore con quella sovraordinata e, quindi, con il Regolamento UE n. 231/2013 che disciplina, in via generale, i requisiti di organizzazione e le regole di governo del gestore.

In sintesi, la disciplina speciale detta talune norme di principio (art. 4) che per essere formulate in termini generali ed essere contenute in una norma di rango secondario hanno scarso valore precettivo. Inoltre, il Regolamento congiunto non si occupa di regolamentare direttamente gli organi sociali (che variano a seconda del modello di amministrazione e controllo in concreto adottato) ma le funzioni, rispettivamente, di supervisione strategica, gestione e controllo, che devono operare ed essere adeguatamente ripartiti tra i diversi organi esistenti all'interno della Sgr.

Tra le norme più significative si possono annoverare l'art. 7, ai sensi "... *la società di gestione del risparmio: "a) definisce una ripartizione di compiti tra organi aziendali e all'interno degli stessi tale da assicurare il bilanciamento dei poteri e un'efficace e costruttiva dialettica; b) adotta idonee cautele, statutarie e organizzative, volte a prevenire i possibili effetti pregiudizievoli sulla gestione derivanti dall'eventuale compresenza nello stesso organo aziendale di due o più funzioni (strategica, di gestione, di*

si prevede qui che l'assetto della *governance* societaria sia tale da garantire, in concreto, il perseguimento di una sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale, oltretché la correttezza e la trasparenza nello svolgimento della attività di gestione (e degli altri servizi esercitabili dalle Sgr). A tal fine, le Sgr devono adottare e mantenere solidi dispositivi di governo societario ed un sistema efficace gestione del rischio di impresa, oltretché dotarsi di strutture organizzative in grado di garantire la ripartizione delle funzioni tra gli organi sociali, così da – per usare le parole proprie del legislatore - “... assicurare il bilanciamento dei poteri e un'efficace e costruttiva dialettica” (art. 7, comma 1, lett. a), Regolamento congiunto).

E ancora, sul piano delle regole in tema di composizione e funzionamento degli organi sociali, le nuove norme²⁸ richiedono che gli esponenti aziendali (e, quindi, *in primis*, i componenti degli organi di amministrazione e controllo) siano “idonei” ai fini dell'assunzione e mantenimento della carica. Significativo è sul punto l'art. 13 TUF, il quale prevede che i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo debbano possedere requisiti non solo di professionalità e onorabilità, ma anche di “indipendenza e, altresì, soddisfare “criteri” di competenza e correttezza. A garanzia dell'efficienza del sistema, peraltro, la normativa pone significativi mezzi di *enforcement* quali, per citarne alcuni, il processo di autovalutazione interno ai fini della verifica della regolarità e continuità dei requisiti prescritti in capo ai singoli amministratori e/o sindaci

controllo); c) assicura una composizione degli organi aziendali, per numero e professionalità, che consenta l'efficace assolvimento dei loro compiti”, e per cui “i verbali delle riunioni degli organi aziendali illustrano in modo dettagliato il processo di formazione delle decisioni, dando conto anche delle motivazioni alla base delle stesse”; le norme sulle ripartizioni di compiti e responsabilità tra “organo con funzione di supervisione strategica” (artt. 8 e 31), “organo con funzione di gestione” (art. 9) e “organo con funzioni di controllo” (art. 11); o ancora quella sulla strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti (art. 32).

²⁸ In particolare, il Regolamento (UE) n. 231/2013, all'art. 21, prevede, da un lato, che l'organo di gestione di Sgr, Sicav e Sicaf disponga di “conoscenze, competenze ed esperienze collettive adeguate per poter capire le attività” delle società e “in particolare i rischi principali inerenti a tali attività e agli attivi” nei quali i patrimoni in gestione sono investiti; e, dall'altro, che ogni componente dell'organo di gestione agisca, oltre che “con onestà e integrità”, con “indipendenza di giudizio”, richiamandosi così, seppure in termini assolutamente generici, il requisito della indipendenza. Si tratta di due prescrizioni estremamente significative, che tuttavia, facendo ricorso a clausole generali, necessitano di un periodo di concreta applicazione per essere valutate nella loro concreta incidenza sugli assetti di governo societario dei gestori. Ancora, su un piano generale, si richiede al gestore di disporre di “... di personale sufficiente provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per assolvere le responsabilità che gli sono attribuite”, naturalmente in relazione alla natura, dimensione e complessità della singola impresa (art. 22), e di “... istituire, attuare e mantenere procedure decisionali ed una struttura organizzativa che specifichi in forma chiara e documentata i rapporti gerarchici e la suddivisione delle funzioni e delle responsabilità” [art. 57, comma 1, lett. a)].

e della complessiva adeguatezza dell'organo, nonché dell'adozione delle opportune misure di contrasto delle eventuali criticità rilevate.

Con una norma cardine in tema di *governance* dei fondi chiusi l'art. 37 TUF prevede, poi, la figura garantista degli esperti indipendenti, detta le cautele da osservarsi in caso di cessioni o conferimenti di beni a un fondo chiuso e disciplina l'organizzazione in assemblea dei partecipanti al fondo chiuso, insostituibile strumento di tutela degli investitori che in tale fattispecie, diversamente da altre tipologie di fondi, sono vincolati nel loro investimento per un determinato periodo temporale.

Sempre secondo la medesima chiave di lettura devono interpretarsi, altresì, le norme in tema di separazione – nei termini in cui meglio si dirà nel prosieguo della trattazione – tra il patrimonio della Sgr ed il patrimonio dell'Oicr gestito o, ancora, il ruolo della banca depositaria cui spetta, in veste di soggetto terzo, sia l'onere di custodia degli strumenti finanziari ricompresi nell'Oicr e delle altre disponibilità liquide (se non affidate ad altri soggetti), sia una funzione di monitoraggio e controllo della liceità delle operazioni disposte dalla Sgr sui medesimi²⁹; il tutto corredato dalla previsione di un regime di responsabilità *ad hoc* della banca depositaria per l'ipotesi di violazione degli obblighi su di essa gravanti³⁰. La presenza nel sistema di un depositario terzo che agisce

²⁹ Più in dettaglio, a mente dell'art. 48 TUF, il nucleo essenziale dell'attività di controllo del depositario è rappresentato dal dovere di accertare la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote, nonché di destinazione dei redditi del fondo, la correttezza del calcolo del valore delle quote (ovvero provvedervi direttamente su incarico della società di gestione), assicurare che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia ad essa rimessa nei termini d'uso. Il depositario, infine, esegue materialmente le istruzioni di investimento, previo controllo di legittimità rivestendo, in tal modo, l'essenziale ruolo di vigilanza nonché di prevenzione di comportamenti pregiudizievoli per i partecipanti

³⁰ Il TUF, all'art. 49, articola la responsabilità del depositario in una duplice profilo: (i) una responsabilità di tipo generale nei confronti della Sgr e dei partecipanti all'Oicr per la violazione degli obblighi connessi alle attività di deposito; e (ii) una responsabilità specifica nei confronti dell'Oicr o dei suoi investitori nel caso di perdita di strumenti finanziari tenuti in custodia direttamente o eventualmente con il ricorso ad un terzo, al quale è stata delegata la custodia, ovvero nell'ipotesi di una qualunque altra perdita o danno subiti o arrecati al fondo o ai suoi investitori. Il depositario potrà andare esente dalle conseguenze pregiudizievoli degli atti ad esso attribuibili, nel primo caso, ove dimostri che la perdita si sia verificata in conseguenza di un evento esterno al di fuori del suo ragionevole controllo; nella seconda ipotesi, qualora il custode dimostri la mancanza di una condotta intenzionale o colpevole che abbia cagionato ogni altra perdita in capo agli Oicr e/o ai sottoscrittori. La dottrina dominante è nel senso che, nella prima fattispecie, si tratti di una responsabilità di tipo contrattuale stante la convenzionalità della relazione che si instaura con la Sgr; diversamente, nella seconda ipotesi, la banca depositaria risponde delle violazioni commesse ai sensi dell'art. 2043 c.c. Tuttavia, tale ricostruzione non sembra cogliere nel segno e non soddisfa le istanze di tutela degli investitori al verificarsi dei presupposti integranti la seconda fattispecie di responsabilità (v. sul punto, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 198 ss; A. FERRARIS DI CELLE - B. SZEGO, in Alpa - Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 394, 1998; F. BRIOLINI - M. MIOLA, *Commento all'art. 36, in Commentario al TUF*, diretto da G.F. CAMPOBASSO, Torino, 2002). A diverse

“in modo indipendente e nell’interesse dei partecipanti dell’Oicr” deve certamente valutarsi positivamente in quanto costituisce – almeno nelle intenzioni del legislatore - un significativo presidio atto a scongiurare gli abusi di discrezionalità della Sgr, se non fosse per un’unica (quanto importante) falla del sistema: l’ordinamento interno consente alla banca presente nell’assetto proprietario della Sgr di ricoprire il ruolo di banca depositaria. Il risultato è quello (non di certo apprezzabile) di gravare il sistema di un ulteriore conflitto di interessi che, paradosso dei paradossi all’italiana, concerne controllore e controllato.

Da ultimo, non può non farsi riferimento alla funzione di vigilanza regolamentare del settore del mercato del risparmio che il legislatore ha assegnato congiuntamente a Banca d’Italia e Consob, ciascuna con un proprio definito ambito di competenze, al fine di tutelare gli investitori e, più in generale, al fine di salvaguardare la competitività, la stabilità ed il buon finanziamento del mercato finanziario. In via generale, la Banca d’Italia è competente per ciò che attiene al contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione, laddove Consob, invece, esercita i suoi poteri di vigilanza con riferimento alla trasparenza e correttezza dell’operato degli intermediari. Al fine di rendere effettiva la funzione di vigilanza il legislatore ha poi articolato un costante flusso informativo tra le società di gestione e le Autorità di vigilanza ed ha conferito alle Autorità poteri ispettivi allo scopo di accertare la conformità dell’attività gestoria ai criteri della sana e prudente gestione ed alla normativa di settore e ciò, a presidio della effettività dei poteri di vigilanza assegnati. La predisposizione di uno strutturato apparato di vigilanza – che operasse secondo correttezza nella mediazione tra gli interessi degli intermediari e degli investitori - è stata una soluzione tanto necessaria quanto obbligata, se si tiene conto delle peculiarità della gestione collettiva del risparmio: qui, l’ampiezza dell’incarico conferito alle Sgr preclude alla massa degli investitori l’osservabilità dell’operato del gestore e, in questo contesto, la presenza di Autorità

conclusioni si perverrebbe, invece, ove si valorizzasse l’affidamento e le aspettative di protezione che la sottoscrizione delle quote dell’Oicr ingenera negli investitori. In tale ipotesi, ne deriverebbe una forma di responsabilità di tipo contrattuale da “contatto sociale”. Da ultimo, occorre dare atto delle novità introdotte dalla direttiva UCITS V in tema di responsabilità del depositario: si prevede qui che, sotto il profilo soggettivo, sia l’Oicr e non più la Sgr il soggetto beneficiario del regime di tutela\.

competenti terze ed estranee rispetto alla vicenda gestoria è in grado di supplire al deficit di potere degli investitori di interferire nelle attività di gestione così neutralizzando il rischio di comportamenti “opportunistici”.

5. I conflitti di interessi nella gestione collettiva del risparmio: le regole di condotta

Indirizzando ora l’indagine sul secondo dei due livelli di operatività delle misure di contrasto ai conflitti di interessi nel settore del risparmio gestito, viene in rilievo un significativo set di norme che – in linea con le soluzioni adottate nel panorama europeo³¹ - prescrive in capo ai gestori l’obbligo di conformarsi a standard comportamentali di diligenza e correttezza, nell’intento di incentivare una gestione dell’impresa sociale informata alla cura ed alla promozione dell’interesse degli investitori e, al contempo, a ridurre quanto più il rischio di una gestione di tipo personalistico.

La piena comprensione della portata e della *ratio* di tale disciplina esige una più approfondita riflessione sul concetto di “gestione collettiva del risparmio”.

Illustrare i contenuti della gestione collettiva del risparmio è compito non semplice. L’operatore che si appropria alla materia incontra, infatti, non poche difficoltà dovendosi misurare con una pluralità di testi normativi, di rango primario e secondario, che

³¹ Ad esempio, nell’ordinamento tedesco, la società di gestione è tenuta ad operare «*con la competenza, diligenza e accuratezza necessarie*» (p. 27, Abs. 2, Nr. 1, KAGB): cioè secondo la diligenza professionale propria dell’attività di investimento, che impone, *in primis*, un adeguato iter informativo-valutativo delle caratteristiche tecniche del prodotto e la diversificazione dei rischi. Per una trattazione approfondita, vedi D. ZETZSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen, 2015; J. KÖNDGEN, *Investmentgesetz*, a cura di H. BERGER - K. STECK - D. LÜBBEHÜSEN, München, 2010, Rdn. 23 ss., 127 s.; H. FLEISCHER - K. SCHMOLKE, *Klumpenrisiken im Bankaufsichts, Investment- und Aktienrecht*, in 173 ZHR (2009), 667 ss.; T. MÖLLERS, *Das Haftungssystem des KAGB*, in *Das neue Kapitalanlagegesetzbuch*, a cura di T. MÖLLERS - A. KLOYER, München, 2013, Rdn. 648 ss., 255 s.s.

Nel modello francese, le regole di condotta sono uniformi per società di gestione e Sicav, indipendentemente dalla sua natura giuridica: cfr. art. L. 214-9 Cod. mon. fin. V. T. BONNEAU, *Droit bancaire*, Paris, 2013, n. 910, 666; A. COURETET - H. LE NABASQUE - M. COQUELET - D. PORACCHIA - A. RAYNOAUD - A. REYGROBELLET - D. ROBINE, *Droit financier*, Paris, 2012, n. 797, 559. Di primario interesse è l’art. L. 214-20 Cod. mon. fin., che ha positivizzato il dovere di diversificazione del patrimonio gestito. Merita di essere richiamato, inoltre, l’art. X — 6:107 DCFR («*Obligation to invest*»).

rimbalzano il giurista da una definizione all'altra³². Non solo; a ciò si aggiunga che il quadro normativo è costantemente interessato da processi di innovazione e riformulazione sotto la forza motrice di due fenomeni: per un verso, l'esigenza di adeguamento alla normativa sovranazionale; per l'altro, l'esigenza sistematica di meglio inquadrare giuridicamente un fenomeno nuovo e, per di più, in continuo divenire, rispetto al quale le tradizionali categorie giuridiche si rivelano, molto spesso, inadeguate a coglierne tutte le sfumature e, conseguentemente, la tutela apprestata insufficiente.

Tornando al tema, per comprendere cosa debba intendersi per "gestione collettiva del risparmio" occorre soffermarsi, oltrech  sul richiamato art. 1 TUF³³ - che, si rammenta, alla lett. n), definisce la gestione collettiva del risparmio come "*il servizio che si realizza attraverso la gestione di Oicr e dei relativi rischi*" -, anche sul disposto di cui all'art. 33 TUF, che definisce ulteriormente l'oggetto dell'attivit  delle societ  di gestione specificando che "... *Le Sgr gestiscono il patrimonio e i rischi degli Oicr nonch  amministrano e commercializzano gli Oicr gestiti*", per poi enumerare, al comma 2, gli altri servizi che possono essere prestati dalle Sgr³⁴.

È qui il caso di rilevare che rispetto alle "precedenti edizioni"³⁵ particolarmente specifiche e, per ci  stesso, lacunose, l'attuale art. 1 - ai fini che qui interessano - vanta

³² F. SIGNORELLI, *La gestione individuale e collettiva del risparmio. Gli intermediari finanziari non bancari*, in Manuale del mercato mobiliare (a cura di F. Iudica), Torino, 2012, p. 176; P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attivit  alla gestione collettiva del risparmio e le SICAF: luci e ombre*, in Rivista delle soc., 2014, p.453.

³³ Il TUF   stato da ultimo modificato dal d.lgs. n. 254 del 30 dicembre 2016, al fine di recepire, a livello della normativa primaria, la direttiva c.d. MiFID II, conformemente a quanto previsto dall'art. 9 della Legge di Delegazione Europea 2014.

³⁴ A mente del comma 2 dell'art. 33 TUF, le Sgr possono altresi: a) prestare il servizio di gestione di portafogli; b) istituire e gestire fondi pensione; c) svolgere le attivit  connesse o strumentali; d) prestare i servizi accessori di cui all'articolo 1, comma 6, lettera a), limitatamente alle quote di Oicr gestiti; e) prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti; f) commercializzare quote o azioni di Oicr gestiti da terzi, in conformit  alle regole di condotta stabilite dalla Consob, sentita la Banca d'Italia; g) prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, qualora autorizzate a prestare il servizio di gestione di FIA.

³⁵ Nel testo previgente l'attivit  di gestione collettiva del risparmio poteva concretarsi in: (i) promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e amministrazione dei rapporti con i partecipanti; e (ii) gestione del patrimonio di Oicr, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili. Le modifiche introdotte nel 2014 hanno dunque espunto dal dato testuale la distinzione tra le due tipologie di attivit  esercitabili dalle Sgr. Tale scissione comportava la possibilit  di distinguere tra Sgr "di promozione" e Sgr "di gestione", a seconda del servizio concretamente prestato. Il risultato complessivo dell'investimento poteva dunque essere il frutto del combinarsi delle attivit  di due societ  distinte, impegnate in due fasi diverse della gestione del risparmio altrui.

La suddetta impostazione non era priva di effetti ma si ripercuoteva sul regime di responsabilit  dei gestori verso gli investitori: pu  qui anticiparsi che il previgente art. 36, comma 5, TUF, prevedeva la responsabilit  solidale della Sgr di gestione e di quella di promozione nei confronti degli investitori. Vedi *Relazione illustrativa allo schema di D. Lgs. 4 marzo 2014 n. 44, p. 16*. Sul punto osserva F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, pag. 202, "*oggi sembra che le dette*

una formulazione in termini più generali in grado, più che in passato, di *clusterizzare* una categoria di operatori che, per il fatto in sé di prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio, è destinataria di un *corpus* di regole nella prospettiva di garantire il massimo grado di tutela degli investitori. Il frequente inverarsi, in passato, di fenomeni di abusivismo ha così indotto il legislatore a mutare approccio, a favore di una definizione di più ampio respiro idonea ad attuare la conquistata “riserva di attività”. In altri e più pragmatici termini, per gestione collettiva del risparmio deve intendersi quel complesso di operazioni di investimento e disinvestimento aventi ad oggetto i beni (mobili o immobili) che costituiscono gli Oicr al cui compimento sono abilitate, in via esclusiva, le società di gestione collettiva del risparmio che vi procedono secondo criteri tipizzati, nell’interesse della collettività degli investitori.

Si tratta, anzitutto, di una gestione “*in monte*”, nel senso che non v’è in alcun modo spazio per una gestione individuale e personalizzata, seguendosi criteri e tecniche di allocazione del patrimonio nell’interesse condiviso dalla generalità degli investitori. È dunque gestione “*nell’interesse*” e “*per conto*” dei partecipanti all’Oicr gestito, cui la Sgr vi provvede “*secondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario*”.

In questi esatti termini si esprime l’art. 36 TUF con una norma che ha animato ed ancora anima il vivace dibattito con riferimento, in particolare, alla ricostruzione del tessuto relazionale connesso al fenomeno gestorio e del sistema della responsabilità dell’intermediario. Il punto merita un approfondimento *ad hoc* nel prosieguo della trattazione e, tuttavia, è utile qui anticipare che il contenuto degli obblighi cui deve

attività debbano essere esercitate congiuntamente dalla stessa Sgr”. Si tratta di una lettura che sembrerebbe trovare conforto nella Relazione illustrativa al D. Lgs. 4 marzo 2014 n. 44 che così statuisce: “*l’attuazione della direttiva AIFMD comporta il superamento del modello italiano che [consentiva] alle Sgr di prestare disgiuntamente le attività di gestione di patrimoni e di promozione*”.

Ancora, gli Oicr erano soltanto i fondi comuni di investimento e le società di investimento a capitale variabile (Sicav), costituiti rispettivamente in forma “contrattuale” e “societaria”. Ne deriva che l’attività di gestione collettiva del risparmio poteva avere a oggetto esclusivamente fondi comuni o Sicav. Osserva P. CARRIERE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. delle Soc.*, 2014, pag. 451 e ss.: “*risultavano, dunque, sostanzialmente sottratte alla riserva [di attività] tutte quelle modalità di svolgimento dell’attività in questione che – pur venendo a integrare nella sostanza [...] un servizio gestorio di patrimoni “in monte” – non fossero formalmente riconducibili ad alcuno dei due (soli) schemi operativi allora disponibili agli operatori per il suo svolgimento (fondi comuni di investimento e Sicav)*”.

attenersi il gestore attinge alla disciplina del mandato e, quindi, a quel coacervo di obblighi di diligenza professionale che connotano la condotta del mandatario³⁶.

Insomma, la gestione collettiva del risparmio è, prima di tutto, gestione nell'interesse altrui e, in questo contesto, la previsione di precisi obblighi di comportamento in capo al gestore è presidio a garanzia dell'attuazione delle finalità perseguite e strumento di contrasto al rischio di insorgenza di fattispecie di conflittualità³⁷.

È in questa cornice che si inscrivono i principi di cui all'art. 21 TUF, comma 1, a mente del quale “... *nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento... i soggetti abilitati devono... comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati*”. Si tratta di molto di più di una semplice disposizione giuridica, un vero e proprio proclama di ciò che costituisce l'interesse che la Sgr deve perseguire nello svolgimento delle sue attività: tutela degli investitori (e non quello o solo quello dei soci) e, più in generale, tutela dell'integrità dei mercati finanziari.

Nello stesso senso devono leggersi le disposizioni di cui al successivo comma 1 bis del medesimo articolo 21, a norma del quale le società di gestione “... *a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; b) informano*

³⁶ Sul punto si veda Cass., 15 gennaio 2000, n. 426, in Contratti, 2000, 911 ss., con nota di A. ANGIULI, che aveva già stabilito che, in tema di mandato conferito al fine di gestione di titoli azionari, la diligenza del mandatario, al pari della buona fede e della correttezza nell'esecuzione della prestazione dovuta (artt. 1710, 1175 e 1375 c.c.), assume un contenuto particolarmente pregnante, trattandosi di contratto che conferisce a una delle parti una posizione peculiare e preminente (essendole rimesso il potere di controllo dell'andamento del mercato azionario), così che il rischio connesso alle operazioni finanziarie convenute ab origine e in modo generico con il dominus va rettamente distribuito alla stregua delle suddette regole d'integrazione del contratto applicate secondo canoni particolarmente rigorosi, non potendosi confondere l'aleatorietà delle operazioni di borsa con la “rovinosità” delle medesime e con il puro e ingiustificato azzardo da parte dell'agente-mandatario, dovendosi, in tal caso, al cospetto di eventuali ingenti perdite subite dal mandante (e ammesse dal mandatario stesso), ritenere l'agente tenuto alla prova di aver eseguito l'incarico con la dovuta diligenza, tenuto conto dei rischi naturali delle operazioni (e non evitabili nonostante un comportamento improntato alla dovuta prudenza e avvedutezza).

³⁷ È opportuno sottolineare che, quanto alle modalità di gestione dei rischi, le soluzioni articolate dal legislatore nel contesto della gestione collettiva del risparmio confermano l'indirizzo, già affermatosi sia sul piano comunitario sia sul piano domestico, secondo il quale la sussistenza di potenziali conflitti di interessi non è di per sé lesiva degli interessi dei soggetti protetti, non impedisce l'azione e non richiede la prescrizione di divieti ma, diversamente, impone a monte la predisposizione di adeguati meccanismi di gestione.

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) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati”.

L'esigenza di tutela degli interessi rilevanti è poi ripresa ed enfatizzata nell'art. 35 *decies* TUF che nella versione recentemente novellata³⁸ così statuisce “... le Sgr ... a) operano con diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato; b) si organizzano in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agiscono in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr gestiti; c) adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti agli Oicr gestiti e dispongono di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi; d) assicurano la parità di trattamento nei confronti di tutti i partecipanti a uno stesso Oicr gestito...; e) provvedono, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge”³⁹.

È sempre nella suddetta prospettiva che deve inquadrarsi, poi, il comma 2 *novies* di recente inserito nell'art. 6 TUF⁴⁰, secondo il quale “... i soci e gli amministratori dei soggetti abilitati, fermi restando gli obblighi previsti dall'articolo 2391, primo comma, del codice civile, si astengono dalle deliberazioni in cui abbiano un interesse in conflitto, per conto proprio o di terzi”.

Dalla richiamata disciplina speciale potrebbe inferirsi che le regole di condotta in questione altro non sono che una riproduzione dei principi già cristallizzati dal legislatore in via generale in materia di obbligazioni e contratti. Ma all'interprete accorto non sfuggirà di certo che le disposizioni in esame esibiscono una portata innovativa laddove i tradizionali standard di condotta si arricchiscono qui di nuovi contenuti in relazione alle

³⁸ La disciplina delle regole di comportamento cui deve attenersi la Sgr e del diritto di voto era dapprima contenuta nell'art. 40 TUF. Successivamente, il d. lgs. n. 44/2014 ha inserito all'interno del TUF la sezione III “Disposizioni comuni e deroghe” che detta talune disposizioni comuni alle Sgr, Sicav e Sicaf, poi successivamente modificata ad opera del d.lgs. n. 66/2015.

³⁹ I medesimi principi vengono richiamati agli artt. 45 e ss. del Regolamento congiunto, nonché sul piano comunitario, agli artt. 14 bis e 14 ter della Direttiva c.d. UCTIS (2009/65/UE).

⁴⁰ L'art. 6 TUF è stato modificato per effetto dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 72/2015.

peculiarità strutturali del mercato del risparmio ed alla duplice finalità (di tutela degli investitori e tutela del mercato) che il legislatore intende perseguire. E così, la “diligenza” cui si fa riferimento non sarà la mera diligenza del buon padre di famiglia di cui all’art. 1176 c.c.; allo stesso modo, la “correttezza” richiesta non sarà quella generalmente esigibile nell’adempimento delle obbligazioni ai sensi dell’art. 1175 c.c. In altri termini, la natura professionale dell’attività esercitata dalla Sgr esige la prestazione di condotte altamente qualificate, sicché la diligenza e correttezza richiesta dovrà essere necessariamente di grado superiore rispetto quello esigibile da un qualsiasi altro debitore. A conferma, è previsto che le Sgr operino secondo il principio di “*best execution*” nell’adozione di tutte le misure necessarie ed utili a conseguire il “miglior risultato possibile” nell’interesse dei clienti.

L’obbligo di agire diligentemente, poi, richiede che il gestore instauri un flusso comunicativo diretto e costante con gli investitori al fine di acquisire informazioni affidabili ed aggiornate che gli consentano di monitorare - lungo tutta la durata del rapporto contrattuale - la conformità e coerenza delle scelte dei risparmiatori rispetto agli obiettivi ed alle strategie di investimento dell’Oicr gestito⁴¹. Ecco come la diligenza si connette qui e si fonde con la trasparenza nell’intento di contrastare quella naturale asimmetria informativa tra il gestore ed il risparmiatore che connota il mercato finanziario: la trasparenza acquista, insomma, una nuova valenza precettiva e si veste di inediti contenuti in funzione di integrazione ed ampliamento degli stessi obblighi informativi. L’intermediario è chiamato, in particolare, a fornire al cliente - nella fase dell’instaurazione del rapporto contrattuale – tutte le informazioni utili ad orientare il singolo risparmiatore nelle scelte di investimento. Ci si sta muovendo, quindi, verso una positiva costruzione di un rapporto intermediario-investitore che se, da un lato, pone specifici obblighi informativi in capo al gestore, dall’altro, vuole risparmiatori sempre più consapevoli ed attivi nella determinazione di scelte di investimento conformi ai propri bisogni finanziari, in ragione della diversificazione dell’offerta finanziaria (con prodotti,

⁴¹ L’intermediario è chiamato, in particolare, a fornire al cliente - nella fase dell’instaurazione del rapporto contrattuale – tutte le informazioni utili ad orientare il singolo risparmiatore nelle scelte di investimento. F. SIGNORELLI, *La gestione individuale e collettiva del risparmio. Gli intermediari finanziari non bancari*, in Manuale del mercato mobiliare (a cura di F. Iudica), Torino, 2012, p. 165 ss.; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta*, in Diritto del mercato finanziario. Saggi, (a cura di R. LENER), Torino, 2011, p. 119.

oggi, sempre più complessi) e della vocazione internazionale dei mercati. È una sfida per i risparmiatori, che devono elevare il proprio livello di cultura finanziaria, ed è una sfida per le Autorità di vigilanza, chiamate ad affiancare ai tradizionali compiti di controllo efficaci strumenti di comunicazione con i cittadini⁴².

Da ultimo, merita di essere segnalato tra gli elementi di novità del sistema il principio del “*fair treatment*”: con una clausola di chiusura del sistema il novellato art. 21 TUF introduce l’ “equo trattamento” quale regola di azione degli intermediari, che, adeguatamente contestualizzato, non può che leggersi nel senso di una suprema affermazione della prevalenza dell’interesse degli investitori e del mercato su quello personalistico della Sgr nella risoluzione di situazioni di conflitto. E ciò ad ulteriore conferma che, nel settore di cui trattasi, la finalità di tutela del singolo si fonde e si integra con la più generale esigenza di salvaguardia della stabilità e dell’integrità del mercato finanziario, nella consapevolezza che la violazione delle norme di comportamento nelle relazioni con i singoli è in grado di innescare una reazione a catena in cui l’epilogo finale è la compromissione dell’affidabilità del mercato.

L’analisi testé condotta consente di svolgere talune riflessioni conclusive.

Se nel settore del risparmio gestito il fine ultimo è l’incremento di valore dell’investimento iniziale dei risparmiatori, la dimensione della gestione del rischio di conflitti di interesse diviene parte integrante della stessa attività gestoria: quanto più si riducono i profili di rischio, tanto più è probabile che l’attività di investimento registri un risultato utile a beneficio dei risparmiatori.

Rispetto al settore del risparmio gestito e ai delicati interessi sottesi, gli strumenti di prevenzione e contrasto alle situazioni di conflittualità si rilevano, tuttavia, insufficienti: la prassi operativa registra, infatti, non pochi episodi in cui gli obblighi comunicativi vengono disattesi o si traducono in un flusso di dichiarazioni articolato e complesso, sterile dal punto di vista della tutela del cliente. Si ha cioè l’impressione che si possa e si debba fare di più e, in questo senso, può essere utile focalizzarsi quanto più

⁴² In questo senso numerose sono le iniziative di “educazione finanziaria” promosse dalle Autorità di vigilanza con l’obiettivo di presentare la disciplina dei mercati finanziari e le relative novelle con un linguaggio immediato e diretto, soffermandosi, in particolare, sulle tutele previste per i risparmiatori e sugli obblighi imposti agli intermediari finanziari. Si veda, ad esempio, *I servizi di investimento. Cosa sono e quali tutele sono previste per i risparmiatori*, ottobre 2012, Consob, Divisione Tutela del Consumatore.

possibile sulle tipologie di clientela nel tentativo di individuare, per ciascuna di esse, i conflitti tipici da standardizzare e, quindi, gestire a monte.

6. L'oggetto dell'attività gestoria: gli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr)

La regolazione del fenomeno dell'investimento alternativo si è realizzata, in prevalenza, per mezzo della capillare disciplina dettata a proposito dei soggetti attivi della gestione collettiva del risparmio; diversamente, il piano dell'oggetto dell'attività di gestione e, quindi, del fondo comune di investimento - ai fini che qui interessano - (al di là di ogni disquisizione teorica in ordine alla natura giuridica degli Oicr su cui si ritornerà nel prosieguo) non è stato oggetto di efficiente esplorazione da parte del legislatore, dato che molteplici sono i focolai di dubbi e perplessità che alimentano i salotti dottrinali.

Un primo problema attiene al piano sistematico: il giurista che investiga sui fondi comuni di investimento è destinato a scontrarsi con un quadro delle fonti complesso che si articola, com'è noto, tra regolamenti e direttive europee, norme nazionali di recepimento e norme nazionali scevre di radice comunitaria.

L'attuale impianto normativo nazionale, poi, è caratterizzato da un'ampia delegificazione della materia: la disciplina delle diverse tipologie dei fondi è stata demandata dal legislatore ad un regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze – sentite la Banca d'Italia e la Consob – al quale spetta il compito di determinare i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento (art. 39, comma 1, TUF)⁴³.

⁴³ Così dispone l'art. 39 TUF che qui si riporta integralmente per comodità espositiva: "... Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, determina i criteri generali cui devono uniformarsi gli Oicr italiani con riguardo: a) all'oggetto dell'investimento; b) alle categorie di investitori cui è destinata l'offerta delle quote o azioni; c) alla forma aperta o chiusa e alle modalità di partecipazione, con particolare riferimento alla frequenza di emissione e rimborso delle quote, all'eventuale ammontare minimo delle sottoscrizioni e alle procedure da seguire; d) all'eventuale durata minima e massima; e) alle condizioni e alle modalità con le quali devono essere effettuati gli acquisti o i conferimenti dei beni, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo. Il regolamento previsto dal comma 1 stabilisce inoltre: a) le categorie di investitori non professionali nei cui confronti è possibile commercializzare quote di FIA italiani riservati, secondo le modalità previste dall'articolo; b) le scritture contabili, il rendiconto e i prospetti periodici che le società di gestione del risparmio redigono, in aggiunta a quanto prescritto per le imprese commerciali, nonché gli obblighi di

Insomma, un tessuto normativo frastagliato che, senza troppe difficoltà, spesso incappa in qualche disallineamento e deficit di funzionalità.

Se così è, una ricostruzione dello scenario di partenza e dell'assetto definitorio che guardi, al contempo, ad entrambi i livelli normativi (sovranazionale e nazionale) pare - più che opportuno, a dire il vero - un vero e proprio passaggio obbligato nell'indagine in corso. Occorre qui soggiungere che il recepimento della direttiva c.d. "AIFMD" (n. 2011/61/UE) ha giocato un ruolo significativo nella revisione del complesso delle definizioni, mostrando uno sforzo di razionalizzazione del sistema che, ancorché non del tutto compiuto, può ritenersi apprezzabile in direzione di una più chiara descrizione delle fattispecie rilevanti nel settore in esame⁴⁴.

Ciò che sicuramente non è mutata è l'articolazione del sistema in un insieme di "scatole cinesi", un coacervo di categorie e sottocategorie nel quale il punto da cui occorre prendere le mosse è senz'altro l'Organismo di investimento collettivo del risparmio (Oicr).

Il TUF, alla lett. k) dell'art. 1, ne fornisce una definizione che è qui il caso di richiamare nuovamente per organicità espositiva: "... sono organismi istituiti per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da

pubblicità del rendiconto e dei prospetti periodici; c) le ipotesi nelle quali la società di gestione del risparmio deve chiedere l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato delle quote dei fondi; d) i requisiti e i compensi degli esperti indipendenti indicati nell'articolo 6, comma 1, lettera c), numero 5)".

⁴⁴La direttiva c.d. AIFMD è stata recepita nel nostro ordinamento per mezzo del d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, oltre ben otto mesi dopo la scadenza del termine stabilito dal legislatore comunitario per il recepimento (22 luglio 2013), quando la maggior parte degli altri stati membri aveva già provveduto ad emanare le disposizioni attuative (per un quadro sintetico sullo stato di recepimento della Direttiva negli altri paesi europei cfr. *AIFMD: the road to implementation*, a cura di Ernst&Young e AIMA (Alternative Investment Management Association), 2013. Va osservato, inoltre, che, per via del consueto ricorso allo strumento della delegificazione (che demanda alla regolazione di rango secondario il recepimento di interi ambiti della disciplina comunitaria in questione), la maggior parte delle modificazioni introdotte al TUF con il d.lg. n. 44/2014 è divenuta efficace solo nel momento in cui sono divenute efficaci le disposizioni di attuazione emanate dalle competenti autorità amministrative: ciò è avvenuto il 3 aprile 2015, quando è entrato in vigore il decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 5 marzo 2015, n. 30 in materia di struttura degli Oicr (la Banca d'Italia e la Consob avevano nel frattempo completato, in data 21 gennaio 2015, l'emanazione della disciplina regolamentare di loro competenza). I ritardi nel processo di attuazione della Direttiva hanno comportato svantaggi notevoli per gli operatori del risparmio gestito italiani e forti complessità per l'operatività in Italia dei gestori stranieri.

consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata”.

Se ne inferisce, dunque, che oggi gli Oicr vadano individuati in funzione, non tanto della forma giuridica (come accadeva in passato), bensì di quegli elementi caratterizzanti il patrimonio dell'Oicr stesso e, ovvero, (i) le modalità di raccolta dei capitali e (ii) la tipologia di attività di investimento del patrimonio raccolto.

Prendendo le mosse dal primo profilo, il dato normativo prevede che il patrimonio di un Oicr sia raccolto presso una pluralità di investitori mediante l'emissione di quote o azioni⁴⁵, dove per “raccolta” deve intendersi l'attività di chi, promuovendosi come gestore dell'altrui investimento, propone ai risparmiatori terzi l'acquisto di un prodotto finanziario⁴⁶.

Quanto al secondo aspetto, l'analisi della regolamentazione normativa e degli approfondimenti dottrinari restituisce il quadro di un'attività di investimento che si connota in funzione degli atti gestori dell'intermediario e delle finalità perseguite. In buona sostanza, l'attività di investimento si sostanzia in atti di acquisto e di alienazione di beni - secondo strategie di investimento caratterizzate da un'attitudine al frazionamento del rischio - funzionalmente coordinati alla valorizzazione dell'investimento dei

⁴⁵ Sul punto, la principale innovazione rispetto al passato riguarda l'eliminazione di ogni riferimento al “pubblico” presso il quale la raccolta avviene. Prima del d.lg. n. 44/2014, la destinazione al pubblico dell'attività di gestione era, infatti, di ambiguo inquadramento, e v'era il rischio di non identificare correttamente i confini dell'attività raccolta. La novella, invece, opera secondo un diverso criterio: ai fini dell'applicazione della disciplina del TUF è irrilevante il livello di professionalità dell'investitore e ciò in quanto la disciplina in discorso non è soltanto mirata alla protezione di risparmiatori non avveduti, quanto, prima ancora, alla regolamentazione dei rischi che l'attività di gestione collettiva, al pari di altre forme di intermediazione finanziaria, genera per l'intero sistema e, in particolare, per i mercati sui quali i gestori indirizzano i propri investimenti. È evidente, in quest'ottica, che un fondo di investimento *hedge*, ancorché riservato alla partecipazione di soli investitori professionali, sia portatore di effetti “destabilizzanti” per il mercato potenzialmente maggiori di un fondo armonizzato con gestione ancorata a un *benchmark* di mercato e destinato al pubblico *retail*. Ciò giustifica l'abbandono, nella materia in esame, delle categorie soggettive utilizzate in tema di offerta al pubblico (e basate unicamente su criteri di protezione dei potenziali investitori) e il ricorso a criteri più stringenti per l'identificazione dell'attività di raccolta. G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in Riv. delle Soc., fasc.02-03, 2015, 387.

⁴⁶ È il testo stesso della direttiva a configurare, in modo più marcato rispetto alla disciplina italiana di recepimento, la raccolta come vera e propria attività: un fondo di investimento alternativo (FIA) è identificato in funzione del fatto che l'organismo raccolga capitali (*raising capital*) da una pluralità di investitori (art. 4, par. 1(a)(1): si noti l'uso della forma attiva del verbo).

risparmiatori e, quindi, alla generazione di un rendimento, in un'ottica esclusivamente finanziaria che prescinde dalle logiche dell'attività di impresa⁴⁷.

La scelta del legislatore comunitario di disciplinare gli Oicr sotto il profilo oggettivo, in funzione dell'attività in cui si concretizzano ed astraendoli dalla propria veste giuridica, si spiega in forza dell'esigenza (i) per un verso, di ampliare le forme di esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio cosicché la "riserva di attività" copra tutte le forme di gestione di patrimoni che, indipendentemente dalle finalità concrete per cui sono state istituite e comunque organizzate, presentano la natura di un organismo di investimento collettivo e (ii) per l'altro, di assicurare l'efficacia della disciplina e l'effettività dell'armonizzazione a fronte di una molteplicità di forme di Oicr esistenti nei diversi Stati membri. E ciò, del tutto coerentemente con la scelta di vertice di regolamentare l'attività dei gestori indipendentemente dalla forma giuridica in cui si svolge.

Sul piano morfologico, gli Oicr si articolano in Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM italiani e UE) e Fondi di investimento alternativi (FIA italiani, UE e non-UE); quest'ultimi, a loro volta, comprendenti i fondi comuni di investimento, i fondi per il *venture capital* e per l'imprenditoria sociale.

Ai fini che qui interessano, dunque, può affermarsi che i fondi comuni di investimento sono organismi di investimento collettivo del risparmio, appartenenti alla *species* dei FIA; l'indagine deve allora indirizzarsi su cosa debba intendersi, in termini concreti, per FIA e quale sia la loro caratterizzazione rispetto agli OICVM, parimenti *species* di Oicr.

Ebbene, il legislatore definisce i FIA per sottrazione, sicché sono FIA quegli Oicr che non sono annoverabili tra gli OICVM. Sin qui, *nulla* quaestio; l'impianto normativo appare *prima facie* coerente e funzionale con l'obiettivo di disciplinare il mercato dei prodotti di investimento collettivo secondo la standardizzazione delle caratteristiche rilevanti delle modalità di raccolta dei capitali e delle attività di investimento, nel senso

⁴⁷ In argomento vedi, *ex multis*, F. CHIAPPETTA, *Holdings e disciplina della prevenzione dell'utilizzazione del sistema finanziario a scopo di riciclaggio*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1996, I, part. 96 ss.; F. MAZZINI, *Le società di partecipazione e le società holding*, in V. Santoro (a cura di), *Le società finanziarie*, Milano, 2000, 473 ss.; L. CRISCUOLO, *Gli intermediari finanziari non bancari. Attività, regole e controlli*, Bari, 2003, 144 s.; V. TROIANO, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in F. Capriglione (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, 592 ss.

che un eventuale prodotto carente di uno dei requisiti richiesti rimarrebbe ragionevolmente estraneo al mercato. Senonché, un problema v'è nella misura in cui il legislatore nazionale non si occupa direttamente della specificazione dei contenuti degli OICVM limitandosi ad operare, invero, un rinvio puro alla regolamentazione europea e, quindi, alla direttiva c.d. "UCTIS IV" (n. 2009/65/CE).

Occorre allora muoversi sul piano delle fonti europee. Dall'impianto della direttiva emerge, all'evidenza, la caratterizzazione della categoria per il ristretto ambito delle attività finanziarie in cui il risparmio raccolto può essere investito, in conformità a parametri di liquidità, agevole determinazione del valore delle quote di partecipazione e contenimento dei rischi, in dipendenza della natura "aperta" degli OICVM che attribuiscono agli investitori un diritto di disinvestimento esercitabile in ogni momento e solo eccezionalmente comprimibile dal gestore.

In buona sostanza, nel sistema delineato dalla direttiva comunitaria la nozione di OICVM viene costruita sull'individuazione degli investimenti ammissibili e sul principio della ripartizione del rischio⁴⁸, ma rimane, per molti aspetti, opaca tanto da non consentire

⁴⁸ L'art. 1 della direttiva 2009/65/CE deve essere integrato - con riferimento al contenuto dei requisiti che consentono di individuare gli OICVM - con gli articoli 50, quanto all'oggetto degli investimenti, e 52, quanto alle misure di ripartizione del rischio. In particolare, Quanto al primo requisito, la norma definitoria si incrocia con quella (apparentemente) precettiva contenuta nell'art. 50. Quest'ultima impone una rigorosa perimetrazione del novero dei beni in cui i capitali possono essere investiti, grosso modo coincidenti con valori mobiliari e strumenti del mercato finanziario quotati (la rosa dei beni-target è in realtà molto più variegata, ma ai nostri fini ci si può fermare qui). Si tratta appunto di una disposizione dalla funzione apparentemente delimitativa ed escludente: il testo italiano è, in prima battuta ("gli investimenti di un OICVM devono comprendere uno o più dei seguenti beni"), meno felice di altre versioni, per le quali è chiaro che gli investimenti non possono comprendere che uno o più di tali beni (nella versione francese "*les placements... sont constitués uniquement...*" dai medesimi, in quella inglese "*shall comprise only*" gli stessi), ma il dubbio è fugato dal successivo secondo comma, il quale mette fuori gioco, salvo che per il 10% del patrimonio del fondo, ogni altra tipologia di valore mobiliare o bene. Non sono queste tuttavia, proprio per la loro funzione precettiva e non definitoria, le disposizioni che permettono di chiarire se tutti i fondi che intendano programmaticamente acquisire valori mobiliari quotati debbano concentrare (quasi interamente) le proprie risorse su questo genere di investimenti, o se siano leciti fondi i cui capitali vengano destinati solo in parte ad essi. La norma definitoria, peraltro, è perentoria in proposito nel puntualizzare che la direttiva concerne gli organismi il cui oggetto "esclusivo" è l'investimento in valori mobiliari quotati: i fondi ibridi dunque rimangono (non irregolari rispetto ad essa, ma semplicemente) fuori dalla sua area di applicazione. Conseguentemente, l'art. 50 non ha carattere preclusivo, ma, contrariamente alle apparenze, concessivo o, se si vuole, interpretativo del concetto di esclusività (per l'apertura permessa dal citato comma secondo, rispetto all'esclusività dell'oggetto). Più complessa la lettura del secondo requisito, quello della ripartizione del rischio.

Oltre il dato generico l'art. 1 non va. Sono invece gli artt. 52 ss. a declinare in termini percentuali tale principio, suscitando peraltro l'interrogativo se essi concorrano all'individuazione della fattispecie o se, definita questa altrove, essi fissino imperativamente la conformazione che ogni fondo deve assumere. La formula verbale impiegata ("Un OICVM investe...": art. 52) non aiuta (del medesimo tenore è pure il testo di lingua tedesca), ma d'altra parte non chiudono la questione neppure le versioni che ricorrono a espressioni

un'esatta perimetrazione del fenomeno regolato. Non è chiaro, infatti, se siano da ricondurre alla categoria soltanto i fondi che investano, per l'intero, il patrimonio raccolto presso i risparmiatori in valori mobiliari quotati (qui generalizzando per comodità espositiva i beni *target* in cui si sostanziano gli investimenti ammessi) o se, piuttosto, siano leciti (e, quindi, appartenenti sì alla categoria ma *contra legem*) quei fondi che vi destinino solo parte del patrimonio. E la questione si ripropone negli stessi identici termini con riferimento al secondo dei requisiti menzionati, quello della "ripartizione del rischio": un fondo che si tiri su misure di ripartizione del rischio diverse da quelle fissate dalla direttiva è comunque un OICVM ma illecito oppure è da collocare al di fuori dell'area degli OICVM armonizzati?

In realtà - e quanto segue trova conferma anche nel 10° considerando della direttiva 2011/61/UE - l'impianto della direttiva UCTIS IV si allinea alla scelta del legislatore europeo - cui prima s'è accennato - di armonizzare non i prodotti quanto i gestori (sotto il profilo dell'attività), lasciando invece al livello nazionale la regolamentazione dei primi. Le criticità rilevate attengono, allora, al piano della tecnica normativa utilizzata dal legislatore interno che, nel definire i FIA per sottrazione, avrebbe dovuto quanto meno sincerarsi della sussistenza di una puntuale perimetrazione dell'ambito degli OICVM sul piano della normativa europea.

Ad ogni modo, il problema sembra sfumare se ci si sposta sul piano della regolamentazione interna di rango secondario. La Banca d'Italia, infatti, è intervenuta di recente nel dettare una capillare disciplina dei FIA⁴⁹, atteso che, com'è noto, le norme del

impositive ("*shall invest*", "*ne peut investir*"). Vedi M. CIAN, *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in Banca, Borsa, Titoli di credito, fasc. 3, giugno 2017, pag. 293 e ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, 197 ss., part. 214 ss.

⁴⁹ Si fa riferimento al c.d. Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emesso da Banca d'Italia con provvedimento del 19 gennaio 2015, peraltro di recente modificato con provvedimento del 23 dicembre 2016 per ragioni di organicità e sistematicità a seguito delle modifiche apportate al TUF (i) dal d.lgs. n. 71/2016 che ha recepito nel nostro ordinamento la direttiva 2014/91/UE, in materia di funzioni del depositario, politiche retributive e sanzioni degli OICVM, e (ii) dal d.l. n. 18/2016 (convertito con la l. n. 49/2016), recante disposizioni in materia di gestione collettiva del risparmio per favorire il credito alle imprese. Il Provvedimento tiene altresì conto delle disposizioni contenute nel regolamento delegato (UE) del 17 dicembre 2015, n. 438/2016 (il "Regolamento UCITS"), che integra la direttiva 2009/65/UE per quanto riguarda gli obblighi dei depositari.

Volendo sintetizzare le modifiche più rilevanti, in particolare, (i) con riguardo al contenuto minimo del regolamento di gestione dei FIA immobiliari, è stato specificato che le Sgr dovranno calcolare la leva finanziaria dei fondi secondo il metodo degli impegni, ai sensi di quanto previsto nell'art. 8 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013; (ii) è stata integrata la disciplina relativa al compenso della Sgr indicato nel regolamento di gestione, che dovrà essere composto, oltre che dalla provvigione di gestione,

TUF dettano principi di carattere generale a valere per tutti i FIA lasciando la disciplina di dettaglio alle Autorità di settore che, meglio del legislatore, posseggono quella conoscenza tecnica necessaria a tracciare una regolamentazione puntuale, capace di cogliere nel segno le esigenze del mercato e conseguentemente attuare una più pregnante tutela degli interessi rilevanti.

Nonostante il nucleo di connotati comuni a tutti i FIA, l'analisi della disciplina normativa ne consente una classificazione sulla scorta della periodicità della liquidazione dell'investimento, piuttosto che dell'oggetto dell'investimento o, ancora, della tipologia del sottoscrittore. Si premette che di qui in avanti l'indagine rimarrà circoscritta ai fondi comuni di investimento coerentemente con le finalità del presente lavoro.

Distinguiamo, anzitutto, i fondi aperti da quelli chiusi, a seconda che gli investitori possano sottoscrivere e/o chiedere il rimborso delle quote in via continuativa nel corso della vita del fondo o, invece, la liquidazione dell'investimento sia consentita soltanto a scadenze prestabilite, coincidenti con la scadenza del termine di durata del fondo, salvo che il regolamento contempli la possibilità di un rimborso anticipato. Il diverso atteggiarsi del diritto alla liquidazione della quota non può che avere ricadute, inevitabilmente, in termini di definizione della politica di investimento del fondo, condizionando la scelta dei beni sui quali il patrimonio può essere allocato. La costante esposizione alle istanze di liquidazione da parte dei partecipanti impone, infatti, l'investimento del patrimonio dei fondi aperti in strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato e in depositi bancari di denaro nonché (nel limite del venti per cento) in strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato; diversamente, la maggiore stabilità che connota il fondo chiuso - rimanendo in tali ipotesi l'apporto vincolato al patrimonio del fondo - consente investimenti non agevolmente liquidabili.

anche dal costo sostenuto per il calcolo del valore della quota (cd. NAV), sia nel caso in cui sia svolto dall'Sgr sia nel caso in cui sia esternalizzato a terzi; (iii) nell'ambito dei criteri e modalità di valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio del fondo, è stata introdotta la previsione secondo cui la Sgr potrà delegare l'incarico al depositario di un OICR a condizione che il depositario, oltre ad offrire adeguate garanzie professionali per esercitare in modo efficace la funzione di valutazione, abbia separata, sotto il profilo funzionale e gerarchico, lo svolgimento delle funzioni di depositario dai compiti di valutazione dei beni del fondo e i potenziali conflitti di interessi siano stati opportunamente individuati, gestiti, monitorati e comunicati agli investitori; (iv) è stato specificato che le procedure per la scelta del depositario di OICVM, le condizioni per assicurare l'indipendenza di quest'ultimo, nonché le modalità per evitare i conflitti di interesse tra gestore e depositario saranno disciplinati al Capo 4 del Regolamento UCITS (tale disciplina si applica anche al depositario di FIA) e che il contenuto del contratto di nomina del depositario sarà disciplinato, per gli OICVM, dall'art. 2 del Regolamento UCITS.

I fondi sia aperti sia chiusi, poi, possono essere riservati o non riservati a seconda della tipologia del sottoscrittore: i FIA riservati sono rivolti ai soli investitori professionali, mentre i FIA non riservati sono sottoscrivibili dalla generalità della clientela *retail*⁵⁰.

Parimenti, possono essere sia aperti sia chiusi i “fondi garantiti” (introdotti dal d.m. 31 gennaio 2003, n. 47) che garantiscono la restituzione del capitale investito ovvero il riconoscimento di un rendimento minimo. La garanzia della restituzione o del suddetto rendimento deve essere prestata da un soggetto terzo sottoposto alla vigilanza prudenziale.

Invece, possono essere costituiti soltanto in forma chiusa i fondi immobiliari che si distinguono sotto il profilo della tipologia dell’investimento dai fondi mobiliari: in quest’ultimo caso l’oggetto dell’investimento consiste in valori mobili quotati e altri strumenti del mercato monetario quotato, laddove, nei fondi immobiliari, il patrimonio può essere investito in via esclusiva in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari⁵¹.

7. L’istituzione del fondo comune di investimento: il Regolamento del Fondo tra “statuto” e “contratto”

Sotto il profilo della genesi, l’esistenza giuridica dei fondi di investimento è legata alla previa delibera ad opera della società di gestione di un *Regolamento* che ne definisca nel dettaglio l’organizzazione e le modalità di funzionamento; l’operatività dei fondi è effetto che consegue poi all’approvazione del Regolamento rilasciata dalla Banca di Italia.

In realtà, la portata del Regolamento va ben oltre la richiamata “funzione istitutiva ed organizzativa” del fondo, sicché, nell’ottica di individuare ed estrapolare dalla

⁵⁰ La destinazione del fondo a investitori professionali fa sì che nel Regolamento possano essere fissati limiti agli investimenti diversi da quelli stabiliti, in via generale, dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio emanate dalla Banca d’Italia consentendo, per tale via, una gestione meno cautelativa rispetto ai fondi accessibili alla generalità degli investitori

⁵¹ Infine, con il recepimento della direttiva c.d. AIFM, la categoria dei “fondi speculativi” (modellati sugli *hedge funds* esteri e già sottratti alla classificazione generale in fondi aperti e chiusi è stata soppressa a favore della nuova dizione di “fondi alternativi”.

disciplina normativa del fenomeno gestorio i profili caratterizzati la gestione collettiva del risparmio, un *focus* sul Regolamento appare tanto necessario quanto obbligato, a partire dall'esame della sua natura giuridica.

Ricostruire la natura giuridica del Regolamento è essa stessa operazione complessa che richiede al teorico del diritto di approcciarsi criticamente al testo normativo e, ancor prima, di abbandonare le tradizionali categorie giuridiche, dovendosi confrontare con un atto giuridicamente complesso che non si presta ad essere incasellato nell'uno piuttosto che nell'altro schema concettuale. Diversamente, il giurista che qui si ostinasse a perpetrare un'impavida difesa del proprio dogmatismo andrebbe inevitabilmente incontro al fallimento. Ed infatti, le tradizionali teorie dogmatiche in argomento – che hanno tentato di risolvere la vicenda attribuendo al Regolamento del fondo ora una natura puramente contrattuale⁵² (nell'ottica di una relazione obbligatoria bilaterale tra la Sgr ed i singoli partecipanti), ora una natura esclusivamente organizzativa⁵³ (quale atto vocato alla disciplina della modalità di operatività del fondo) - si rivelano irrimediabilmente riduttive ed inidonee a coglierne la reale essenza.

Ora, non v'è dubbio che nel sistema vigente (e l'analisi del dato positivo che segue ne darà atto) il Regolamento si configura come atto a conformazione eteronoma e momento istitutivo del fondo di investimento, di cui vale a costituire lo “statuto” disciplinante in modo capillare le relative modalità di funzionamento. In quest'ottica, plurime sono le disposizioni che assegnano al Regolamento una valenza anzitutto organizzativa, nella prospettiva di garantire una corretta funzionalizzazione dell'attività gestoria alla cura dell'interesse dei partecipanti. Deve aversi riguardo, intanto, all'art. 37 TUF ed al Titolo V, Capitolo I, Sez. I e II, del Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, a mente dei quali, il Regolamento definisce l'oggetto del fondo ed i suoi meccanismi di funzionamento e, nell'ambito di questi, opera una allocazione delle funzioni di gestione e di controllo in capo, rispettivamente, alla Sgr ed alla Banca depositaria⁵⁴.

⁵² M. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, 195; R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in Trattato di diritto commerciale, Padova, 2004.

⁵³ B. LIBONATI, *Valenza organizzativa del regolamento*, in B. Libonati, *Scritti giuridici*, vol. II, Giuffrè, 2013; L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni d'investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, fasc.5, 2016, pag. 1115.

⁵⁴ Uno sguardo al dato normativo è d'obbligo. Rilevano, anzitutto, le previsioni dell'art. 37 TUF che, al comma 1, stabilisce che “... *Il regolamento di ciascun fondo comune di investimento definisce le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento, indica il gestore e il depositario, definisce la ripartizione dei compiti tra tali soggetti, regola i rapporti intercorrenti tra tali soggetti e i partecipanti al fondo*”.

In questo senso devono leggersi, altresì, le regole in tema di approvazione del Regolamento. La vicenda dell'approvazione è delineata, infatti, dal legislatore in termini di un vero e proprio *iter* procedimentale (rispetto al quale gli investitori rimangono estranei) scandito dai due momenti cruciali (i) della predisposizione del testo regolamentare ad opera dell'organo amministrativo della Sgr, nel rispetto degli standard di chiarezza, coerenza, sintesi e completezza, nonché delle indicazioni fornite dal legislatore, e (ii) della definitiva approvazione da parte della Banca d'Italia - a meno che non si tratti di fondi riservati, si intende - previa verifica della conformità dell'atto alle prescrizioni normative nonché della sua completezza e rispondenza ai criteri generali.

In buona sostanza, il Regolamento assume anzitutto natura *latu sensu* "statutaria" nella misura in cui delinea la struttura del fondo e ne detta i criteri di funzionamento. Tuttavia, non può sfuggire – ed è lo stesso dato normativo a darne evidenza – come il Regolamento rifletta altresì un'intrinseca natura contrattuale in quanto fonte, al contempo, delle fattispecie relazionali che legano gli investitori, per un verso, alla Sgr e, per l'altro, al fondo, di cui detta una disciplina di tipo generale.

Conferma di quanto si è appena detto può trarsi dalla normativa secondaria che, a chiari termini, riconosce al Regolamento del fondo la funzione di consentire all'investitore "*la piena ed agevole comprensione*" non solo "*delle caratteristiche del fondo*" ma anche "*delle condizioni contrattuali*" (cfr. Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V, capitolo I, sez. I, 3).

Non solo, il successivo comma 2 definisce l'oggetto del Regolamento (denominazione e durata, modalità di partecipazione al fondo, termini e modalità di emissione ed estinzione dei certificati e della sottoscrizione e del rimborso delle quote nonché le modalità di liquidazione del fondo; organi competenti a scegliere gli investimenti e criteri di ripartizione degli stessi; tipo di beni/strumenti finanziari/altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo; criteri di determinazione dei proventi e dei risultati di gestione; criteri di ripartizione delle spese tra Sgr e fondo; misura o criteri di determinazione delle provvigioni della Sgr e degli oneri a carico dei partecipanti; modalità di pubblicità del valore delle quote; se il fondo è un *feeder*). Da ultimo, il comma 3 dell'art. 37 TUF per i soli fondi chiusi diversi dai FIA riservati statuisce che "... *il Regolamento prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore*". Le specialità del regime dei fondi chiusi non riservati si spiega considerando che, rispetto a tale tipologia di fondo, i risparmiatori non hanno la possibilità di liquidare il proprio investimento in qualsivoglia momento ma rimangono vincolati al rispetto delle scadenze indicate nel Regolamento. In tale contesto, il momento assembleare costituisce un meccanismo di adeguato bilanciamento degli interessi che consente di ovviare, in qualche misura, alla rigidità strutturale del fondo chiuso. Il Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, poi, al Titolo V, specifica che il Regolamento di ciascun fondo debba essere suddiviso in tre parti: (i) la parte A è relativa alla scheda identificativa del fondo; (ii) la parte B contiene le caratteristiche del prodotto offerto e (iii) la parte C disciplina le modalità di funzionamento del fondo.

Il che equivale a dire che il Regolamento del fondo rappresenta (altresi) l'insieme delle *condizioni contrattuali* che governano i rapporti rilevanti. Ed infatti, solo a seguito dell'approvazione del Regolamento ad opera dell'Autorità di vigilanza il fondo può dirsi istituito ed operativo e la Sgr è legittimata all'avvio delle operazioni di offerta delle quote in sottoscrizione alla pluralità dei potenziali investitori⁵⁵ e, quindi, alla articolazione di fasci di rapporti obbligatori con gli investitori sulla base delle "*condizioni generali*" del Regolamento.

Nell'ottica di valorizzare la dimensione contrattuale del Regolamento, merita osservare che la sottoscrizione delle quote⁵⁶ è momento determinante nell'intera vicenda e destinato ad acquisire una suggestiva valenza giuridica in quanto segna:

- (i) l'instaurazione del rapporto di partecipazione degli investitori al fondo e la loro contestuale "consapevole rinuncia" all'individualità del proprio investimento⁵⁷ mediante la "adesione" al Regolamento (predisposto

⁵⁵ Si fa riferimento al disposto di cui all'art. 36, comma 2, TUF, a detta del quale "... *il rapporto di partecipazione al fondo comune di investimento è disciplinato dal Regolamento del Fondo*", delegando, poi, alla Banca d'Italia il compito di determinare i criteri generali di redazione del regolamento dei fondi diversi dai FIA riservati oltreché il suo contenuto minimo. Il Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 stabilisce, poi, al Titolo V, 4.2, che "... *la partecipazione al fondo comune si realizza tramite sottoscrizione delle quote del fondo ovvero acquisto a qualsiasi titolo del certificato rappresentativo delle stesse*".

⁵⁶ Con la sottoscrizione del Regolamento del fondo si instaura tra investitore e Sgr un rapporto contrattuale che sarà oggetto di esame nel prosieguo del presente lavoro. La partecipazione al fondo è incorporata in "quote di partecipazione": esse rientrano nella più generale categoria degli "strumenti finanziari" per espressa previsione normativa. Secondo un'opinione ormai consolidata, le quote sono "veri e propri titoli di credito", in particolare, titoli causali in considerazione del peculiare rapporto che si instaura tra la società e i partecipanti e per i riflessi che il Regolamento e le vicende del fondo possono avere su detto rapporto. Le quote di partecipazione al fondo hanno uguale valore, attribuiscono uguali diritti e sono rappresentate da "certificati" nominativi o al portatore. Il regolamento del fondo può però prevedere che i certificati non siano materialmente emessi e siano sostituiti da un solo "certificato cumulativo", depositato presso una banca e rappresentativo di più quote di pertinenza di una pluralità di sottoscrittori. Questa soluzione permetterebbe di ottenere due vantaggi: (i) il primo consistente in semplificazioni amministrative perché, quand'anche le quote venissero cedute, non dovrebbero essere poste in essere operazioni sui certificati; (ii) il secondo consistente invece nella riduzione dei rischi connessi alla circolazione dei titoli (smarrimento, furto, distruzione ecc.), considerato che il certificato cumulativo resterebbe custodito presso il depositario.

Questo regime, per come congegnato dal legislatore, garantisce in ogni caso a ciascun partecipante il diritto di ottenere l'emissione del certificato "singolo", con conseguente ritorno al normale regime "cartolare". È eventualmente la banca depositaria a dover a ciò provvedere senza oneri, né per il partecipante, né per il fondo, qualora qualcuno ne faccia richiesta. Tale disciplina conferma l'assunto secondo il quale l'emissione di un unico certificato non intacca i diritti e le facoltà dei singoli partecipanti che restano titolari di diritti autonomamente e liberamente esercitabili. Tale situazione, benché innegabilmente molto simile a quella che si determina nel caso di dematerializzazione dei titoli, se ne differenzia perché l'investitore conserva comunque il diritto di richiedere ed ottenere il certificato singolo nonostante l'originaria emissione del solo certificato cumulativo, mentre lo stesso diritto non è garantito a chi ha dei titoli completamente dematerializzati.

⁵⁷ In altri termini, occorre porre un freno alla ricostruzione della figura dell'investitore alla stregua di un soggetto incapace di intendere e di volere e recuperare, piuttosto, la dimensione volitiva del singolo

unilateralmente dalla società di gestione) quale disciplina generale del rapporto, non dissimilmente dalle condizioni generali nei contratti per adesione in valsi nella legislazione comunitaria;

- (ii) l'effetto della disposizione dei capitali al fondo in funzione dello scopo della gestione collettiva (tralasciando, ma solo momentaneamente, la questione della natura giuridica del fondo su cui ci si intratterà più in avanti);
- (iii) manifestazione dell'incarico conferito alla Sgr di gestire discrezionalmente – seppur nel rispetto dei canoni normativi e regolamentari – i “capitali disposti” mediante la relativa acquisizione al “patrimonio del fondo”, a fronte della sua assunzione dell'obbligo per un verso, ad amministrare collettivamente il patrimonio del fondo in conformità al Regolamento ed alla legge, e, per l'altro, a liquidare l'investimento del singolo a richiesta o alla scadenza, a seconda che si tratti di fondo costituito in forma aperta o chiusa.

Tanto chiarito, non sembrano cogliere nel segno quelle argomentazioni che fanno appello ora al contenuto del Regolamento, ora al relativo procedimento di approvazione e modifica per confutarne la natura contrattuale.

In particolare, sotto il primo profilo, la critica ha interessato la natura di “condizioni generali di contratto” riconosciuta al Regolamento⁵⁸, sull'assunto che la conformazione eteronoma del contenuto dell'atto ne precluderebbe una ricostruzione nei termini di “atto predisposto unilateralmente dal gestore”. La debolezza di tale argomento emerge, all'evidenza, alla luce del nuovo assetto normativo che, invero, consente ai gestori di articolare le caratteristiche dei prodotti offerti secondo le strategie perseguite e le richieste del mercato, ed enfatizza il potere del gestore di definire in concreto le politiche di investimento. Per ciò che attiene al secondo profilo di critica, è sufficiente osservare che non sono sconosciuti al sistema fenomeni caratterizzati dall'assegnazione del potere di

risparmiatore, restituendo dignità ed importanza al sacrale momento della scelta di investimento. In quest'ottica, l'aver optato per il servizio di gestione collettiva del risparmio è epifania dell'autodeterminazione del singolo che - pienamente consapevole delle sue peculiari caratteristiche - ne accetta termini e condizioni. In questo senso si spiega, allora la particolare attenzione del legislatore agli standard di condotta cui devono conformarsi le Sgr e in particolare, agli obblighi informativi.

⁵⁸M. TRECCANI, *Il regolamento dei fondi comuni di investimento*, in I contratti per l'impresa. Banca, mercati, società, (a cura di G. GITTI – M. MAUGERI – M. NOTARI), Bologna, 2012, II, p. 260.

predisposizione e modificazione del testo contrattuale ad una sola delle due parti del rapporto⁵⁹, senza che ciò segni il venir meno della natura negoziale dell'atto; il punto di equilibrio del sistema qui si rinviene nella previsione di appositi presidi di garanzia e meccanismi di tutela della parte debole quali, ad esempio, un'esaustiva informativa precontrattuale o la previsione del diritto di recesso. Parimenti, la titolarità del potere di modifica del Regolamento in capo, in via esclusiva, alla società di gestione (che lo esercita mediante un procedimento che non contempla un interessamento degli investitori) non è indice di una intollerabile compromissione dell'autonomia contrattuale del singolo investitore tale da privare il Regolamento della (invero ontologica) natura contrattuale, laddove la modifica unilaterale si accompagni alla predisposizione di "meccanismi di *exit*" che, in ipotesi simili, consentano all'investitore la liquidazione immediata del proprio investimento. Qui, forse, un correttivo del sistema potrebbe consistere nell'introduzione di una previsione di carattere generale che integri il "contenuto minimo obbligatorio" del Regolamento di gestione con il diritto di recesso, ogniqualvolta il gestore modifichi unilateralmente il Regolamento in costanza di rapporto. In ogni caso, merita osservare a chiusura del ragionamento che, per un verso, le peculiari caratteristiche della gestione in monte giustificano il mancato coinvolgimento degli investitori nella fase di negoziazione del contenuto normativo e/o delle modifiche del Regolamento e, per l'altro, a presidio della tutela degli investitori ed in loro vece v'è l'intervento dell'Autorità di vigilanza sul tenore e la portata del contenuto e/o delle modifiche deliberate dalla Sgr.

In definitiva, una corretta lettura della natura giuridica del Regolamento richiede la valorizzazione - e non il sacrificio - delle relative peculiarità strutturali e funzionali; diversamente, ogni tesi che si focalizzasse su uno soltanto dei due aspetti (organizzativo o contrattuale) giungerebbe all'effetto di comprimere ingiustificatamente la portata di un istituto, nella realtà, ben più articolato e complesso. Le osservazioni che precedono consentono dunque di concludere nel senso di una natura giuridica complessa del Regolamento del fondo, in cui le funzioni statutaria e contrattuale trovano in esso un momento di sintesi e non di reciproca esclusione.

⁵⁹ Si pensi, ad esempio, ai contratti conclusi per adesione mediante l'uso di formulari noti al legislatore europeo, rispetto ai quali il consumatore non ha alcun potere di conformazione dei contenuti del regolamento contrattuale né prende parte ai procedimenti di modifica. In queste ipotesi, l'assenza di potere contrattuale del soggetto debole trova un bilanciamento in altri presidi di garanzia e tutela, quali - per citarne alcuni - la nullità di protezione piuttosto che il diritto di recesso.

Del resto, la conclusione - lungi dall'essere inficiata da contraddittorietà - non è nuova al panorama del diritto che, a ben vedere, già conosce l'esistenza di fattispecie nelle quali le due funzioni vengono a coesistere. Si guardi, ad esempio, allo statuto ed all'atto costitutivo in ambito societario: atti a valenza organizzativa l'uno e istitutiva l'altro; eppure, non v'è dubbio oggi che lo statuto rappresenti il cuore del contratto associativo (che segna l'esistenza giuridica della società e del rapporto associativo) rispetto al quale si pone in una relazione non di separazione ma di necessaria integrazione.

8. La gestione collettiva del risparmio: uno sguardo di insieme ai profili caratterizzanti

Quanto argomentato sin'ora consente di svolgere alcune considerazioni di sintesi a proposito dei peculiari connotati della gestione collettiva del risparmio.

Anzitutto, il fenomeno della gestione collettiva del risparmio si presta ad essere indagato da una prospettiva funzionale che si focalizzi sulla prestazione gestoria e sul momento dell'interesse dei partecipanti all'incremento del valore del patrimonio affidato all'altrui gestione. Interesse che, si badi, funzionalizza l'operato della società di gestione e rimane in qualche misura assorbito nell'interesse sociale proprio della Sgr (a sua volta, SpA).

Conferma di ciò ulteriore rispetto a quanto si è già detto si ha guardando alla disciplina di rango secondario e, in particolare, al richiamato Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di Banca d'Italia che si occupa del fenomeno prescindendo da qualsivoglia relazione biunivoca titolare-patrimonio secondo il classico schema dominicale, e si concentra invece sulla gestione collettiva intesa come attività di investimento, funzionalmente destinata alla tutela degli investitori, che si realizza attraverso l'interazione di più soggetti (Sgr, partecipanti, banca depositaria) secondo canoni nuovi e flessibili più aderenti alle istanze del mercato finanziario, quali l'interesse, la destinazione e la responsabilità.

In quest'ottica, ancora, non deve destare stupore la sussistenza di una significativa interferenza sistematica della "fiducia" nella relazione giuridica che la Sgr intrattiene con gli investitori a cagione del servizio di gestione, non dissimilmente da quanto accade nell'ambito del mandato civilistico. Un dato è certo: rispetto al mandato la gestione

collettiva del risparmio si arricchisce di contenuti ulteriori laddove l'alterità dell'interesse gerito si accompagna alla discrezionalità della società di gestione nella determinazione della politica di investimento e nelle strategie da perseguire sulle quali gli investitori non hanno poteri di interferenza, piuttosto che di controllo o, ancora, ispettivi che consentano un monitoraggio delle attività in essere e la valutazione della relativa adeguatezza all'investimento⁶⁰.

È chiaro che la proclamata discrezionalità di azione del gestore risulta fortemente mitigata, per un verso, dalla funzionalizzazione della gestione al raggiungimento dell'obiettivo eterodeterminato di incrementare il valore del patrimonio dell'Oicr gestito, così da realizzare mediamente l'interesse degli investitori e del mercato, e, per l'altro, dagli standard di condotta cui devono conformarsi gli intermediari in costanza di attività. In altri termini, la previsione a monte delle linee essenziali di gestione "standardizza", entro certi limiti, l'operato dell'intermediario, e dunque contribuisce a ridurre i profili di discrezionalità⁶¹. Si tratta, come visto, di meccanismi congegnati dal legislatore allo scopo di prevenire situazioni di conflittualità. Il che induce ad interrogarsi, poi, se ed in

⁶⁰ Unica "eccezione" alla regola testé richiamata si ravvisa rispetto ai fondi costituiti in forma chiusa. In tale ipotesi, infatti, il legislatore ha previsto un momento assembleare come contrappeso alla vincolatività dell'affare cui sottostanno i partecipanti ai fondi chiusi, i quali possono richiedere la liquidazione del proprio investimento solo alle scadenze previste nel Regolamento. Quanto alle competenze dell'assemblea - che ha il potere di adottare deliberazioni con efficacia vincolante nei confronti della Sgr e dei quotisti - il novellato art. 37 TUF, al terzo comma, stabilisce testualmente che "... il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possano riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore".

L'art. 37 TUF rimetta all'autonomia privata la creazione dell'organo assembleare nel caso di fondi riservati, potendo in questo caso il regolamento indifferentemente prevedere o non prevedere la sua istituzione, con l'eventuale conseguente compressione dei poteri di indirizzo degli investitori.

⁶¹ In ogni caso, è stato osservato che la discrezionalità propria del gestore, sebbene venga "circoscritta" dalle fonti (negoziali e legali) ora richiamate, non è *tout court* inesistente. Non si può negare, infatti, che, entro i limiti descritti, sussista un margine di autonomia di giudizio non suscettibile di riesame nel merito: si pensi, in particolare, alla scelta di investire in un titolo anziché in un altro concorrente, se entrambi sono conformi alle politiche di investimento del fondo; o, ancora, alla decisione sulle tempistiche di investimento/disinvestimento in un determinato titolo, se in linea con i criteri di gestione del portafoglio e adeguata rispetto alla tipologia di fondo. P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Delle Soc., fasc. 6, 2015, 1138.

che termini il rapporto tra società di gestione ed investitori possa essere modellato sulla falsariga di quello scaturente dal mandato.

Per ora è sufficiente osservare che la gestione collettiva del risparmio si caratterizza, a ben vedere, per essere una “gestione vincolata” su tre diversi livelli:

- (i) nel fine, individuato nell’interesse degli investitori e del mercato, sicché la gestione deve tendere ad incrementare non il patrimonio della Sgr bensì quello dell’Oicr gestito;
- (ii) nei metodi, in quanto si tratta di una gestione connotata dagli obblighi e dalle responsabilità del mandatario, a mente dell’art. 36 TUF; e, da ultimo,
- (iii) nei contenuti, dettati dal Regolamento di gestione e, per ciò che attiene alla tipologia dei fondi chiusi, dagli “indirizzi” di gestione che provengono dall’assemblea dei partecipanti⁶². Tali tematiche costituiranno oggetto di specifico successivo approfondimento⁶³.

Conseguentemente - ed è proprio in ciò che le società di gestione del risparmio si discostano nettamente dai tradizionali schemi societari disciplinati dal codice civile – non v’è spazio per una automatica trasposizione della regolamentazione in tema di società per azioni alle Sgr; al contrario, ogniqualvolta si ponga all’interprete il problema di colmare un vuoto legislativo questi è tenuto a verificarne la conformità alle peculiarità strutturali ed alle finalità della gestione collettiva del risparmio in riferimento alla fattispecie concreta.

Un’ulteriore osservazione consente di ampliare i confini della riflessione.

Si ha come l’impressione che l’intera società di gestione, nel suo complesso considerata, sia essa stessa l’organo che assolve alle funzioni di amministrazione dell’organismo di investimento collettivo del risparmio gestito, seppure tenendo ben presenti quei i profili di specialità che marcano la differenza tra la relazione “Sgr-fondo”

⁶² In questo senso, vedi Trib. Milano, ord. del 13 dicembre 2012.

⁶³ Per le evidenziate caratteristiche, la gestione collettiva si distingue nettamente dalla gestione individuale dei portafogli. Ed infatti, l’intermediario finanziario svolge sempre un’attività di investimento ma, mentre nella gestione individuale interagisce con un singolo investitore per l’intera durata del rapporto, nella gestione collettiva egli raccoglie il risparmio di tanti investitori per gestirlo in monte, agendo quindi per perseguire l’interesse della collettività. Nei due casi diverso è l’oggetto dell’investimento: mentre nella gestione individuale l’intermediario investe i risparmi del proprio cliente solo in strumenti finanziari, nella gestione collettiva il risparmiatore, tramite il gestore, acquista una quota di partecipazione a un Oicr, costituito, non solo da strumenti finanziari, ma anche da altri beni (ad esempio crediti, beni mobili e/o immobili).

e quella “amministratori-azionisti”: in quest’ultima ipotesi, infatti, gli amministratori gestiscono nell’interesse comune dei soci un’impresa collettiva allo scopo di massimizzare il ritorno economico sul capitale investito; diversamente, l’incarico della società di gestione (conferito dagli investitori) si risolve nell’amministrazione attiva (secondo i criteri previsti dalla legge e dal Regolamento) di un “patrimonio” e non è *in toto* assimilabile al modello societario neppure nei fondi c.d. chiusi, nei quali – così come accade nelle società commerciali - l’apporto degli investitori può essere liquidato soltanto a scadenze prestabilite⁶⁴.

L’osservazione, poi, è foriera di ulteriori problemi applicativi che affliggono, prima ancora che lo studioso di diritto, l’operatore del settore, nella misura in cui induce ad interrogarsi se e fino a che punto la discrezionalità della Sgr sia sindacabile *ex post* o se sia estensibile alla Sgr la c.d. *business judgment rule* che, a garanzia dell’operatività dell’organo gestorio, prevede un margine di insindacabilità nel merito delle scelte di investimento in concreto operate.

In altri termini, l’interrogativo di fondo che sollecita il giurista è se sia percorribile la via che conduce a strutturare i rapporti tra Sgr e fondo di investimento in termini (*latu sensu*) di relazione organica amministratori-società o, se, piuttosto, il rapporto debba ricondursi alla fattispecie tipica del mandato e, quindi, si presti ad essere letto nell’ottica di una relazione obbligatoria bilaterale.

È proprio questo il punto focale su cui si vuole indirizzare - senza alcuna pretesa di esaustività - l’indagine che segue.

⁶⁴ In quest’ultima ipotesi, infatti, alla teorica negoziabilità delle quote dei fondi non corrisponde un mercato secondario liquido, soprattutto se si tratta di fondi chiusi (con l’eccezione, forse, dell’ipotesi in cui le quote siano ammesse a quotazione).

CAPITOLO II

La Natura Giuridica dei Fondi Comuni di Investimento: una proposta ricostruttiva

§ § §

1. Il Fondo Comune di Investimento: profili problematici

L'analisi sin qui condotta ha portato all'evidenza l'irrimediabile specialità dei fenomeni di gestione collettiva del risparmio rispetto al modello tradizionale delle SpA, fosse anche soltanto per la differente funzione economica che esse sono deputate ad assolvere nel mercato finanziario: tecnica giuridico-formale di raccolta di capitali sul mercato da funzionalizzare allo svolgimento dell'attività di impresa, le SpA, e, amministrazione attiva a titolo oneroso di un patrimonio altrui e nell'interesse altrui, le Sgr.

Ma anche laddove ci si sposti sul versante relazionale, il quadro dei soggetti coinvolti dal fenomeno della gestione collettiva del risparmio mostra immediatamente un'articolazione significativamente più complessa rispetto alle SpA: al rapporto tra la Sgr ed il fondo si affianca quello tra gli investitori ed il fondo e, ancora, quello tra la Sgr e gli investitori ed i corrispondenti fasci di rapporti intrattenuti con la banca depositaria.

È chiaro che una ricostruzione della natura giuridica delle fattispecie relazionali interessate dal fenomeno della gestione collettiva non può che passare da un preliminare inquadramento dell'istituto del fondo comune di investimento, a proposito del quale il dibattito non può dirsi ancora sopito e ciò, forse, in ragione della marcata specialità dell'istituto e della sua "resistenza" all'applicazione di soluzioni interpretative tradizionali non calibrate sulle peculiarità del fenomeno collettivo sottostante.

Non si tratta - è bene chiarire prima di addentrarci nel vivo della discussione - di una pura disquisizione che esaurisce la sua portata sul piano dogmatico; significative sono, infatti, le ricadute sul piano applicativo dell'adesione all'una piuttosto che all'altra teoria, sol che si consideri la questione in punto di regime di responsabilità della Sgr o, ancora, la problematica della trascrizione ove si tratti di fondi immobiliari.

Occorre, ancora una volta, muovere dalle indicazioni che provengono dal dato normativo.

Nel sistema delineato dal legislatore - agli articoli, in particolare, 1 e 36 TUF - il

fondo comune di investimento si configura in termini di “*patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore*”, distinto a tutti gli effetti, sia dal patrimonio della società di gestione del risparmio, sia dal patrimonio dei singoli investitori con i cui apporti è stato costituito⁶⁵.

E ancora, l'autonomia del fondo viene ripresa ed enfatizzata dal comma 4 dell'art. 36 TUF che, in punto di regime di responsabilità, statuisce che “*...delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti*”.

Due sono i profili di attenzione che affiorano dal dato positivo e su cui occorre indirizzare la riflessione per un adeguato approfondimento della questione: (i) per un verso, la complessità dei fondi comuni di investimento come fenomeno al quale fanno capo una pluralità di centri di interesse (non soltanto la società di gestione, ma anche la collettività dei partecipanti e la banca depositaria) e ciò, è chiaro, è elemento che amplifica la difficoltà di ricostruire l'istituto in chiave dogmatica; (ii) per altro verso, l'essenza del

⁶⁵ Art. 1, lett. j), TUF, lettera già modificata dall'art. 5, D.L. 351 del 25.9.2001, convertito in L. n. 410 del 23.11.2001 e poi sostituita dapprima dall'art. 32, comma 1 del D.L. n. 78 del 31.5.2010, convertito in L. n. 122 del 30.7.2010 e infine dall'art. 1 del d.lgs. n. 44 del 4.3.2014.

Ancora, i commi 4 e 5 dell'art. 36 TUF, stabiliscono che “*4. ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società. Delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti. 5. Le quote di partecipazione ai fondi comuni, sono nominative o al portatore, secondo quanto previsto nel regolamento del fondo. La Banca d'Italia può stabilire in via generale, sentita la Consob, le caratteristiche dei certificati e il valore nominale unitario iniziale delle quote, tenendo conto anche dell'esigenza di assicurare la portabilità delle quote*”.

fondo quale “*patrimonio autonomo*”, come tale scisso dalla Sgr alla quale competono (soltanto) poteri di amministrazione attiva. La particolare e quasi singolare insistenza del legislatore nel sottolineare l'autonomia del fondo comune di investimento si spiega, sicuramente, in ragione della preoccupazione di assicurare una tutela quanto più pregnante agli interessi degli investitori oltreché di proteggere il loro patrimonio sia da comportamenti opportunistici della Sgr, sia da eventuali azioni dei terzi.

Tuttavia, proprio questa ostentata autonomia del fondo evoca l'annoso interrogativo se, sotto il profilo prettamente strutturale, il fondo comune integri una fattispecie di “segregazione patrimoniale” - secondo lo schema della dissociazione fra proprietà e controllo dei patrimoni, oramai ben nota anche alla nostra esperienza giuridica - o, piuttosto, un autonomo soggetto di diritto, distinto e dalla Sgr, e dai sottoscrittori.

In questa prospettiva si colloca, dunque, il vivace dibattito - in punto di natura giuridica del fondo di investimento e “titolarità” dei beni costituenti il fondo medesimo - che ha logorato gli studiosi della materia, nella convinzione che lo scioglimento dei menzionati “nodi gordiani” consenta l'individuazione di un “sistema” di riferimento al quale appigliarsi per la risoluzione delle ulteriori connesse questioni (e, prima fra tutte, il regime di responsabilità) poste da una disciplina, tutt'oggi, lacunosa. Del resto, non deve stupire che la diffusione nell'esperienza domestica di fenomeni “esterofili” quali i fondi comuni di investimento abbia impegnato la dottrina nella articolazione di una “architettura dogmatica” di riferimento: ed infatti, le fattispecie di separazione patrimoniale in generale, da un lato, impongono una rimeditazione di categorie assiologiche (l'assolutezza del diritto di proprietà, l'impossibilità dei privati di destinare i patrimoni a finalità meramente individuali, la garanzia patrimoniale generica del debitore a favore dei creditori, salve beninteso le eccezioni di legge) tradizionalmente ritenute inderogabili nell'ordinamento domestico e, dall'altro, vengono assorbite senza alcuna preventiva opera di adattamento al sistema vigente, lasciando all'esclusiva cura degli interpreti l'integrazione e l'armonizzazione dei nuovi istituti nella tradizione giuridica.

Se così è, per meglio comprendere il ruolo sistematico e l'attuale configurazione concettuale del fondo di investimento, è necessario dare atto dello scenario di partenza. Nell'itinerario di indagine proposto, muovendo dal preliminare inquadramento del concetto di patrimonio autonomo, si tenterà di tratteggiare in chiave ricostruttiva il percorso evolutivo dei fondi comuni di investimento nella nostra esperienza giuridica,

passando in rassegna le principali teoriche che, ancora oggi, si contendono il campo in punto di natura giuridica del fondo e ciò al fine di verificarne la bontà e la tenuta alla luce del novellato assetto normativo.

2. Verso la “specializzazione della responsabilità patrimoniale”

Occorre prendere le mosse da una premessa di tipo dogmatico: le variegatae manifestazioni di segmentazione patrimoniale – pur nelle differenti formulazioni terminologiche di “*patrimoni segregati*”, “*patrimoni separati*” e “*patrimoni autonomi*” che ci si appresta ad esaminare – non possono che leggersi nel segno di una deroga al principio di responsabilità patrimoniale generica del debitore *ex art. 2740 c.c.* – “*il debitore risponde dell’inadempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri*” - in forza del disposto di cui al secondo comma, a mente del quale “*le limitazioni della responsabilità non sono ammesse se non nei casi stabiliti dalla legge*”⁶⁶.

⁶⁶ Il principio contenuto nell'art. 2740 riveste un'importanza giuridica fondamentale in tutto il sistema del diritto privato, giacché senza la prevista responsabilità patrimoniale le obbligazioni risulterebbero un concetto astratto e vano privo di rilievo pratico. La dottrina si è a lungo interrogata sulla portata del principio della garanzia patrimoniale generica del debitore e, di recente, si è fatto riferimento a tal fine, ricorrendo anche all'autorità delle fonti, al concetto di “separazione fra debito e rispondenza” o, per prendere in prestito la terminologia tedesca, fra *Schuld* (debito) e *Haftung* (rispondenza). In questa prospettiva, il primo rapporto altro non è che uno stato di pressione psicologica, in cui il debitore si trova per il semplice fatto dell'esistenza di un'obbligazione giuridica, che gli impone di eseguire una data prestazione a favore di una persona ed ha come corrispettivo una legittima aspettativa del creditore di ricevere la detta prestazione per il solo fatto che gli è legittimamente dovuta. Il secondo rapporto, invece, è lo stato di assoggettamento di una o più cose o dell'intero patrimonio del debitore al soddisfacimento del credito della controparte ed ha per corrispettivo un diritto del creditore di far valere il detto assoggettamento allo scopo di rendere più probabile l'adempimento della prestazione dovuta e di ottenere l'oggetto o il valore dell'oggetto della prestazione stessa, se essa non venga spontaneamente eseguita. Di conseguenza, il diritto del creditore è nella rispondenza, che colpisce non il debitore ma ciò che per lui risponde, cioè i suoi beni o quelli di altra persona che si sia obbligata per lui, mentre nel debito il creditore non ha che un'aspettativa dell'adempimento personale. I due rapporti sarebbero autonomi, pure essendo intimamente connessi. La connessione non esclude però che il debito sia un concetto distinto e diverso da quello dell'obbligazione. La dottrina ha avuto fautori entusiasti e oppositori convinti. La teorica è (i) apprezzabile laddove l'adempimento personale del debitore in molteplici casi e specie nelle obbligazioni di fare è fondato sulla fiducia che si ha nel debitore, che senta l'obbligo giuridico di compiere quanto ha promesso. Se egli non vuole adempiere, neppure il concorso di tutte le forze dello Stato, poste a disposizione del creditore, sarebbero utili al fine di ottenere l'adempimento; (ii) criticabile in quanto anche nelle obbligazioni di fare non trattasi di una semplice aspettativa, giacché il giudice condanna l'inadempiente a corrispondere in danaro il valore della prestazione non eseguita. È vero che il valore della prestazione è cosa ben diversa dalla prestazione, ma il conseguire il valore è l'esercizio di un diritto e non di una semplice aspettativa da parte del creditore.

Il principio vuole, nella sostanza, che l'intero patrimonio del debitore costituisca la c.d. garanzia generica dei creditori nel rispetto della regola della *par condicio creditorum*, salve, ovviamente, eventuali cause legittime di prelazione. In altri termini, in forza della disposizione di cui all'art. 2740 c.c. tutto il patrimonio ("uno e solo") del debitore è gravato da un generico vincolo di destinazione al soddisfacimento delle obbligazioni contratte a beneficio di tutti i suoi creditori ed eventuali deroghe sono ammesse, in forza del secondo comma, solo se espressamente previste dal legislatore⁶⁷.

Ai fini che qui interessano, la disposizione dell'art. 2740 c.c. rappresenta, quindi, il punto di osservazione privilegiato per analizzare e comprendere come, nel tempo, si sia differentemente atteggiata la relazione tra soggetto e patrimonio, sulla scorta degli approdi dottrinali in punto di soggetto di diritto e di patrimonio.

Sotto il primo profilo, può ritenersi oramai pacifico che il soggetto di diritto sia entità che si qualifica – oltre che per l'essere un autonomo centro di imputazione di situazioni giuridiche soggettive attive e passive – anche per l'ontologica capacità di autodeterminarsi e dunque di affermarsi nella scena giuridica come "soggetto agente"⁶⁸.

In relazione alle obbligazioni di dare, consistenti nell'obbligo di consegnare una cosa certa e determinata e, in genere, a tutte le obbligazioni per le quali è possibile l'esecuzione specifica e il giudice l'ordina, il creditore consegue ciò che gli era dovuto. Trattasi, dunque, di una visione parziale del fenomeno. Praticamente, poi, non giova la scissione del rapporto di debito da quello della rispondenza, giacché complica il regolamento del rapporto di obbligazione. V., per tutti, E. ROPPO, voce «*Responsabilità patrimoniale*», in Enc. del dir., vol. XXXIX, s.d., Milano, 1988, 1050 ss., e Id., *La responsabilità patrimoniale del debitore*, in Trattato di diritto privato diretto da P. Rescigno, vol. XIX, 2a ed., Torino, 1997, 508 ss.; L. BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali*, in Il codice civile. Commentario diretto da P. SCHLESINGER (artt. 2740-2744), Milano, 1991.

⁶⁷ La reale portata di tale principio si può cogliere soltanto allorché ci si collochi al tempo dell'entrata in vigore del codice civile, quando la valutazione del merito creditizio si basava essenzialmente sulla stima della consistenza del patrimonio del debitore. In un siffatto contesto, v'era tutto l'interesse a favorire la concessione del credito in funzione dello sviluppo economico che si sarebbe realizzato soltanto garantendo a tutti i creditori la possibilità di soddisfare il proprio reddito su tutti i beni dell'obbligato. Conseguentemente, il principio di responsabilità patrimoniale del debitore diveniva strumentale a garantire l'efficiente funzionamento del sistema economico a tempo vigente. Alla luce di tale visione, l'inespropriabilità di uno o più beni da parte della generalità dei creditori, perché posti a garanzia solo di un ristretto gruppo di essi, risultava in contrasto con l'utilità sociale del tempo. Sul punto, P. CARLUCCIO, *La garanzia patrimoniale generica*, in Giurisprudenza ragionata. Gli approfondimenti, (diretta da R. GAROFOLI), Obbligazioni e responsabilità (a cura di P. Carluccio), Roma, 2010, Tomo II, p. 259; *Relazione del Ministro Guardasigilli al Codice Civile*, Roma 1943, n. 1124, p. 788; M. NUZZO, *L'evoluzione del principio di responsabilità patrimoniale illimitata*, in Gli strumenti di articolazione del patrimonio: profili di competitività del sistema (a cura di G. CAPALDO – M. BIANCA), Milano, 2010, p. 307 ss.

⁶⁸ L'assunto non subisce eccezioni neppure nelle ipotesi di soggetti incapaci per i quali il codice civile prevede l'attribuzione a terzi del diritto di esternare la volontà dell'incapace. Si tratta qui di ipotesi del tutto eccezionali in cui la finalità di tutela - dei minori o dei soggetti affetti da deficit psico-fisici -

Quanto al secondo termine della relazione, nell'ottica del presente lavoro una riflessione che ambisca a cogliere l'incidenza sistematica delle varie fattispecie di "patrimoni segmentati" sulle categorie concettuali con cui il privatista è chiamato a confrontarsi, appare tanto più necessaria non appena si consideri la stratificazione concettuale che connota i concetti di "autonomia" e "separazione" del patrimonio.

Se si guarda al dibattito dottrinale che ha accompagnato il secolo scorso, si registra, all'evidenza, una mutata sensibilità rispetto alla categoria "patrimonio": dalla concezione statica del "patrimonio di garanzia" inteso quale *universitas* di beni e valori propri dell'individuo attraverso cui questi esercitava la "signoria del volere proprio" ed affermava, quindi, la sua massima potenza⁶⁹, lo sviluppo dei mercati e le istanze

perseguita dall'ordinamento marca così segnatamente l'istituto da impedirne l'esportazione in settori radicalmente diversi, quale quello dei fondi comuni di investimento. Qui lo scopo di incremento della ricchezza che connota l'istituto è, all'evidenza, inconciliabile con quello mutualistico degli istituti a tutela degli incapaci.

⁶⁹ Nella prima metà del XIX secolo, la visione antropocentrica, di stampo giusnaturalistico e illuminista, faceva sì che il patrimonio venisse considerato alla stregua di una mera emanazione della persona fisica, sua propria proiezione nel mondo delle cose. In buona sostanza, si riteneva che il patrimonio fosse "la stessa personalità dell'uomo posta in rapporto a diversi oggetti dei suoi diritti"; di qui, l'idea secondo cui: (i) la proprietà del patrimonio è indivisibile come la personalità stessa di colui al quale esso appartiene; (ii) l'uomo non acquista il suo patrimonio. Ogni individuo possiede *ipso iure*, in forza della sua personalità, un patrimonio che può bene aumentare o diminuire, ma di cui non potrebbe essere privato fuorché perdendo la sua stessa personalità. Una simile teoria – che implica l'interdipendenza tra unicità del patrimonio e regime della responsabilità patrimoniale – venne accolta dai giuristi italiani sulla scorta della "teorie su patrimoine" elaborata dalla dottrina francese di Aubry e Rau nel XIX secolo. Secondo i due autori francesi, il "patrimonio è un diritto che trova il suo fondamento nella stessa personalità" del proprietario: la persona non ha un (diritto sul) patrimonio, ma è un patrimonio, nel senso che per il diritto privato essa s'identifica con la vicenda patrimoniale che le compete. Dalla premessa che il patrimonio costituisce la proiezione inscindibilmente connessa alla personalità del soggetto di diritti, e allora necessariamente unitario, si derivano i seguenti corollari logico-prescrittivi: i) ogni persona ha un patrimonio e non può separarsene, se non perdendo la personalità; ii) ogni persona non ha che un solo patrimonio; iii) ogni patrimonio deve necessariamente essere imputato ad una persona. C. AUBRY E C. RAU, *Cours de droit civil français, d'après l'ouvrage de M. C.S. Zacharie*, Paris, 1856-1858.

Alla teoria elaborata dalla disciplina francese è seguita l'elaborazione della *Zweckermoegenstheorie*, ad opera della Scuola Storica e dalla pandettistica tedesca, che nel tentativo, sul piano concettuale, di spiegare soggettività diverse da quella dell'uomo, introdusse il concetto della destinazione patrimoniale, sulla base della considerazione secondo la quale il patrimonio non è necessariamente di qualcuno, ma essenzialmente *fur etwas* e, dunque, scopo. La dottrina tedesca pone al centro del diritto privato l'etica della libertà kantiana, v. F.C. VON SAVIGNY, *Sistema del diritto romano attuale*, trad. it. di V. SCIALOJA, vol. I, Torino, 1886, p. 342, secondo il quale "[m]ediante queste due specie di diritti dunque, proprietà ed obbligazioni, viene ad essere esteso oltre i limiti naturali del proprio essere il potere della persona, che ne è investita. Ora lo insieme dei rapporti, che estendono in siffatto modo il potere di un individuo, viene chiamato patrimonio di esso, e l'insieme degli istituti giuridici, che vi si riferiscono, diritto patrimoniale".

In definitiva, il successo storico della teoria del patrimonio si deve ad un duplice ordine di ragioni: (i) per un verso, la centralità assegnata al soggetto ha assolto ad un ruolo di garanzia rispetto alla persona umana, in quanto ha negato in materia civile e commerciale la natura satisfattiva dei rimedi implicanti una costrizione fisica; (ii) per l'altro, sul piano tecnico, la cristallizzazione della relazione biunivoca soggetto-

promananti dal ciclo economico hanno veicolato il transito verso il più dinamico e flessibile “patrimonio di impresa”, nella consapevolezza che patrimonio non è soltanto la mera sommatoria dei beni riconducibili al titolare ma è concetto “elastico” che riflette l’innata capacità espansiva dell’agire umano ed è, conseguentemente, in grado di svilupparsi attraverso circuiti sempre più innovativi e di adattarsi, altresì, alle esigenze mutevoli di un mercato in continuo divenire. Una vera e propria metamorfosi questa e, in una prospettiva evolutiva, non è fuor di luogo affermare essa potrebbe spingersi sino al punto di approdo di consacrare un nuovo modello relazionale in cui il patrimonio – e non il soggetto - diviene il punto di incidenza del vincolo e della responsabilità, e ciò in perfetta coerenza con l’evoluzione del processo economico che sostituisce il capitale all’uomo quale protagonista della scena sociale.

È proprio entro la cornice del mutato contesto economico-culturale che si iscrive il “massiccio” intervento del legislatore nel senso di prevedere – ora per ragioni umanitarie, sociali o di tutela di interessi di diversa natura ritenuti meritevoli di protezione, ora per la necessità di agevolare l’accesso al credito e le transazioni economiche, riducendo i costi dei finanziamenti – che taluni cespiti o categorie di cespiti, pur continuando a far capo ad un medesimo soggetto, venissero a costituire un c.d. “*patrimonio separato*”, soggetto all’azione esecutiva delle sole categorie di creditori “particolari” indicate dal legislatore⁷⁰.

patrimonio informa la teoria dei beni del principio volontaristico, cosicché – in via generale - il proprietario non possa essere spogliato dei suoi beni se non previa manifestazione del consenso; al contempo, si afferma il principio della soggezione dei beni alla garanzia ed all’azione esecutiva dei creditori.

⁷⁰ Si pensi, ad esempio, all’acquirente di un bene gravato di ipoteca verso un terzo che è tenuto verso costui per l’ammontare dell’iscrizione ipotecaria, ma soltanto col bene su cui l’ipoteca è iscritta, piuttosto che alla fattispecie del fondo patrimoniale costituito a vantaggio della famiglia *ex* art. 167 e ss. c.c., o, ancora, al regime delle obbligazioni sociali nelle società semplici (art. 2267 c.c.), o nelle società in accomandita semplice (art. 2313), o, ancora, nelle società per azioni (art. 2325), piuttosto che nei fondi di previdenza e assistenza che, *ex* art. 2117 c.c., sono fondi speciali costituiti dall’imprenditore - con o senza il contributo dei lavoratori – destinati esclusivamente alla previdenza e all’assistenza e in quanto tali insensibili alle pretese degli altri creditori dell’imprenditore.

Analisi di *law and economics* dimostrano ormai da tempo l’efficienza dell’aumento dei fenomeni di segmentazione patrimoniale che, infatti, consentirebbe il contenimento dei costi di *agency*, intesi come i costi sostenuti dai creditori per controllare i comportamenti elusivi e gli atti distrattivi dei propri debitori. Per effetto della separazione delle masse si creano due categorie di creditori – quella dei creditori generali e quella dei creditori particolari – ciascuna delle quali può concentrare la propria attività di *monitoring* solo sulla porzione di patrimonio a sé destinata, con conseguente riduzione dei costi. Tuttavia, deve tenersi presente che il medesimo risultato – e dunque una più pregnante tutela di determinate classi di creditori tramite l’articolazione di un patrimonio – può essere raggiunto percorrendo la via della c.d. soggettivizzazione, consistente nella creazione di un nuovo soggetto di diritto che risponda delle proprie

Come tutto ciò sia stato possibile in un sistema costruito sulla premessa dell'unicità del patrimonio e della sua riconducibilità ad un soggetto è agevole comprenderlo ove si osservi che è proprio l'impianto codicistico ad offrire lo strumento tecnico-normativo idoneo al risultato ottenuto e, ovvero, la possibilità di derogare al principio della garanzia patrimoniale generica di cui al secondo comma dell'art. 2740 c.c.

Di qui, l'effetto di una sempre più accentuata "specializzazione della garanzia patrimoniale"⁷¹, giustificata all'apparenza in ragione delle esigenze di un mercato despota che richiede modelli di azione sempre più efficienti e competitivi ma che, in realtà, deve il suo successo all'effetto che consegue alla articolazione di patrimoni segmentati e, ovvero, la creazione di forme più evolute ed assorbenti di tutela dei creditori finanziari. Si tratta evidentemente d'una conferma, ove ve ne fosse bisogno, della crisi delle garanzie reali che, legate come sono ad una concezione statica dei beni, appaiono sempre meno adeguate ad un sistema economico che pone il suo baricentro non nel valore d'uso, ma nel valore di scambio.

È chiaro che, innanzi al moltiplicarsi, per un verso, delle ipotesi di limitazione alla responsabilità patrimoniale generica e, per l'altro, degli stessi patrimoni riconducibili al medesimo titolare senza ricorrere a nuove soggettività, il dogma della "unità patrimoniale" fondamento delle teoriche tradizionaliste è destinato a frantumarsi, con ciò suffragando l'idea che l'originario rapporto biunivoco tra titolare e patrimonio si presta oggi ad essere investigato mediante la nuova chiave della "funzione" che superi i classici schemi dominicali, del tutto coerentemente con l'affermarsi del patrimonio nella sua dimensione dinamica di "patrimonio di impresa".

Insomma, occorre stravolgere il modo di intendere i rapporti tra titolare e patrimonio, abbandonando la rigida prospettiva della "appartenenza" a favore di quella più duttile della "funzione", nella consapevolezza del mutato punto di aggregazione dei beni che si affranca dalla visione antropomorfizzata del soggetto a favore dello scopo;

obbligazioni con il proprio patrimonio (ad es. costituzione di Srl o Spa unipersonali), oppure quella della segregazione patrimoniale

⁷¹ L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori. I patrimoni destinati a uno specifico affare*, Torino, 2009, p. 15; L. BULLO, *Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2645 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36, comma 6°, del TUF: quale modello di segregazione patrimoniale?*, in *Rivista di Diritto civile*, 2012, fasc. 4, pt. 1, p. 535; Id. *Separazioni patrimoniali e trascrizione: nuove sfide per la pubblicità immobiliare*, in *Quaderni della Riv. dir. civile*, Padova, 2012; A. ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati delle società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2002, fasc. I, pag. 550

scopo che, dunque, nella articolazione del tessuto relazionale che si sviluppa attorno al patrimonio prende il posto e si sostituisce definitivamente al soggetto⁷².

In quest'ottica, la valorizzazione di uno scopo, di un interesse legittima l'operazione di delimitazione e scorporamento di un compendio di beni dal patrimonio del debitore, sottratti alla garanzia generica dei creditori. E a questo punto la partita si gioca sul piano della gradazione degli interessi: quanto più un interesse sarà considerato meritevole di tutela, tanto più esso sarà in grado di stressare l'eccezione al principio dell'unità patrimoniale e così giustificare il sacrificio dell'interesse generale del ceto creditorio.

3. Le articolazioni della segmentazione patrimoniale

Nel percorso argomentativo tracciato, momento propedeutico alla ricostruzione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento è l'analisi del concetto di “*patrimonio autonomo*” cui fa riferimento il TUF nel definire la fattispecie.

Non si tratta di una pura esigenza dogmatica bensì di un reale bisogno di comprensione del fenomeno che il giurista avverte nell'approcciarsi ad una materia connotata, per un verso, dalla assenza definitoria del lemma “*patrimonio autonomo*” e, per l'altro, dalla convivenza selvaggia del concetto di “*patrimonio autonomo*” con altre manifestazioni di segregazione patrimoniale, in una confusione terminologica che non consente, allo stato attuale, l'individuazione di una chiara linea di *discrimen* sulla base dei soli indici normativi. Ed infatti, nonostante il legislatore abbia “di fatto” superato il

⁷² Il *favor* per un'impostazione oggettivistica incentrata sullo “scopo” anziché sull' “appartenenza” e la conseguente elaborazione di diverse concezioni di “patrimoni separati” ha determinato il diffondersi di alcune teorie radicali quali la c.d. teoria dei patrimoni di destinazione. Essa origina dal ripudio delle teorie c.d. finzionistiche della persona giuridica e muove dalla considerazione per cui fingere l'esistenza di una personalità giuridica quale maschera artificiale dell'uomo non significa altro che affermare implicitamente l'inesistenza di soggetti diversi dall'uomo; di qui, l'esplicita affermazione dell'inesistenza del soggetto. In una prima fase la teoria dei patrimoni di destinazione si presenta come teoria dei patrimoni senza soggetto: è allo scopo che viene attribuita la valenza di punto di riferimento unificatore del patrimonio, al pari della persona fisica, a questa alternativo per risolvere il problema delle masse patrimoniali prive di un titolare, senza ricorrere alla *fictio* della personificazione. Lo scopo assume rilievo solo in assenza del soggetto e, anzi, l'appartenenza di una massa patrimoniale ad uno scopo viene ritenuta incompatibile con l'appartenenza della medesima ad un soggetto. I patrimoni di destinazione sono patrimoni adespoti, privi di alcun titolare. O meglio, nel suo nucleo essenziale la teoria dei patrimoni di destinazione si presenta, originariamente, come un tentativo di spiegare l'esistenza di norme che configurano l'unità funzionale di masse patrimoniali provvisoriamente prive del titolare, senza ricorrere al sistema delle personificazioni. Cfr. M. BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, 124-132, Padova, 1996.

concetto di unicità del patrimonio, non si è preoccupato di chiarire, al contempo, l'esatta portata dei sintagmi "*patrimonio segregato*", "*patrimonio separato*" e "*patrimonio autonomo*", in cui pare articolarsi la segmentazione patrimoniale; sembra, piuttosto, che gli stessi siano promiscuamente utilizzati, nella teoria e nella prassi, con un grado di confusione tale da imporre - a chi intenda occuparsi del tema - una preliminare operazione di riordino semantico, sulla scorta degli approdi dottrinali e giurisprudenziali.

Ma più in generale, l'indagine si rende necessaria allorché si consideri che storicamente la segmentazione patrimoniale è sempre stata avvertita come un "problema" dal giurista di *civil law*, legato com'è ad un sistema che trova nel "soggetto di diritto" il suo fondamento concettuale e, conseguentemente, relega il patrimonio alla condizione di mera proiezione del soggetto.

L'obiettivo dell'analisi che segue vuole essere quello di verificare, quindi, se ed in che misura nel nostro ordinamento vi sia spazio per una categoria unitaria di "*patrimonio segmentato*" o se, piuttosto, la diversa graduazione della separazione patrimoniale nel nostro sistema conduca ad una molteplicità di fattispecie distinte non riconducibili ad unità.

3.1 Patrimoni segregati

Occorre muovere dal concetto di "*segregazione patrimoniale*", articolazione tipica della segmentazione patrimoniale e nozione foriera di non poche incertezze che hanno indotto i teorici del diritto a prendere spunto dalle tendenze della prassi per individuarne i tratti fisionomici.

E così, tradizionalmente la segregazione patrimoniale è stata definita come il fascio di "*posizioni soggettive le quali appartengono ad un soggetto, ma che tuttavia non risentono delle sue vicende obbligatorie generali e quindi non formano parte integrante del patrimonio che costituisce la garanzia per i suoi creditori*"⁷³.

⁷³ M. LUPOI, *Trusts*, Milano, Giuffrè, 2001, 450 e 569, il quale, al riguardo, nota l'affinità con i patrimoni autonomi; Id., *Lettera a un notaio conoscitore dei trusts*, in Riv. Not., 2001; Id. Riflessioni comparatistiche sui trusts, in Eur.e Dir.Priv., 1998; Id., *I trusts in Italia oggi*, a cura di I. Beneventi, Milano, 1996; Id., *La sfida dei trusts in Italia*, in Corr.Giur., 1995; S. BARTOLI, *Il trust*, Milano, 2001; C. ANGELONI, *Il trust receipt nella prassi bancaria anglosassone*, in Banca borsa e tit. cred., 1938, I; T.

In questi termini, la segregazione patrimoniale veste i panni di una sorta di “categoria generale”, che non si connota per peculiarità caratteristiche proprie utili, per un verso, a specializzarla rispetto al concetto generale di segmentazione patrimoniale e, per l’altro, a distinguerla dalle figure affini dei patrimoni autonomi e patrimoni separati di cui in appresso.

Ma per comprendere se e fino a che punto la “segregazione patrimoniale” possa assurgere a nuova categoria dogmatica dell’ordinamento giuridico e se, per ciò che qui interessa, i fondi comuni di investimento siano ivi sussumibili, conviene attingere alla prassi e guardare (seppure nelle limitate finalità del presente lavoro) alla fenomenologia della segregazione patrimoniale e, quindi, al *trust*⁷⁴.

ARRIGO – S. CAVANNA, Convenzione dell’Aja sulla legge applicabile ai trusts ed al loro riconoscimento, in Comm. breve al cod.civ.- Leggi complem., Alpa G. - C. Zatti (a cura di), Padova, 1999.

74 Il trust è un istituto di derivazione anglosassone creato dalle Corti di equity. È proprio negli ordinamenti di common law che il trust ha trovato terreno fertile per la sua affermazione, in quanto - a differenza dei sistemi di civil law - tali ordinamenti non conoscono i dogmi quali l’assolutezza del diritto di proprietà e la responsabilità patrimoniale generica del debitore. Il *trust* è definito «*an arrangement in which a settlor transfers property to one or more trustees, who will hold it for the benefit of one or more persons (the beneficiaries, who may include the trustee(s) or the settlor) who are entitled to enforce the trust, if necessary by action in Court*». La costituzione del *trust* implica dunque la nascita di situazioni giuridiche peculiari, che si presentano come un ibrido derivante dalla commistione dei diritti reali ai diritti di credito; è proprio il diverso background culturale e soprattutto giuridico che ha consentito questo particolare innesto tra diritti reali e diritti di credito che il trust determina. Ed infatti, nel sistema anglosassone il problema afferente all’individuazione del soggetto titolare del fondo assume rilevanza marginale proprio a cagione del differente rilievo che acquista la categoria della proprietà: non come allocazione di un determinato bene a un soggetto, ma come allocazione delle diverse utilità derivanti da un bene a uno o più soggetti. Ne consegue una dematerializzazione dell’idea di property, la sua molteplice allocabilità e la agevole sistemazione teorica delle dinamiche di destrutturazione dei diritti proprietari. In altri termini, nel sistema di common law l’interprete ha piuttosto il problema di dover verificare i poteri che un determinato soggetto detiene sul trust fund indipendentemente dai beni che lo compongono. Nel trust, infatti, l’unico diritto reale individuabile è quello in capo al trustee, ai sensi della common law; il beneficiario non ha alcun diritto di proprietà sui beni in trust, essendo invece titolare di un diritto equitativo (l’equitable interest già menzionato) sulla trust property, cioè un diritto all’adempimento da parte del trustee delle obbligazioni su di lui gravanti. I beni in trust non si configurano, quindi, come un patrimonio adespota nel common law, bensì come beni appartenenti al trustee, benché l’equity ne riferisca l’interest al beneficiario: in questo contesto al diritto dominicale si aggiunse l’obbligazione equitativa del trustee, tenuto ad agire nell’interesse del promissario disponente e, quindi, dei beneficiari. Si deve alla giurisdizione delle Corti di equity (distinta, sino ai Judicature Acts del 1873-1875, da quella delle corti di common law) l’introduzione di una serie di rimedi correttivi contro gli abusi del *trustee* infedele, che culminarono nella nota dissociazione del diritto dominicale in una “potestà gestoria”, connessa alla titolarità formale (*legal estate*), ed in una “facoltà di godimento”, connessa all’appartenenza economica dei beni (*equitable estate*). In buona sostanza, se la legge di *common law* attribuì al *trustee* un diritto di proprietà pieno ed assoluto, l’*equity* stabilì che quel diritto dovesse esercitarsi nell’interesse altrui. Vedi per tutti, A. GAMBARO, *Trust*, in Dig. disc. priv., XIX, Torino, 1999, 453; G. PALERMO, *Sulla riconducibilità del "trust interno" alle categorie civilistiche*, in Riv. dir. comm., 2000, 133 e ss.; Id., *Contributo allo studio del trust e dei negozi di destinazione disciplinati dal diritto italiano*, in Riv. dir. comm. 2001, 391 e ss.; Id., *Ammissibilità e disciplina del negozio di destinazione*, in Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative, Milano, 2003, 243 e ss.

Sin dalla sua comparsa nel panorama giuridico – con la Convenzione dell’Aja del 1° luglio 1985, recepita nel nostro ordinamento con la legge 16 ottobre 1989, n. 364 - il *trust* è stato considerato come l’archetipo della segregazione patrimoniale in quanto strumento che abilita all’isolamento di taluni beni dal patrimonio generale del soggetto

La dottrina continentale si è trovata in particolare difficoltà innanzi all’esigenza di inquadrare l’istituto all’interno dei propri ordinamenti giuridici, giungendo ad affermare che il *trust* appare incompatibile con i sistemi di *civil law*, se non a pena di sacrificare alcuni principi tradizionali in punto di tipicità di diritti reali ed assolutezza ed esclusività del diritto di proprietà. Con particolare riferimento al contesto nazionale, la giurisprudenza interna dominante ha osservato, a proposito dell’applicazione dell’istituto del *trust* nella esperienza giuridica domestica, che il panorama dei diritti reali del nostro ordinamento non consente di individuare – specie con riferimento alla questione dello sdoppiamento della titolarità dei beni - una posizione giuridica con i poteri che il *trust* riconosce al beneficiario, da cui l’ulteriore conseguenza che i diritti discendenti dallo stesso non possono che essere di natura obbligatoria. cfr. Trib. Oristano 15 marzo 1956, in Foro It., 1956, I, 1020. Conformemente, la sentenza della Corte di Giustizia CEE 17.5.1994. Certo è che ove si sganciasse il *trust* dal contesto culturale di riferimento si avrebbe dell’istituto una percezione assolutamente riduttiva che tradisce lo spirito essenziale dell’istituto.

E, tuttavia, l’efficienza economica del *trust* e l’esigenza di creare condizioni per un mercato maggiormente competitivo ha indotto anche sistemi di *civil law* ad escogitare soluzioni tecniche sostanzialmente modellate sul sistema anglosassone e volte al raggiungimento delle medesime finalità. Esempio emblematico in questo campo è il sistema francese che ha introdotto agli artt. 2011-2030 del *code civil* l’istituto della “*fiducie*” nell’intento – che emerge chiaramente dai lavori preparatori – di voler creare un antagonista del *trust* che abbia caratteristiche sue proprie stante l’irrimediabile diversità che separa i sistemi di *civil law* e *common law*. La *fiducie* è l’operazione (conclusa contrattualmente, per atto notarile in caso di beni indivisi o coniugali o per legge) attraverso la quale uno o più soggetti trasferiscono beni, diritti o garanzie, presenti o futuri, a uno o più fiduciari che agiscono - tenendo questi beni distinti dal proprio patrimonio personale- per il perseguimento di un fine determinato o a vantaggio di uno o più beneficiari. L’istituto francese richiede, dunque, due elementi: un trasferimento avente una determinata finalità e la creazione di un patrimonio separato. Il trasferimento avviene dal costituente al fiduciario (soggetti che, pertanto, non possono coincidere) a vantaggio di un beneficiario (che non è parte del contratto e può essere designato anche in un momento successivo) ed ha durata limitata nel tempo (non superiore a 99 anni dalla sottoscrizione del contratto). Il costituente, salvo disposizione contrattuale contraria, può in qualsiasi momento designare un terzo che ha i suoi stessi poteri ed il compito di assicurare la realizzazione degli interessi individuati al momento del trasferimento. Il patrimonio separato è determinato, a pena di nullità, nel contratto di *fiducie*. Per effetto della separazione, esso non può essere aggredito né dai creditori del fiduciario né da quelli del beneficiario, né da quelli del costituente. La *fiducie* si risolve, sostanzialmente, in un trasferimento della titolarità di alcune posizioni con finalità di garanzia o gestione. Il legislatore francese non definisce il fiduciario come un proprietario né qualifica, almeno nel *code civil*, i beni in *fiducie* come un patrimonio separato o segregato. La Francia sembra voler evolvere in direzione opposta al principio dell’unicità del patrimonio, sancito agli artt. 2284 e 2285 *code civil*, aprendo a forme di separazione patrimoniale. La scelta di dotarsi di un antagonista del *trust* - dettata da ragioni squisitamente economiche - sta comportando un mutamento o forse, più semplicemente, sta imponendo il confronto con l’idea che la proprietà può non essere più solo quella contenuta all’art. 544 *code civil*. Del resto, questo codice riconosce oggi che essa può essere fiduciaria, temporanea e finalizzata. V. Y. EMERICH, *Les fondements conceptuels de la fiducie française face au trust de la common law: entre droits des contrats et droits des biens*, in Rev. intern. dr. comp., 2009, p. 49; S. UGOLINI, *Il trust e la nuova legge francese sulla fiducie*, in Contratto e impresa/Europa, 2008, p. 309-331; F. BARRIÈRE, *La legge che istituisce la fiducie: tra equilibrio e incoerenza in Trusts e attività fiduciarie*, 2008, p. 124-134; A. BERLINGUER, *Trust et fiducie en Italie*, in Recueil Dalloz, 2008, p. 600; C.A. MARCOZ (Consiglio nazionale del notariato), *Il trust in Francia: prime osservazioni sulla legge francese istitutiva della “fiducia”*, n. 2007-211 del 19.02.07, Studio 1- 2008/A; F. LEFEBVRE, *La fiducie, mode d’emploi, dossiers pratiques*, 2007.

(*settlor*) in funzione della destinazione ad un dato scopo e dell'assoggettamento al controllo di un differente soggetto (*trustee*), senza passare attraverso la creazione di un nuovo soggetto di diritto. In questo senso depone il tenore letterale della disposizione, a mente della quale "... *per trust si intendono i rapporti giuridici istituiti da una persona, il costituente - con atto tra vivi o mortis causa - qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un trustee nell'interesse di un beneficiario o per un fine specifico*".

Quanto alle peculiarità strutturali, la Convenzione delinea i tratti minimali dell'istituto, specificando che (i) i beni che compongono il *trust* costituiscono una massa distinta ed esulano dal patrimonio del trustee e, in questo senso, costituiscono un patrimonio scisso da quello del trustee e inattaccabile dai suoi creditori personali nonché da quelli del *settlor*; (ii) tali beni sono intestati a nome del trustee o di un'altra persona per conto di quest'ultimo; (iii) il trustee è investito del potere e onerato dell'obbligo - di cui deve rendere conto - di amministrare, gestire o disporre dei beni secondo i termini del *trust*.

A puntualizzazione del concetto di "separazione", la Convenzione dispone, poi, che i beni del *trust* (i) non possano essere sequestrati dai creditori del trustee; (ii) siano separati dal patrimonio di costui in caso di sua insolvenza o fallimento; (iii) non facciano parte del suo regime matrimoniale o della sua successione e, da ultimo, prevede (iv) che sia permessa la loro rivendicazione qualora il trustee, violando i suoi obblighi, li abbia confusi con i propri. L'effetto segregativo è, dunque, tratto saliente dell'istituto del *trust* che consegue alla sua costituzione in conformità alla legge regolatrice. Tale effetto permane fino a che sussiste il vincolo impresso ai beni che ne fanno parte; alla scadenza del *trust* o alla caducazione del vincolo di destinazione a cagione dell'annullamento o revocazione del relativo negozio costitutivo, i beneficiari acquistano il diritto di divenire proprietari beni del *trust* laddove, invece, sino a quel momento ad essi compete una mera aspettativa di vantaggio⁷⁵.

⁷⁵ Risulta evidente dalle norme della Convenzione il rilievo sistematico della destinazione patrimoniale allo scopo. Nel modello anglosassone, in particolare, nell'ipotesi in cui il trustee compia atti di disposizione in *breach of trust*, il beneficiario può esperire le c.d. azioni di *tracing* o di *following the property*, che si atteggiano come un rimedio equitativo che permette al beneficiario di conservare intatti i propri diritti (equitativi) sui beni costituenti l'oggetto originario del *trust* mediante la condanna del terzo acquirente, purché in mala fede o avente causa a titolo gratuito, all'osservanza delle obbligazioni originariamente gravanti sul trustee. Vedi per tutti, M. LUPOI, *Trusts*, Milano, Giuffrè, 2001.

La Convenzione non richiede, invece, quale elemento necessario e caratterizzante il *trust* la "incomunicabilità bilaterale" tra il medesimo ed il patrimonio generale del *trustee*, rinviando ai singoli Stati aderenti la competenza in tema di rapporti fra costui ed i beneficiari, compresa la responsabilità personale del primo verso i secondi⁷⁶.

Ne deriva, quindi, che nell'impianto della Convenzione il modello descritto non sembra presentare connotati effettivamente discriminanti ed ulteriori rispetto al generale effetto della segregazione di un *quantum* patrimoniale, con ciò confermando l'idea che la segregazione patrimoniale di per sé non riflette forza e contenuti dogmatici suoi propri che ne giustifichino l'elevazione a vera e propria categoria speciale rispetto agli affini patrimoni autonomi e separati⁷⁷. E la conclusione verrà confermata, si anticipa, a valle dell'esame delle altre articolazioni della segmentazione patrimoniale.

⁷⁶ Tuttavia, nella prassi e negli studi dottrinari, la segregazione patrimoniale si è caratterizzata nel *trust* per una limitazione della responsabilità bidirezionale che impedisce ai creditori del *trustee* di rifarsi sui beni del *trust* e, specularmente, ai creditori del *trust* di aggredire i beni del *trustee*. In quest'ottica, il *trust* costituisce, se non un vero e proprio soggetto di diritto, quanto meno un centro autonomo di imputazione di qualsivoglia situazione giuridica, sia obbligatoria, sia reale, capace di interagire con il patrimonio generale del *trustee* o con altrettanti *trust* facenti capo al medesimo *trustee*. Non può omettersi di rilevare come, secondo il diritto inglese, il *trustee* risponda anche con il proprio patrimonio personale, abbia egli o meno palesato al terzo la propria qualità di *trustee*, salvo che nel contratto stipulato con il terzo non vi sia una clausola che preveda espressamente l'esclusione della responsabilità con i beni del *trustee* per le obbligazioni inerenti al *trust*; con ciò atteggiandosi detta separazione patrimoniale, in diritto inglese, come unilaterale. In tale direzione si muove, nel contesto nazionale, una recente giurisprudenza di merito in materia di pubblicità immobiliare che - pur negando l'affermazione di una qualche forma di soggettività giuridica in capo al *trust* - sembra legittimare la prassi di consentire la trascrizione contro il disponente e a favore del *trust* (con il proprio codice fiscale), a margine della quale annotare il rapporto gestorio a favore del *trustee*. Trib. Torino, 10 febbraio 2011, in *Notariato*, 2011, p. 408 e ss. con nota adesiva di A. STEFANI, «Trascrizione a favore del *trust*: una nuova frontiera?». Fino a questo momento, a fronte di una assoluta eterogeneità comportamentale dei vari uffici dell'Agenzia delle entrate-territorio, la prassi più corretta sembrava essere quella di ipotizzare una prima nota di trascrizione contro il disponente e a favore del *trustee* (salvo il caso di *trust* autodichiarato), ai sensi degli artt. 2643 e 2645 c.c. e una seconda nota contro il *trustee* avente ad oggetto la pubblicità del vincolo di *trust*; trascrizione, quest'ultima, che - in assenza di una disciplina delle modalità operativa della pubblicità immobiliare contenuta nell'art. 12 della Convenzione dell'Aja del 1 luglio 1985 - è stata ritenuta possibile in applicazione analogica dell'art. 2647 c.c. in materia di fondo patrimoniale. F. GAZZONI, *La trascrizione degli atti e delle sentenze*, cit., p. 91 e ss., critica l'utilizzo, ritenuto indiscriminato e acritico, dell'art. 12 della Convenzione dell'Aja in quanto non di immediata applicazione nell'ordinamento interno nonché, sia pure in via analogica, dell'art. 2647 c.c., la cui funzione di pubblicità notizia sarebbe ormai cristallizzata nella sentenza della Cassazione, S.U., 13 ottobre 2009, n. 21658 (nonché, più recentemente in Cass. 28 settembre 2012, n. 16526) a fonte del ruolo di opponibilità del vincolo da riservarsi piuttosto all'annotazione a margine dell'atto di matrimonio. Il richiamo all'art. 2647 c.c. ha rilievo, peraltro, solo con riguardo alla legittimazione della trascrizione del vincolo e non alla funzione della trascrizione, in quanto l'effetto di separazione conseguente alla pubblicità immobiliare sarebbe connaturato e funzionale agli scopi del *trust*, nel senso che negare che l'effetto di separazione discenda dalla trascrizione significherebbe non riconoscere il *trust* come rapporto giuridico disciplinato dalla Convenzione dell'Aja del 1 luglio 1985, sempre che la si ritenga direttamente operante nell'ordinamento interno anche ai c.d. *trust* interni.

⁷⁷ In questo senso, M. BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996, osserva che ben prima dell'introduzione nell'ordinamento dell'art. 2645-ter c.c., se si tiene presente che i casi

3.2 *Patrimoni autonomi e Patrimoni separati*

Volendo riassumere i termini del dibattito scientifico, al di là di suggestioni schematizzanti o di approcci marcatamente analitici, la distinzione tra le fattispecie di “*patrimonio autonomo*” e “*patrimonio separato*” si è tradizionalmente fondata sulla circostanza che alla distrazione di un compendio di beni dal patrimonio del soggetto consegua o meno un mutamento della titolarità⁷⁸: così, si parla di *patrimoni autonomi* a proposito di una massa di beni che, staccandosi dai patrimoni dei precedenti titolari, viene ricondotta ad un centro di imputazione nuovo e diverso; mentre, di *patrimoni separati* con riferimento a quella massa di beni che, sebbene scorporata, continua ad essere imputabile all’originario titolare, e ciò pur se risponde ad una diversa funzione e soggiace ad un differente regime in punto sia di circolazione sia di amministrazione (il che non sempre e necessariamente implica insensibilità fra le due masse separate di uno stesso patrimonio, ma più semplicemente limiti alla facoltà di disposizione dei beni scorporati), a tutela di interessi che travalicano la sfera giuridica del titolare e giustificano l’applicazione di un regime *ad hoc*⁷⁹.

normativamente previsti di separazione patrimoniale (fondo patrimoniale, fondi pensione, fondi comuni di investimento e ora i patrimoni di destinazione ex art. 2645-ter c.c.) contemplano un effetto di inaggregabilità per scopi estranei alla destinazione non solo dei beni, anche degli arricchimenti, cioè dei frutti, la distinzione fra patrimoni separati e patrimoni segregati appare meramente terminologica. Diversamente, M. LUIPOI, *Trusts*, 1997, p. 472 e ss.; Id., *Lettera a un notaio curioso di trusts*, in Riv. not., 2006, I, p. 343 e ss. La differenziazione fra patrimonio segregato e patrimonio separato risulterebbe imputabile ad una “... *incomunicabilità bidirezionale tra patrimonio separato (rectius segregato) e il soggetto che ne è titolare ... manca sia la tipica comunicazione mediata (frutto della traslazione) della responsabilità dal patrimonio generale a quello separato, sia la, egualmente tipica, potenziale comunicazione diretta degli arricchimenti dal patrimonio separato a quello generale; un distacco totale e definitivo fra le due sfere» a differenza di ciò che accadrebbe nel patrimonio separato in cui, invece, si verificherebbe una «traslazione, il cui effetto può essere anche quello di svuotare di ogni contenuto quel che è rimasto nel patrimonio generale del soggetto (e cioè la proprietà del patrimonio separato) ovvero di imporre una situazione di attesa fino al verificarsi della condizione che farà venir meno la separazione”*; A. GEMMA, *Destinazione e finanziamento*, G. Giappichelli Editore, Torino 2005.

⁷⁸ Non mancano, tuttavia, opinioni dissenzienti di chi, nel contestare la valenza meramente descrittiva di una simile classificazione, ha mostrato un approccio più incline a contemplare in modo pressoché indistinto le due forme di segmentazione patrimoniale, sino al punto di reputare gli uni coincidenti con gli altri o, tutt'al più, ricondurre patrimoni separati e patrimoni autonomi al rapporto *genus a species* sicché i secondi altro non sono che una *species* dei primi.

⁷⁹ Sulla scorta del suddetto criterio, costituiscono patrimoni autonomi, ad esempio, i fondi delle associazioni non riconosciute ed i patrimoni di enti sprovvisti di personalità giuridica. In tale ipotesi, viene costituito un nuovo centro di imputazione di rapporti giuridici cui viene trasferita la titolarità di un

Proprio in funzione della comprensione dell'istituto dei fondi di investimento e dell'interpretazione della disciplina, è opportuno tentare, quanto meno, di cogliere il significato di una tale differenziazione terminologica, tanto più ove si consideri l'insistenza del legislatore speciale nell'uso del sintagma "patrimonio autonomo" (anziché "patrimonio separato") con riferimento ai fondi comuni di investimento.

Diviene allora centrale indagare, in chiave ricostruttiva, la fattispecie dei patrimoni separati⁸⁰ e, a tal fine, può risultare utile spostare il *focus* dell'indagine sugli istituti che, nel pensiero dominante, ne costituiscono l'espressione fenomenologica, ovvero, i "patrimoni destinati ad uno specifico affare" di cui all'art. 2447 *bis* e ss. c.c. e gli "atti di destinazione" ex art. 2645 *ter* c.c. Si premette che quella che segue non vuole essere un'indagine rigorosa ed analitica delle richiamate fattispecie – e, del resto, neppure sarebbe questa la sede opportuna – ma una mera ricostruzione delle linee portanti delle figure, esclusivamente piegata al fine qui dichiarato.

I patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all'art. 2447 *bis* e ss. c.c.⁸¹ rappresentano un efficiente strumento di differenziazione delle attività di un'impresa che

determinato compendio di beni. In tal caso il titolare originario perderà "la facoltà di disporre liberamente [dei propri beni], mentre l'ente che lo [riceverà] avrà un potere dispositivo sottoposto ai vincoli derivanti dallo scopo per cui è stato istituito". Invece, sono patrimoni separati l'eredità giacente, l'eredità beneficiata, il patrimonio del concepito e quello del nascituro non concepito, il fondo patrimoniale, il patrimonio sottoposto a liquidazione concorsuale, i beni oggetto di sostituzione fedecommissaria; i fondi speciali per la previdenza e l'assistenza enunciati dall'art. 2117 c.c.; nonché, più di recente, i patrimoni destinati ad uno scopo di cui agli art. 2447-*bis* e ss. c.c., i beni rispetto ai quali venga trascritto un vincolo di destinazione ex art. 2645 *ter* c.c. Oggi, può dirsi pacifico che il patrimonio separato sia un centro autonomo che ha, con il patrimonio generale, un unico punto di contatto: la riconducibilità ad un unico titolare. Tale impostazione determina la configurabilità tra i due patrimoni di relazioni giuridiche in forza delle quali dei beni possono essere ceduti e contemporaneamente acquistati da uno stesso soggetto e, dunque, uscire da una massa per confluire nell'altra di titolarità del medesimo soggetto. Sul punto, A. GEMMA, *Destinazione e finanziamento*, G. Giappichelli Editore, Torino 2005; M. NUZZO, *Il principio di indivisibilità del patrimonio*, in *Le nuove forme di organizzazione del patrimonio* (a cura di G. DORIA), Torino, 2010, p. 33 e ss.; F. FERRARA, *Trattato di diritto civile italiano*, Roma, 1921, I, p. 875; P. GABRIELE, *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in *Giurispr. Comm.*, 2010, fasc. 4, p. 593; G. DORIA, *Il patrimonio finalizzato*, in *Riv. dir. civ.*, 2007; M. BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996, p. 21 e 24; F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, 9^a ed., rist., Napoli, 1986, 85; L. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, 10 ss. e 380 ss.

⁸⁰ Sul punto, è stato osservato in dottrina che il patrimonio separato costituisce un sottoprodotto culturale dell'intrecciarsi della teoria del diritto soggettivo e della teoria della finzione, nel segno di una lettura della soggettività nel prisma deformante del diritto soggettivo. R. ORESTANO, *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto* (1960) e "Persona" e "persone giuridiche" nell'età moderna (1968), in *Azione, diritti soggettivi, persone giuridiche*, Bologna, 1978, rispettivamente alle pp. 115 ss. e 193 ss.

⁸¹ L'art. 2447 *bis* dispone che "... La società può: a) costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare; b) convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano

opera in settori di affari eterogenei ed una valida alternativa alla duplicazione soggettiva (la società è e rimane unica) e ciò in un'ottica di razionalizzazione delle strutture giuridiche e concezione dinamica delle risorse aziendali. In simili ipotesi, infatti, la specializzazione patrimoniale con riferimento ad una data linea di *business* consente, per un verso, una migliore gestione (e, quindi, un risparmio di costi) delle operazioni di monitoraggio delle diversificate attività produttive e, per l'altro, una specificazione dei fattori di rischio e la correlata delimitazione della responsabilità, così implementando trasparenza ed efficienza nell'allocazione dei capitali di investimento a beneficio dei terzi creditori.

In buona sostanza, la nuova fattispecie consente la perimetrazione di alcuni *assets* all'interno di un medesimo patrimonio che - pur rimanendo di titolarità della medesima società - godono di una vita economico-finanziaria distinta ed autonoma e, per di più, ad essi corrisponde la formazione di una classe creditoria "particolare" in grado di far valere le proprie istanze soddisfattive prioritariamente sul nucleo patrimoniale separato.

In altri termini, i *patrimoni destinati* danno luogo ad una ipotesi di separazione unilaterale e ciò in quanto la funzionalizzazione degli *assets* ad un affare specifico se, per un verso, determina l'effetto di indisponibilità da parte della società del patrimonio destinato per il perseguimento di fini diversi dallo specifico affare che ha legittimato la

destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi. Salvo quanto disposto in leggi speciali, i patrimoni destinati ai sensi della lettera a) del primo comma non possono essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società e non possono comunque essere costituiti per l'esercizio di affari attinenti ad attività riservate in base alle leggi speciali". Sotto la comune etichetta di *patrimoni destinati ad uno specifico affare* la norma riunisce, in realtà, i due istituti dei cc.dd. "*patrimoni destinati in senso stretto*" e dei cc.dd. "*finanziamenti destinati*" che si fondano, a ben vedere, sul concetto unitario di destinazione. Innanzitutto, le società possono, esercitando l'autonomia loro riservata nella configurazione degli istituti in esame, decidere di costituire uno o più patrimoni, ciascuno dei quali destinato in via esclusiva a uno specifico affare, nonché, rispettivamente, di convenire che nel contratto riguardante il finanziamento di uno specifico affare, ai fini del rimborso (totale o parziale) dello stesso finanziamento, siano destinati tutti o parte dei proventi dell'affare.

La norma esordisce introducendo un collegamento tra il patrimonio della società ed il patrimonio destinato, a conferma, seppure ve ne fosse bisogno, dell'unitaria soggettività giuridica. I beni, infatti, e i rapporti compresi nei patrimoni destinati sono anche "*distintamente indicati nello stato patrimoniale della società*" (inteso come stato patrimoniale individuale della società gemmante e non stato patrimoniale consolidato della medesima): le attività e passività del patrimonio destinato sono attività e passività della società, ed i saldi delle scritture contabili dello specifico affare sono destinati a confluire periodicamente, per saldi di conto piuttosto che per singole scritture contabili, nella contabilità generale della società, il che non esclude, peraltro, la possibilità di rapporti anche tra patrimoni destinati e patrimonio della società, considerato che i patrimoni destinati, pur in assenza di duplicazione della soggettività giuridica, godono di una vita economico-finanziaria distinta ed autonoma rispetto a quella della società. G. RACUGNO, *Sgr e contabilità del fondo*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.5, 2016, pag. 628; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, Torino, Giappichelli, 2008.

creazione di un compendio separato, per l'altro, non impedisce categoricamente che i creditori particolari possano esercitare le proprie pretese anche sul patrimonio generale; ciò accade, ad esempio, in ipotesi di responsabilità illimitata nei confronti dei creditori involontari, ovvero quando ciò sia espressamente previsto nella delibera istitutiva del *patrimonio destinato* o, ancora, in caso di mancata menzione del vincolo di destinazione rispetto ad atti compiuti in relazione allo specifico affare⁸².

Sicché, è chiaro che in tale ipotesi il grado di insensibilità del patrimonio generale alle obbligazioni contratte per il raggiungimento dello scopo che ha giustificato la separazione patrimoniale non è massimo ed assoluto.

Venendo, ora, alla figura degli atti di destinazione, il disposto di cui all'art. art. 2645 *ter* c.c.⁸³ - con una norma di portata sicuramente innovativa nel nostro sistema -

⁸² L'art. 2447 *quinquies*, comma terzo, c.c., dispone che "... *Qualora la deliberazione prevista dall'articolo 2447 ter non disponga diversamente, per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato. Resta salva tuttavia la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito. Gli atti compiuti in relazione allo specifico affare debbono recare espressa menzione del vincolo di destinazione; in mancanza ne risponde la società con il suo patrimonio residuo*". Il che implica che, per un verso, la responsabilità sociale è illimitata con riguardo alle obbligazioni derivanti da fatto illecito: in relazione a tale tipologia di obbligazioni la società è tenuta a rispondere con tutto il proprio patrimonio, separato e non (ciò significa, in una prima accezione, che la separazione patrimoniale è opponibile soltanto ai creditori volontari, ovvero a quei creditori che hanno concesso credito sulla base di una valutazione di merito avente ad oggetto il contenuto della delibera di costituzione; in una seconda accezione, significa altresì che, in ragione del carattere eccezionale della disciplina del patrimonio destinato, l'utilizzo illecito dello stesso comporta il venir meno del regime di separazione e la correlativa espansione della responsabilità patrimoniale della società. In questo senso, G. GIANNELLI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004, 172). Per altro verso, è la stessa deliberazione costitutiva del patrimonio che potrebbe prevedere un regime di responsabilità patrimoniale diverso per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare.

⁸³ L'articolo 2645-*ter* c.c. prevede l'opponibilità ai terzi del vincolo di destinazione riguardante beni immobili o mobili iscritti in pubblici registri destinati, per un periodo stabilito, alla realizzazione di interessi meritevoli di tutela riferibili a persone con disabilità, a pubbliche amministrazioni, o ad altri enti o persone fisiche ai sensi dell'articolo 1322 c.c., secondo comma. Il vincolo non può durare oltre novant'anni o la vita del beneficiario. Deve risultare da atto pubblico (dubbio se possa essere contenuto in un testamento) e va trascritto ai fini della opponibilità verso i terzi. Come nel *trust*, l'effetto del vincolo è quello della segregazione dei beni su cui insiste, che rimangono separati dal restante patrimonio dell'autore della destinazione, venendo così sottratti alla disciplina generale di cui all'articolo 2740 del Codice civile. Soltanto creditori qualificati possono infatti aggredire i beni destinati (ed i loro frutti), quando il credito è sorto in relazione allo scopo da perseguire. All'effetto segregativo corrisponde, dunque, un sacrificio delle ragioni dei creditori che, a causa della creazione del vincolo di destinazione, vedono diminuire la garanzia patrimoniale rappresentata dai beni del debitore. I creditori stessi potranno comunque tutelarsi tramite gli ordinari mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale, primariamente con lo strumento dell'azione revocatoria. I beni conferiti devono essere impiegati per il fine stabilito. Il disponente, o qualsiasi altro interessato, possono agire per la realizzazione dello scopo. Il requisito della meritevolezza del fine perseguito giustifica la deroga alla regola generale sulla garanzia patrimoniale. In difetto dello stesso, secondo la dottrina prevalente, l'atto di destinazione è nullo per mancanza o insufficienza della causa. Si è poi di recente affermato nella giurisprudenza di merito (Corte di Appello Trieste, 19 dicembre 2013, Tribunale Reggio Emilia 12 maggio 2014) che il giudizio di meritevolezza non vada soltanto correlato alla

prevede l'opponibilità ai terzi del vincolo di destinazione riguardante beni immobili o mobili iscritti in pubblici registri destinati, per un periodo stabilito, alla realizzazione di interessi meritevoli di tutela riferibili a persone con disabilità, a pubbliche amministrazioni, o ad altri enti o persone fisiche ai sensi dell'art. 1322 c.c., secondo comma, per una durata massima fissata in novant'anni o, comunque, non oltre la vita del beneficiario; deve risultare da atto pubblico (dubbio se possa essere contenuto in un testamento) e deve essere trascritto ai fini della opponibilità verso i terzi.

Superando il dibattito scientifico in punto di natura della disposizione - che spazia dalla tesi della mera norma sulla pubblicità a quella più incline a conferirle una valenza di tipo sostanziale, fonte del generale "negozio di destinazione"⁸⁴, senza dimenticare la non secondaria questione se attraverso l'art. 2645 *ter* c.c. il legislatore abbia o meno inteso legittimare l'istituto del *trust* nel diritto interno⁸⁵ - è utile ai fini che qui interessano guardare alle modalità di costituzione del vincolo di destinazione.

liceità, ma debba essere ulteriormente verificata la condizione che l'interesse perseguito sia preminente rispetto quello dei creditori e degli aventi causa, che dall'atto possono subire pregiudizio.

⁸⁴ Ai sensi di una prima tesi, l'art 2645 *ter* c.c. è norma sugli effetti; tale tesi nega cioè che con la norma in parola si sia dato ingresso nel nostro ordinamento alla categoria del negozio atipico di destinazione: la norma avrebbe una portata meramente effettuale e non sostanziale. Tanto sulla base della valorizzazione e della collocazione della stessa, e dell'assenza di una puntuale disciplina degli aspetti sostanziali inidonea, dunque, a dar vita ad una nuova fattispecie negoziale. Una seconda tesi valorizza la dimensione sostanziale dell'art 2645 *ter* c.c. Questa seconda tesi, invece, ritiene che la norma *de qua*, seppur in modo frammentario e confuso, contenga comunque elementi di disciplina sostanziale di una nuova fattispecie: il negozio atipico di destinazione. Tanto sul rilievo che il legislatore ha con essa inteso dettare una disciplina essenziale, lasciando poi all'autonomia privata libertà nel perseguimento delle proprie finalità, salvo il rispetto del fondamentale parametro della meritevolezza degli interessi. Per una corretta ricostruzione della fattispecie v. A. GEMMA, *Destinazione e finanziamento*, G. Giappichelli Editore, Torino 2005; M. BIANCA, *Atto negoziale di destinazione e separazione*, in *Atti di destinazione e trust*, Giuseppe Vettori (a cura di), Padova, 2008; Id. *Il nuovo art 2645 ter c.c. Notazioni a margine di un provvedimento del giudice tavolare di Trieste*, in *Giust. Civ.*, 2006, II, p. 187 e ss.; id., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996; *Vincoli di destinazione del patrimonio*, in *Enc. Giur. Treccani*, XV, Roma 2007.

⁸⁵ La dottrina si è occupata dell'analisi del rapporto tra trust e atti di disposizione ex art. 2645 *ter*, nel quadro del dibattito sull'ammissibilità del c.d. trust interno e sulle sue problematiche applicative. Si è infatti evidenziato che l'art. 2645 *ter* c.c. risponderebbe all'esigenza di creare un modello (generale?) di destinazione del patrimonio ad uno scopo, con cui il legislatore italiano potrebbe aver "mostrato di voler abbandonare i precedenti stranieri che si muovevano nella direzione della inurbazione di istituti stranieri come il trust" (M. BIANCA, *Novità e continuità dell'atto negoziale di destinazione*, in M. Bianca (cur.), *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione - L'art. 2645 ter del codice civile*, Milano 2007, p. 34). Altri Autori hanno invece messo in evidenza che l'art. 2645 *ter* c.c. non sarebbe in grado di "di offrire al nostro ordinamento un istituto che possa competere o anche solo confrontarsi con il trust" (A. ZOPPINI, *Prime (e provvisorie) considerazioni sulla nuova fattispecie*, in *La trascrizione dell'atto di destinazione*, a cura di M. Bianca, cit., p. 100). Un confronto tra i due istituti restituisce significative differenze strutturali dal punto di vista della (i) struttura, in quanto con riferimento alla dinamica dei rapporti tra i soggetti coinvolti, è prevista la possibilità che sia il conferente ad agire per l'attuazione del fine dell'atto di destinazione, il che allontana l'art. 2645 *ter* c.c. dalla disciplina inglese dei trust, che prevede la legittimazione ad agire in capo ai beneficiari o al guardiano, non anche in capo al disponente; (ii) della forma, giacché il trust inglese non

E in questa prospettiva, il destinante potrà, a seconda dei casi:

- (i) imprimere su parte dei propri beni un vincolo di destinazione, mantenendo il potere gestorio degli stessi e assumendo anche il ruolo di attuatore della destinazione;
- (ii) imprimere su parte dei propri beni un vincolo di destinazione e nominare attuatore un terzo, senza effetti traslativi della proprietà dei beni destinati, eventualmente accompagnando la nomina dell'attuatore da un collegato contratto di mandato con rappresentanza;
- (iii) trasferire la proprietà dei beni destinati all'attuatore che ne acquista la mera titolarità formale e, contestualmente, imprimere sui beni trasferiti per gli scopi della destinazione il vincolo di destinazione.

In ogni caso, la connotazione funzionale impressa ai beni dà corpo ad un'ipotesi di separazione patrimoniale: il vincolo di destinazione su taluni beni si accompagna, infatti, ad una delimitazione della responsabilità unilaterale, nel senso che sulla massa destinata potranno essere fatte valere soltanto le istanze soddisfattive dei creditori delle obbligazioni contratte per la realizzazione dello scopo destinatorio, ma non è da escludersi, tuttavia, che quest'ultimi possano avere azione anche sul patrimonio del soggetto cui è imputabile la titolarità dei beni destinati, a seconda dello schema di destinazione prescelto.

In definitiva, tanto i *patrimoni destinati ad uno specifico affare* quanto gli atti di destinazione riflettono i connotati tipologici di una segmentazione patrimoniale declinata "in senso debole": il grado di insensibilità del patrimonio generale alle vicende inerenti agli *assets*/beni scorporati non è, infatti, assoluto e, a tal proposito, sembra più corretto discutere di "patrimoni separati" e non di "patrimoni autonomi".

è soggetto alla forma dell'atto pubblico *ad substantiam*; solo la forma scritta viene prescritta dalla Convenzione dell'Aja (art. 3), sebbene nella pratica il ricorso all'atto pubblico sia considerato più prudente; (iii) dell'oggetto, nel trust possono essere incluse anche posizioni non dominicali, oltre che beni mobili non registrati, somme di denaro, titoli di credito; (iv) della durata, l'atto di destinazione è soggetto alla durata massima di 90 anni o è parametrato sulla vita della persona fisica beneficiaria; diverse regole sono stabilite sul punto in diritto inglese, nelle leggi del modello internazionale e degli Stati Uniti; (v) del regime, la separazione patrimoniale negli atti di destinazione è unilaterale e incompleta in quanto manca una disposizione che sottragga espressamente i beni destinati alla successione per causa di morte ed al regime patrimoniale della famiglia del proprietario "fiduciario".

Ove si sposti l'attenzione sulle fattispecie espressione dell'autonomia patrimoniale - quali i patrimoni delle associazioni non riconosciute ai sensi dell'art. 38 c.c.⁸⁶ piuttosto che i fondi pensione *ex art. 6, comma 4 ter, l. n. 124/1993*⁸⁷ - emerge all'evidenza il comune dato strutturale dell'indipendenza del patrimonio (appunto autonomo) dal

⁸⁶ Le associazioni non riconosciute sono entità disciplinate agli artt. 36, 37 e 38 c.c. La necessità di dare concretezza alla libertà di associazione *ex art. 18 Cost.* ha indotto il legislatore a predisporre un apposito strumento idoneo a soddisfare l'esigenza degli individui di riunirsi per perseguire finalità lecite purché non economiche (anche se anche le associazioni non riconosciute sono ammesse allo svolgimento di attività economica, vedi per tutte, Cass. Civ., n. 5836/2013). Al fine di garantire lo svolgimento delle attività dell'associazione, l'art. 37 c.c. prevede che *"... I contributi degli associati e i beni acquistati con questi contributi costituiscono il fondo comune dell'associazione. Finché questa dura, i singoli associati non possono chiedere la divisione del fondo comune, né pretenderne la quota in caso di recesso"*. Emerge, dunque, la caratterizzazione del fondo comune nel senso di un patrimonio autonomo dell'ente, distinto da quello dei singoli associati, sul quale grava il vincolo di destinazione al soddisfacimento degli scopi propri dell'associazione. Tuttavia, si tratta di un regime di "autonomia patrimoniale imperfetta", giacché l'art. 38 cc. prevede che per le obbligazioni dell'associazione non riconosciuta rispondono anche, personalmente e solidalmente, coloro che hanno agito in nome e per conto dell'ente. Tali soggetti dovrebbero individuarsi, secondo attenta dottrina, esclusivamente negli amministratori (F. GALGANO, *Diritto privato*, Padova, 1994, 614). La giurisprudenza costantemente fonda la propria interpretazione sul tenore letterale e sulla *ratio* della norma. Risponde dunque solidalmente con l'associazione, chi ha agito in nome e per conto della medesima, anche se si tratti di un semplice associato (Cass. Civ., 1657/85; Cass. Civ. Sez. III, 4710/81; cfr. Cass. Civ., Sez. III, 18188/2014 che espressamente esclude il collegamento della responsabilità rispetto alla carica). La norma in commento risponde ad un'evidente esigenza di tutela del terzo che compia attività negoziale con l'associazione non riconosciuta: la facoltà concessa al terzo di rivolgersi indistintamente ed illimitatamente anche ai soggetti che hanno speso il nome dell'associazione costituisce il contrappeso previsto dall'ordinamento che bilancia la mancanza di pubblicità tanto dei poteri quanto della effettiva consistenza patrimoniale dell'ente.

⁸⁷ I fondi pensione, invece, costituiscono una categoria di prodotti finanziari regolamentati dalla legge speciale e rispondente ad una funzione integrativa del sistema previdenziale pubblicistico. Affinché si possa parlare di "fondo pensione" è necessario che il prodotto sia conforme ad una serie di caratteristiche precise (modalità di versamento, possibilità di avere anticipi durante la fase di accumulo, erogazione del capitale accumulato e/o della pensione, ecc..) previste dalla normativa di settore. L'esercizio dell'attività dei fondi pensione è subordinato alla preventiva autorizzazione da parte della COVIP (Commissione di Vigilanza sui fondi Pensione), cioè da un organismo pubblico che emana la normativa volta a garantire la tutela dei sottoscrittori. I fondi pensione possono essere costituiti come soggetti giuridici di natura associativa ai sensi dell'art. 36 del codice civile (associazioni non riconosciute). In questo caso si parla di fondi negoziali o chiusi. In pratica, i sindacati dei lavoratori e le associazioni dei datori di lavoro si accordano per costituire un'associazione senza fini di lucro (il fondo pensione negoziale) che ha lo scopo di gestire il denaro versato dai lavoratori e dalle imprese per l'erogazione di una pensione integrativa. Lo statuto ed il regolamento del fondo stabiliscono poi le regole di partecipazione in conformità con quanto prescritto dalla legge sui fondi pensione. I fondi negoziali vengono anche definiti chiusi perché possono aderirvi solo i lavoratori che rientrano nelle categorie stabilite dallo statuto e dai regolamenti del fondo negoziale stesso. Quanto al rapporto tra il fondo pensione ed il patrimonio del gestore, l'art. 6, comma 4-ter, l. n. 124/1993 statuisce che *"... I fondi pensione sono titolari dei valori e delle disponibilità conferiti in gestione, restando peraltro in facoltà degli stessi di concludere, in tema di titolarità, diversi accordi con i gestori a ciò abilitati nel caso di gestione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale. I valori e le disponibilità affidati ai gestori di cui al comma 1 secondo le modalità ed i criteri stabiliti nelle convenzioni costituiscono in ogni caso patrimonio separato ed autonomo, devono essere contabilizzati a valori correnti e non possono essere distratti dal fine al quale sono stati destinati né formare oggetto di esecuzione sia da parte dei creditori dei soggetti gestori, sia da parte di rappresentanti dei creditori stessi, né possono essere coinvolti nelle procedure concorsuali che riguardano il gestore"*.

soggetto gravato della gestione, nel duplice senso che, in linea generale e di principio⁸⁸, i creditori di quest'ultimo non potranno aggredire il patrimonio autonomo, così come i creditori delle obbligazioni che gravano sul patrimonio autonomo non potranno far valere i propri diritti sul patrimonio dell'entità che lo gestisce.

In ogni caso, al di là di ogni dogmatismo concettuale, è chiaro come nella concreta realtà non sia possibile individuare una netta linea di demarcazione tra le due tipologie di patrimoni testé esaminate⁸⁹ che, innegabilmente, presentano taluni elementi di contatto⁹⁰. Ed infatti, tanto i patrimoni separati quanto quelli autonomi sono funzionali a limitare l'operatività della garanzia patrimoniale generica *ex art. 2740 c.c.* e condividono la medesima matrice della “destinazione ad uno scopo” giacché strumentali, entrambi, alla creazione di “relazioni beni-fine”. Ancora, in ambedue le tipologie di segmentazione patrimoniale si rinviene, in via generale, l'elemento della cesura fra le vicende che interessano il patrimonio generale e quelle afferenti ai beni separati. Le diverse fattispecie condividono, infatti, la “separazione” intesa come creazione di un nuovo assetto disciplinare funzionale alla destinazione ad uno scopo meritevole di tutela, per effetto della quale, i beni segregati, per un verso, sono sottratti alle pretese dei creditori “generalisti” del debitore e, per l'altro, sono prioritariamente destinati al soddisfacimento di obbligazioni connesse con gli interessi tutelati mediante la separazione.

Tutto ciò non toglie che, comunque, l'omogeneità del fenomeno segregativo si declini secondo modalità differenti: va da sé, infatti, che costituire un patrimonio separato

⁸⁸ Si fa riferimento al richiamato concetto di autonomia patrimoniale imperfetta che impedisce di circoscrivere la responsabilità delle obbligazioni contratte per conto dell'ente al solo fondo comune dell'ente medesimo.

⁸⁹ Non è eccezionale, infatti, che la dottrina spessi approdi a conclusioni diverse rispetto alla classificazione di un istituto come patrimonio separato piuttosto che come patrimonio autonomo. Un esempio paradigmatico di tale eterogeneità di risultati si rinviene nel caso dell'eredità giacente: per alcuni da ricondurre ai patrimoni separati (F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, Esi, 1986, 8449; L. BIGLIAZZI GERI, v. *Patrimonio autonomo e separato*, in *Enc. dir.*, Milano, Giuffè, XXXII, 1982, 281); Id., *A proposito di patrimonio autonomo e separato*, in *Studi in onore di P. Rescigno*, vol. II, *Diritto privato*, Milano, 1998; per altri, a quelli autonomi (M. LUPOI, *Trusts*, Milano, Giuffrè, 2001, 450 e 569, il quale, al riguardo, nota l'affinità con i patrimoni autonomi).

⁹⁰ Osserva P. GABRIELE, *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in *Giur. Comm.*, fasc. 4, 2010, pag. 593 e ss. “... In forza dell'operare della separazione patrimoniale si modificano gli equilibri fra le situazioni giuridiche convergenti sui beni che vi sono sottoposti: il potere dispositivo del titolare perde la sua connotazione di virtuale illimitatezza ed al contempo le pretese dei creditori si rimodulano. Al suo interno, autonomia e separazione patrimoniale in senso stretto non si pongono come termini contrapposti di una tassonomia bicefala, bensì come i confini di una serie continua di figure fra le quali non sussiste soluzione di continuità, ma ricorre solamente una diversa intensità nella estrinsecazione dei caratteri salienti”.

è cosa ben diversa dal conferirgli autonomia e il *discrimen* va colto non tanto sul piano della fattispecie – nel senso che il patrimonio autonomo, differentemente da quello separato, implicherebbe la creazione di un nuovo soggetto giuridico – quanto, piuttosto, sul piano della diversa modalità di interazione tra il patrimonio generale ed i creditori dei beni distratti.

L'analisi sin qui svolta consente di accedere ad alcune riflessioni conclusive sul tema.

Non è fuor di luogo pensare ad un *genus* che raccolga sotto l'etichetta della “segregazione patrimoniale” – che, come visto, non presenta connotati strutturali ulteriori rispetto alla mera instaurazione della relazione funzionale “beni-fine” - le varie *species* di specializzazione della responsabilità patrimoniale, le quali - pur presentando i medesimi tratti della segregazione patrimoniale - si caratterizzano per una diversa declinazione dell'insensibilità del patrimonio generale alle vicende obbligatorie concernenti i compendi distaccati, più intensa nei patrimoni autonomi e meno intensa, invece, nei patrimoni separati.

Nel senso testé chiarito, il moltiplicarsi delle manifestazioni della segmentazione patrimoniale richiede una rimediazione dell'originario rapporto biunivoco tra soggetto e patrimonio, storicamente baluardo del modello proprietario. In questa prospettiva, la separazione assume una valenza che esula dalle logiche proprietarie - giacché comporta la selezione degli interessi ritenuti rilevanti ed il conferimento di effettività alla loro graduazione – e suggerisce di condurre l'indagine in una prospettiva funzionale che superi il profilo della mera titolarità dei beni e si focalizzi sulla finalità perseguita attraverso lo strumento segregativo.

4. Il fondo comune di investimento nelle elaborazioni dottrinali

I rilievi avanzati hanno consentito, per un verso, di delineare i confini del sintagma “patrimonio autonomo” rispetto alla figura affine del “patrimonio separato” e, per l'altro, di rilevare tutta l'inattendibilità di una impostazione che legga, in via esclusiva, il rapporto tra soggetto e patrimonio in termini di una relazione biunivoca sulla scorta dei tradizionali schemi dominicali.

Si dispongono, ora, degli elementi necessari per affrontare il dibattuto tema della natura giuridica dei fondi comuni di investimento, tradizionalmente segnata da una costante tensione tra l'autonomia soggettiva e l'essere mero oggetto – per effetto della segregazione patrimoniale per l'appunto – dell'attività gestoria della Sgr. L'analisi non può che prendere le mosse da un preliminare *excursus* delle principali teoriche che, sin da quando, negli anni '60, i fondi fecero la loro comparsa nel mercato finanziario, si sono variamente contese la scena.

a) La teoria della comunione di diritto comune

I teorici del diritto che per primi si sono avvicinati al tema⁹¹ hanno ricostruito la natura giuridica dei fondi di investimento in termini di una *universitas*, costituita da titoli e denaro di cui i partecipanti erano proprietari in comunione tra loro e di cui ciascuno di essi era proprietario esclusivo nei limiti della quota di sua pertinenza. Insomma, il fondo altro non è, a mente di tale teorica, che una comunione *sui generis*, i cui tratti peculiari si individuano nella sottrazione del potere di gestione dei beni ai partecipanti e nel conseguente affidamento, in via esclusiva, alla società di gestione. Seguendo la suddetta impostazione, la titolarità dei beni è dunque imputabile in capo ai partecipanti e sottratta, per converso, alla Sgr che esercita un mero potere gestorio di cui risponde secondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario. Si spiegherebbe così il riferimento dell'art. 36 TUF alla disciplina del mandato: va da sé che se i partecipanti al fondo sono proprietari dei beni sono altresì dotati del potere di stipulare un contratto di mandato con cui demandano alla Sgr l'assolvimento di ogni onere gestorio.

E tuttavia tale teorica ha prestato il fianco ad obiezioni di non poco conto che ne hanno comportato, nel tempo, il progressivo abbandono. Si è osservato, al riguardo, che l'intrinseca diversità di scopo che connota il fenomeno del fondo comune di investimento rispetto alla comunione ne impedisce ogni assimilazione sul piano strutturale. A ben vedere, infatti, l'essenza della comunione risiede in una situazione statica nella quale un

⁹¹ Tra gli altri, G. VISENTINI, *Riflessioni in tema di fondi comuni d'investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in Riv. soc., 1969, 1194 ss.; G. CASTELLANO, *Per una qualificazione giuridica dei fondi di investimento immobiliare*, in Riv. soc., 1969, 1550; JAEGER P. G., *Sui fondi comuni di investimento*, in Riv. soc., 1969, 1113 ss. e, più recentemente, le osservazioni riassuntive di BARTOLI, *Trust e fondi comuni d'investimento nella cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico*, in www.dircomm.it.

coacervo di beni comuni sono funzionalizzati al mero godimento ed alla possibilità di trarne gli utili, laddove il fondo di investimento ha invece la funzione di generare utilità dall'investimento degli apporti conferiti dai partecipanti ed è proprio la testé riferita connotazione che priva i partecipanti al fondo di qualsivoglia potere gestorio e di godimento. Conseguentemente, mentre nella comunione di diritto comune i singoli condividenti hanno poteri di amministrazione funzionali all'immediato godimento dei beni, nel fondo, diversamente, ogni potere di gestione compete alla Sgr ed i partecipanti acquistano nei suoi confronti un "diritto di credito" a che il gestore conformi la propria condotta ai canoni fissati nella legge e nel Regolamento, e rimborsi il valore della quota sottoscritta unitamente ai proventi dell'attività dell'investimento in rapporto al personale conferimento.

Allo stesso modo, del tutto differente è il regime di responsabilità con riferimento ai creditori delle cose comuni, da un lato, e del fondo, dall'altro: mentre nella comunione il creditore personale di uno dei condividenti ha azione sulla porzione dei beni comuni corrispondente al valore della quota del proprio debitore; nel fondo, invece, proprio per la differente natura del rapporto di partecipazione al fondo, i creditori dei partecipanti potranno agire soltanto sul diritto di credito che ciascuno di essi ha nei confronti della Sgr, senza poter vantare alcuna pretesa alla separazione in natura dei beni del fondo.

b) La teoria della soggettività giuridica

Il *modus operandi*, caro alla tradizione giuridica domestica, di settare le relazioni tra soggetti e patrimoni in una logica esclusivamente proprietaria ha indotto parte della dottrina a soggettivizzare il fondo di investimento. Il risultato è presto detto: l'imputazione della titolarità dei beni conferiti nel fondo stesso quale nuovo ed autonomo soggetto di diritto, distinto sia dalla Sgr, sia dai partecipanti.

Si è detto in tal senso, facendo leva sulla separazione normativamente sancita tra patrimonio del fondo e patrimonio della Sgr, che sebbene il legislatore non abbia inteso conferire personalità giuridica al fondo, lo ha reso, tuttavia, destinatario di obbligazioni attive e passive che lo rendono capace di operare nel sistema come un soggetto autonomo,

del tutto similmente a quanto accade nelle fondazioni (non riconosciute)⁹² o nelle associazioni non riconosciute. In quest'ottica, il fondo comune di investimento si atteggia non come oggetto bensì come soggetto di diritto, capace di instaurare – a mente dell'art. 36 TUF – un valido rapporto di mandato con la Sgr così investendola della funzione gestoria.

Se la ricostruzione che vedeva nel fondo una comunione di diritto comune è stata presto scartata, quella della soggettivizzazione ha avuto invece maggior seguito divenendo la teoria senz'altro prevalente nel panorama dottrinario (almeno sino all'intervento della Suprema Corte di Cassazione con la pronuncia n.16605/2010)⁹³, peraltro, anche accreditata dal Consiglio di Stato⁹⁴.

⁹² Il richiamo dell'istituto della fondazione spiegherebbe la ragione per cui i sottoscrittori non possono esercitare alcuna ingerenza nell'amministrazione del patrimonio nonché il motivo per cui la Sgr è responsabile verso di essi secondo le regole del mandato. Come è noto, infatti, l'art. 18 c.c. prevede che gli amministratori sono responsabili verso l'ente secondo le regole del mandato. Inoltre, come per il fondo comune di investimento, prevale l'elemento patrimoniale in quanto la stessa è costituita per destinare allo scopo stabilito dal fondatore un complesso di beni. Tuttavia, anche in tale ipotesi il richiamo all'istituto delle fondazioni appare inappropriato in forza di un confronto sistematico delle rispettive discipline e della irrimediabile alterità funzionale dei fondi di investimento rispetto alle fondazioni. Basterà notare, al riguardo, che tra gli scopi della fondazione non figura lo svolgimento di un'attività economica che, invece, rappresenta l'essenza e la ragione stessa dell'istituto del fondo di investimento nell'ottica di valorizzare l'apporto dei partecipanti nel loro esclusivo interesse.

A ciò si aggiunga che dibattuta è la stessa sussistenza nel nostro ordinamento delle fondazioni prive di personalità giuridica. Al di là delle varie teoriche che si sono sviluppate in argomento – che spaziano dalla assoluta inammissibilità delle fondazioni non riconosciute giacché il nostro sistema non tollera la dissociazione tra soggettività e personalità giuridica, alla tesi della validità non in via generale ma soltanto allorché sussistano le condizioni di cui ai all'art. 39 c.c. riferito ai comitati – nessuna di esse è disposta ad ammettere l'esistenza, in via generale ed assoluta, della fondazione non riconosciuta destinata all'esercizio di un'attività di impresa, atteso che dubbi permangono sulla circostanza che simile attività possa essere svolta dalle fondazioni riconosciute tipicamente connotate da uno scopo altruistico e non di lucro. Infine, la teoria dell'ente fondazionale a cui ricondurre l'istituto dei fondi non può essere accreditata anche sulla scorta del fatto che nelle fondazioni è previsto che il conferimento dei beni per raggiungere un particolare fine, indicato dall'atto costitutivo, deve avere carattere necessariamente permanente, laddove nei fondi tale carattere di permanenza manca del tutto in quanto il patrimonio varia quotidianamente (per effetto dell'entrata e dell'uscita dei sottoscrittori). Dall'accoglimento di tale tesi ne deriverebbe, inevitabilmente, uno snaturamento forzoso di un istituto disegnato dal legislatore con struttura e finalità del tutto differenti.

⁹³ Vedasi, tra i tanti e senza pretesa di completezza, A. LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, in *I Contratti*, 2011, 27, nota a sentenza; V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 423; F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 432; P. FERRO LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Rivista delle Società*, 2012, 751; P. CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, 219; A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I.

⁹⁴ Cons. Stato, sez. III, parere 11 maggio 1999, n. 108. Il Consiglio di Stato, al fine di tutelare i terzi attraverso la trascrizione immobiliare, aveva ritenuto il fondo un centro autonomo di imputazione di

A detta dei sostenitori, tale ricostruzione trova appiglio in taluni indici normativi che evidenzerebbero la configurabilità del fondo in termini di soggetto di diritto oltreché di patrimonio autonomo.

In particolare, l'art. 36, comma 4⁹⁵, TUF, già nella sintassi, rafforzerebbe l'idea di distinzione soggettiva - oltreché di autonomia patrimoniale - del fondo rispetto alla Sgr, attribuendo rilevanza di soggetto al fondo, quale ente che "risponde" esclusivamente con il "proprio" patrimonio. Nello stesso senso dovrebbe leggersi il novellato art. 37, comma 2-*bis*, TUF, laddove prevede che i partecipanti ai fondi chiusi possano riunirsi in assemblea per l'adozione di delibere vincolanti per la Sgr (e, in ogni caso, per le delibere relative alla sostituzione della Sgr, sulla richiesta di ammissione a quotazione ove non prevista e sulle modifiche delle politiche di gestione). Indicazioni dello stesso segno proverrebbero, poi, anche dalla normativa di rango secondario⁹⁶.

interessi, avendo la Sgr un potere di disposizione del fondo solo per finalità meramente gestorie e, quindi, strumentale rispetto all'autonomia patrimoniale dei fondi, con la logica conseguenza che la titolarità dei beni dovesse essere riferita ai fondi comuni medesimi, salve le necessarie annotazioni riguardanti il vincolo gestorio esistente. Le conclusioni del Consiglio di Stato erano state pienamente condivise dal ministero delle Finanze nella circolare n. 218/T del 1999 (emanata al fine di fornire un'interpretazione uniforme in tema di fondi immobiliari chiusi e di adempimenti pubblicitari nell'ambito della dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato), che aveva dato risalto, a propria volta, all'esigenza di attestare in modo incontrovertibile la titolarità, in capo al fondo, dei beni immobili che fanno parte del patrimonio dello stesso, che non poteva che essere garantita dall'effettuazione delle formalità di trascrizione degli atti di apporto a favore esclusivo del fondo, mediante doppia formalità, con contestuale annotazione a margine della trascrizione della sussistenza del vincolo gestorio in capo alla Sgr. Ciò allo scopo di garantire, ai sensi dell'art. 2644 c.c., la segregazione patrimoniale del fondo (anche al fine di evitare che i creditori della Sgr possano aggredire i beni che fanno parte del patrimonio dello stesso), garantendo l'immediata conoscibilità da parte dei terzi del rapporto di gestione tra la Sgr e il fondo, da considerarsi strumentale rispetto all'autonomia patrimoniale del fondo, assegnando all'annotazione del vincolo gestorio una funzione meramente integrativa dell'informazione principale costituita dalla trascrizione a favore del fondo dell'atto di apporto, senza alterarne il contenuto. La prassi operativa, dunque, aderendo all'impostazione elaborata dal Consiglio di Stato e del ministero delle Finanze con i provvedimenti succitati, aveva tendenzialmente consolidato - con qualche minore disomogeneità registrata dalle Conservatorie sul territorio nazionale - la regola della doppia formalità, nel senso di trascrivere gli atti di apporto di beni immobili a favore (o contro) i fondi comuni, con successiva annotazione del rapporto gestorio a favore della Sgr.

⁹⁵ Si riporta per comodità espositiva il comma 4 dell'art. 36 TUF: "... *Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti*".

⁹⁶ Si veda, al riguardo, la normativa in materia contabile emessa dalla Banca d'Italia (Circolare n. 189 /1993) che evidenzia, da un lato, che negli schemi di bilancio delle Sgr non sono indicati i beni dei singoli fondi (dei quali la Sgr dovrebbe essere proprietaria laddove non si riconoscesse soggettività

Ne deriverebbe, in definitiva, la costruzione di un istituto che non rileva soltanto sul piano dell'autonomia patrimoniale ma, altresì, su quello della soggettività giuridica in quanto dotato di una struttura organizzativa interna (vedi l'assemblea dei partecipanti nei fondi chiusi) che consente all'ente di essere titolare di situazioni giuridiche attive e passive.

Ebbene, tale ricostruzione risente con significativa evidenza delle logiche proprietarie che permeano e connotano il nostro sistema, intollerante all'idea di un patrimonio non riferibile ad un soggetto giuridico. Di qui, l'affanno di teorici e pratici del diritto nel ricondurre la normativa ad un sistema imperniato su di un soggetto titolare dei beni costituenti il fondo e, dunque, perché no, lo stesso fondo. Gli sforzi esegetici si sono, allora, concentrati nella ricerca di adeguati appigli normativi e, in questa peculiare "caccia al tesoro", il tenore delle disposizioni richiamate agli artt. 36 e 37 TUF ha rappresentato senz'altro terreno fertile: se la Sgr è tenuta agli obblighi del mandatario nei confronti dei partecipanti al fondo, deve necessariamente esistere un soggetto che il mandato, in effetti, lo conferisca; e se tale soggetto non può rinvenirsi nella collettività dei partecipanti, ecco allora che la soggettivizzazione del fondo è presto realizzata.

Tale lettura, tuttavia, si è tradizionalmente esposta a talune censure⁹⁷.

In particolare, il richiamo all'istituto delle associazioni non riconosciute o delle fondazioni non pare cogliere nel segno. Rispetto al fondo di investimento non si ravvisa, infatti, quello svolgimento di un'attività comune tra i partecipanti i cui si sostanzia il vincolo associativo e, in ogni caso, quel minimo di autonoma struttura organizzativa che la legge richiede. A nulla vale, a tale ultimo proposito, il richiamo alla struttura dei fondi chiusi ed all'art. 37 TUF a mente del quale v'è la possibilità per i partecipanti di prevedere

giuridica al fondo di investimento), e, dall'altro lato, che i beni del fondo sono invece descritti nei dati patrimoniali degli schemi di rendicontazione del fondo medesimo. Anche dal punto di vista sintattico, il Regolamento Banca d'Italia in più punti utilizza la forma attiva, parlando di "*patrimonio del fondo*", di "*beni detenuti dal fondo*" e utilizzando espressioni analoghe che evidenziano, non solo per mere esigenze di comodità descrittiva, una chiara soggettivizzazione del fondo quale centro autonomo di interessi sia dal lato attivo sia dal lato passivo. Così ancora, l'art. 12-*bis* del d.m. 228/1999 ("Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento"), come successivamente integrato e modificato, prevede espressamente che "*i fondi immobiliari possono assumere prestiti*" sino al sessanta per cento del valore degli immobili ed al venti per cento degli altri beni, limiti che non si applicano nel caso di fondi speculativi (cfr. Regolamento Banca d'Italia, Titolo V, Capitolo III, Sezione VII).

⁹⁷ Vedi per tutti, B. LIBONATI, *Valenza organizzativa del regolamento*, in B. LIBONATI, *Scritti giuridici*, vol. II, Giuffrè, 2013; L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni d'investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, fasc.5, 2016, pag. 1115.

un momento assembleare; si tratta di una previsione la cui portata applicativa rimane confinata ai soli fondi in forma chiusa ed insuscettibile di acquisire valenza generalizzata come assunto su cui costruire una pretesa soggettività giuridica dei fondi. Ancora, i fondi di investimento si distinguono funzionalmente dall'istituto delle fondazioni: la fondazione è deputata allo svolgimento di un'attività altruistica e senza scopo di lucro, laddove, invece, l'esercizio di attività di un'attività economica (e, segnatamente, di investimento) è proprio ciò che connota i fondi di investimento.

c) La teoria del patrimonio “separato”

L'insufficienza delle soluzioni che precedono ha indotto parte della dottrina ad abbandonare la prospettiva del diritto di proprietà e a valorizzare il dato normativo (che, a proposito di fondi comuni di investimento, fa uso del sintagma “*patrimonio autonomo*”) al fine di articolare la natura giuridica dei fondi come un mero patrimonio, distinto e separato sia dalla Sgr, sia dalla collettività dei partecipanti, funzionalmente connotato⁹⁸. Sotto il profilo degli assetti proprietari, la teorica attribuisce alla Sgr la “titolarità formale” del fondo, restando invece in capo ai partecipanti la titolarità di una “proprietà sostanziale”, ovvero, una posizione soggettiva *sui generis* derivato dell'esigenza di ricollegare i beni al soggetto dal quale promanano, ma in un modo che non entri in collisione con l'esercizio esclusivo della funzione gestoria da parte della Sgr.

Si tratta di una ricostruzione, quest'ultima, che origina dall'esigenza avvertita nella tradizione domestica di agganciare “qualcosa a qualcuno” e se il fondo è un mero patrimonio, il titolare di quest'ultimo (benché formale) non può che individuarsi nella figura del gestore. È la Sgr, infatti, unico soggetto legittimato all'esercizio di poteri gestori rispetto ai beni del fondo oltreché esclusivo titolare del potere di interagire direttamente con i terzi, senza che i partecipanti possano interferire in alcun modo. Tali indici sono sufficienti a negare al fondo qualsivoglia forma di soggettività giuridica: si badi, qui non si discute della possibilità che un ente privo di personalità giuridica possa

⁹⁸ In questo senso, senza pretesa di esaustività, già R. LENER, *Commento all'art. 3 della legge n. 77 del 1983*, in Nuove leggi civ. comm., 1984, 399 ss.; F. ASCARELLI, *I fondi comuni di investimento*, in Trattato di diritto privato, diretto da Rescigno, 2, XVI, 1985, 741 ss.; Id, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1983, I; E. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli, Santoro, 1999, 15 ss.; S. BARTOLI, *Trust e fondi comuni d'investimento nella cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico*, in www.dircomm.it; M. LUPOI, *Trusts*, Milano, 2001. 687 ss.

qualificarsi come soggetto di diritto - il punto è pacifico – ma della diversa circostanza che affinché un ente si affermi come soggetto di diritto debba necessariamente possedere quel minimo di autonomia decisionale e, cioè, capacità di autodeterminarsi nelle interazioni con i terzi che, *de facto*, non si rinviene nel fondo; quest'ultimo, infatti, strutturalmente, ancor prima che normativamente, richiede a tal fine la cooperazione della società di gestione. Si è argomentato in questo senso che la previsione normativa secondo cui i creditori della società di gestione non possono agire sul patrimonio del fondo si giustifica solo in quanto il fondo sia concepito come un patrimonio separato della società di gestione, poiché di nessuna utilità sarebbe altrimenti affermare che i creditori non hanno azione sui beni che non appartengono al proprio debitore.

A seguir tale impostazione ne consegue che, essendo il fondo privo di soggettività giuridica, i rapporti tra fondo e Sgr non possono essere costruiti quale specificazione di un rapporto di mandato, avendo l'art. 36 TUF soltanto la funzione di regolamentare la portata della condotta della Sgr quale soggetto che – non dissimilmente dal mandatario – opera nell'interesse altrui. Ricadute si hanno poi anche sul piano applicativo qualora il fondo in questione sia di tipo immobiliare: dalla negata soggettività dei fondi se ne inferisce il diretto corollario della necessaria trascrizione dei beni conferiti nel fondo in capo alla società di gestione.

Invece, si è osservato in senso contrario alla teorica in discorso che i rapporti tra la Sgr ed il fondo mal tollerano un inquadramento sistematico nell'ottica di una relazione bilaterale obbligatoria e, ancora, laddove predica una scissione tra “proprietà in senso formale” e “proprietà in senso sostanziale”, la teorica tradisce l'aspirazione iniziale di fornire una innovativa chiave di lettura del fenomeno che prescindendo dalle logiche proprietarie, ricadendo, di fatto, nelle dinamiche nel modello del diritto soggettivo e dello schema dominicale. Peraltro, la “proprietà sostanziale” si rivela, in concreto, una mera scatola vuota in quanto deprivata dei contenuti tipici del diritto di proprietà e, quindi, almeno delle facoltà di amministrare e disporre dei beni che competono esclusivamente alla Sgr.

Sul versante applicativo, poi, si sono contestati gli effetti che una siffatta impostazione avrebbe - ove vi si desse seguito – sul piano della trascrizione relativamente all'ipotesi di fondi immobiliari: una trascrizione dei beni a favore della società di gestione

comporterebbe un mutamento della titolarità dei beni ogniqualvolta si ponga un tema di sostituzione della società di gestione, in controtendenza con la prassi applicativa⁹⁹.

5. L'intervento della Suprema Corte di Cassazione

È in questa proliferazione di teoriche ed affannose ricerche di risolutive chiavi di lettura della dei fondi di investimento che si colloca l'intervento della Suprema Corte che, con la sentenza del 15 luglio 2010, n. 16605, per la prima volta prende posizione sul dibattuto tema della natura giuridica dei fondi¹⁰⁰.

⁹⁹ Le teorie esposte sono quelle che hanno riscosso maggior successo in dottrina. Tuttavia, occorre dar conto anche di un più recente indirizzo esegetico che – facendo leva sul riconoscimento della preminenza, nella costruzione dell'istituto, della dimensione dell'attività rispetto alla questione della titolarità dei beni conferiti nel fondo – esclude la necessità di rinvenire una figura avente carattere soggettivo cui ricondurre le posizioni giuridiche facenti capo al fondo. Nell'ambito di tale teorica possono distinguersi due sub-filoni: (i) per un verso, v'è chi ritiene assolutamente irrilevante l'individuazione di un soggetto cui imputare la titolarità degli apporti conferiti nel fondo (P. FERRO LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Rivista delle Società*, 2012, 751, CICCHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. Comm.*, 2014, I, 579, PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Giuffrè, 2004, 227) e (ii) per l'altro, v'è chi ha sottolineato la valenza organizzativa del fenomeno, individuando nel fondo un centro di imputazione non soggettivo (B. LIBONATI, *Valenza organizzativa del regolamento*, in B. Libonati, *Scritti giuridici*, vol. II, Giuffrè, 2013, 291; R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2014, I, 406.

¹⁰⁰ Cass., 10 luglio 2010, n. 16605, edita, *ex multis*, in *Giur. Comm.*, 2011, II, 1128, con note di SCANO, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, *ivi*, 1133, e di C. GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, *ivi*, 1146; nonché in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 417, con note di V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, *ivi*, 423, e di F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, *ivi*, 432; in *Giur. it.*, 2011, 331, con nota di L. BOGGIO, *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili*, *ivi*, 333; in *Resp. civ.*, 2011, 124, con nota di F. FANTETTI, *Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento*; in *Società*, 2011, 46, con nota di N. BRUTTI, *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, *ivi*, 49. In argomento, cfr. inoltre i contributi di P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, 751, nonché L. BULLO, *Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2545 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36, comma 6, del t.u.f.: quale modello di segregazione patrimoniale?*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, 553, S. CICCHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 579, e A. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal tuf*, *ivi*, 405. *Sulla giurisprudenza di merito successiva, cfr., in specie, App. Venezia, 10 marzo 2012*, in *N. giur. civ. comm.*, 2012, 812, con nota di G. MARCHETTI, *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio*, *ivi*, 818, e *Trib. Rovigo, 21 ottobre 2010*, in *Società*, 2011, 1057, con nota di R. SANSONE, *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?*, *ivi*, 1058.

L'occasione per esprimersi sulla questione prende il via dal reclamo presentato da una Sgr avverso un provvedimento del Giudice Delegato al fallimento di una SpA con cui quest'ultimo, a seguito di vendita all'incanto di un immobile appartenente alla stessa società fallita, ne disponeva il trasferimento a favore della Sgr piuttosto che, direttamente, al fondo comune di investimento di tipo immobiliare gestito. Il Giudice di *prime cure* investito del reclamo, rilevato come il fondo per le sue peculiarità strutturali e funzionali non sia da ascrivere al novero degli enti dotati di soggettività giuridica, si era espresso nel senso che aggiudicataria dell'immobile venduto dovesse ritenersi la Sgr - e non il fondo - atteso che la stessa aveva agito "per conto" del fondo ma in suo nome.

Il Supremo Consesso, così investito della questione, osserva preliminarmente come la risoluzione a valle delle questioni afferenti alle pratiche di trascrizione immobiliare passi attraverso la necessaria individuazione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento. Arduo onere, dunque, quello affidato agli Ermellini che nell'imbarcarsi in quest'impresa ripercorrono, dapprima, le disposizioni normative rilevanti (artt. 1 e 36 TUF) per concludere affermando il seguente principio di diritto: "*... i fondi comuni d'investimento (nella specie un fondo immobiliare chiuso) costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse di un fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla suindicata società di gestione*".

La Corte accoglie, quindi, la tesi del fondo come patrimonio separato, negandogli ogni forma di soggettività giuridica in quanto ente sprovvisto di una propria capacità di autodeterminazione nelle interazioni con i terzi, ponendosi con ciò in controtendenza con l'opinione dominante e con i prevalenti arresti della giurisprudenza di merito nel senso, invece, di attribuire piena soggettività di diritto al fondo, oltretutto con la prassi applicativa delle trascrizioni immobiliari a favore del fondo.

Vale la pena, ora, ripercorrere le argomentazioni che supportano il ragionamento della Corte al fine di verificarne la bontà e la tenuta rispetto alle peculiarità strutturali del fondo ed alla funzione che il sistema attribuisce allo stesso nelle dinamiche proprie del mercato finanziario.

In questo senso, sembrano essere tre i profili rilevanti del ragionamento del Supremo Consesso che occorre mettere in luce per un adeguato approfondimento e, in particolare:

- (i) il nostro sistema giuridico è imperniato su di una assoluta centralità del diritto soggettivo e sulla corrispondenza biunivoca tra l'esistenza di un diritto e l'identificazione di un soggetto che di quel diritto sia titolare. Muovendo da tale premessa metodologica, la Corte procede dunque all'individuazione del diritto soggettivo (ovvero, il diritto di proprietà dei beni conferiti nel fondo) e ne assegna la titolarità al soggetto normativamente investito della funzione gestoria (Sgr). In questa operazione, non sfugge alla Corte la difficoltà di ricostruire il potere spettante alla Sgr sui beni del fondo in termini di diritto di proprietà: ad essa, infatti, non spetta la primaria facoltà di godimento che tradizionalmente connota il diritto dominicale ma soltanto un potere di amministrazione e disposizione dei beni; manca, in altri termini, quella "signoria del volere proprio" che è elemento tipizzante del diritto di proprietà. Ecco, allora, come la Corte giunge alla dissociazione tra "proprietà formale" (in capo alla Sgr) e "proprietà sostanziale" (in capo al fondo);
- (ii) la nozione di "soggetto di diritto" presuppone l'esistenza di un soggetto autonomo, capace, cioè, di autodeterminare le proprie scelte e le linee guida del proprio agire nelle relazioni con i terzi mediante l'ausilio di una "struttura organizzativa" anche minimale; affinché possa parlarsi di soggetto di diritto, occorre che tali tratti caratterizzanti vengano desunti, *in primis*, dalla normativa di riferimento. In quest'ottica, la Corte rileva come la disciplina dei fondi non consente di evidenziare indici che depongono a favore di una ricostruzione dell'istituto in questo senso. A tal proposito, la Corte richiama l'art. 36 TUF, a mente del quale, il gestore è chiamato a rispondere del proprio operato direttamente nei confronti dei partecipanti al fondo "*e non nei confronti del fondo medesimo, come ci si sarebbe potuto aspettare se a quest'ultimo il legislatore avesse voluto attribuire una soggettività sua propria*". Ma l'argomento decisivo per negare la natura di soggetto viene rinvenuto nella carenza di un assetto organizzativo idoneo a consentire la gestione dei beni apportati, esistente, per converso, nelle associazioni non riconosciute e nelle società di persone. Di conseguenza, la configurazione del fondo come soggetto autonomo finirebbe "*per*

rappresentare una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei partecipanti” costituendo, invece, esso un patrimonio separato a tutti gli effetti, sia dalla Sgr, sia dai singoli partecipanti, funzionalmente destinato, in via esclusiva, allo scopo di investimento finanziario per il quale è stato istituito. Ad ulteriore supporto di tale considerazione, la Corte sottolinea come il nostro ordinamento conosca specifiche ipotesi di destinazione patrimoniale richiamando, a tal proposito gli artt. 2447 *bis* e ss c.c. e l’art. 3 comma 2 della legge n. 130 del 1999 in tema di cartolarizzazione dei crediti;

- (iii) conseguentemente, la relazione tra Sgr e fondo di investimento non è riconducibile allo schema del mandato civilistico che, invero, implicherebbe una duplicazione soggettiva insussistente nella fattispecie di cui si discute.

È chiaro che la via tracciata dalla Corte risente, evidentemente, di influenze di tipo continentale laddove, nell’approcciarsi ad un fenomeno che per sua stessa natura – come si vedrà - è insuscettibile di essere declinato secondo il classico schema proprietario, attinge all’elaborazione dogmatica anglosassone in tema di *contractual investment trust*¹⁰¹, giungendo alla dicotomia “proprietà sostanziale”-“proprietà formale” attraverso una distorsione della tradizionale categoria dominicale.

In quest’ottica, se la pronuncia in commento ha incontrato il favore di chi propendeva per una ricostruzione dogmatica del fondo in termini di “patrimonio separato”, ha, invece, attirato le perplessità e le critiche dei fautori della tesi della soggettività - ancora legati ad una concezione tradizionale del diritto di proprietà – i quali

¹⁰¹ Con il sintagma *investment trust* devono intendersi fenomeni caratterizzati dalla presenza di un organismo che, raccogliendo in un fondo il risparmio apportato da una pluralità di soggetti, emette in favore di questi ultimi titoli di partecipazione e investe quanto forma oggetto del fondo, in valori mobiliari, immobili o beni di altra natura, nell’interesse degli investitori e secondo il criterio della massima diversificazione del rischio. L’*investment trust* si caratterizza, altresì, per il fatto che sul fondo nel quale confluiscono gli apporti dei risparmiatori possono soddisfarsi unicamente questi ultimi i quali, peraltro, hanno diritto a veder remunerato il capitale apportato ed al rimborso dello stesso.

In questo contesto, la finalità di investimento viene soddisfatta ricorrendo allo strumento negoziale del *trust* che consente la formazione di un patrimonio separato dal restante patrimonio del *trustee* in quanto funzionalmente destinato all’attività di investimento ed all’esclusivo soddisfacimento dei risparmiatori/beneficiari. Per cenni storici in tema di *investment trust*, cfr. B. LIBONATI, *Holding ed investment trust*, Milano, 1967, 466 ss.; A. NIGRO, *Voce Investment trust*, Enc. Dir., vol. XXII, Milano, 1972, 694 ss.; G.P. SAVI, *Voce Società finanziaria*, cit., 719 ss.; M. GRAZIADEI, *Diritti nell’interesse altrui*, Trento 1995, 362 ss. Sull’utilizzo del *trust* nell’esperienza inglese cfr. G.C. CHESHIRE, *Il concetto del trust secondo la common law inglese*, Torino 1998, 57 ss.

non hanno mancato di sottolineare tutto il disaccordo rispetto alle conclusioni cui è pervenuta la Suprema Corte¹⁰². E ciò, sulla scorta di almeno due ordini di ragioni:

- (i) da una prospettiva prettamente pratica, l'impostazione della Cassazione condurrebbe a soluzioni non proprio auspicabili in ipotesi di mutamento del gestore, determinandosi in tale occasione un vero e proprio effetto traslativo dei beni, formalmente, intestati in capo alla Sgr;
- (ii) sul versante normativo, nella disciplina dei fondi di investimento - sia di rango primario, sia di rango secondario - si rinverrebbero numerosi indici nel senso di riconoscere al fondo la natura di soggetto di diritto. Il novellato art. 36 TUF – di cui la Corte si è servito per negare soggettività al fondo in punto di regime di responsabilità - rafforzerebbe l'idea di distinzione soggettiva oltre che di autonomia patrimoniale del fondo rispetto alla SGR.

6. La natura giuridica del fondo comune di investimento nella prospettiva della Suprema Corte: profili critici ed insufficienza del modello dominicale

Nonostante lo sforzo concettuale e dogmatico profuso dal Supremo Consesso nel tentativo di destreggiarsi in un terreno impervio che si caratterizza per una significativa latitanza definitoria del legislatore oltreché per una variegata gamma di teoriche dottrinarie, l'impianto della sentenza – se si fa salva la rinuncia ad una ipostatizzazione del fondo di investimento - appare segnata da un vizio metodologico di fondo, così pervenendo a conclusioni contraddittorie oltreché difformi rispetto alla realtà fenomenica della gestione collettiva ed alle logiche del mercato finanziario tanto da risultare qui non condivisibile.

¹⁰² Vedasi, tra i tanti e senza pretesa di completezza, LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, in *I Contratti*, 2011, 27, nota a sentenza; V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 423; F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 432; P. FERRO LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Rivista delle Società*, 2012, 751; P. CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, 219.

Il ragionamento della Corte può essere (forse brutalmente) sintetizzato in termini di un disperato tentativo di applicazione del modello dominicale delle relazioni - che predica la riconducibilità di un patrimonio al suo legittimo titolare, giacché solo le *res nullius* sono “di nessuno” – ad un fenomeno complesso ed articolato che, per sua stessa natura, in quanto nasce e trae nutrimento dalle dinamiche tipiche del mercato finanziario (che, a sua volta, vive di logiche avulse da contesto proprietario), non si presta ad essere inquadrato secondo i paradigmi di derivazione pandettistica, propri di una tradizione giuridica settata sulla primaria importanza della “signoria della volontà”, nel segno della suprema manifestazione della potenza dell’individuo che vide in Savigny il suo maggior fautore¹⁰³.

A ben vedere, quello contestato sarebbe un approccio in evidente controtendenza con l’evoluzione che ha segnato le relazioni tra soggetto e patrimonio ed il modo di concepirle: in altri termini, la possibilità concreta ed effettiva nell’ordinamento domestico che una pluralità di patrimoni non si accompagni alla moltiplicazione dei soggetti, per un verso, ha definitivamente segnato la crisi dell’originario rapporto biunivoco soggetto-patrimonio e, per l’altro, ha affermato l’idea più generale che gli aspetti relazionali del patrimonio si prestano ad essere investigati in chiave funzionale e, dunque, non in termini di “titolarità” bensì di “attività” e di “scopo” assolto nell’ambito del ciclo produttivo. Sarà sufficiente guardare alla realtà economica ed alle sue variegate forme di segmentazione patrimoniale per avere una eloquente conferma dell’inattendibilità di un’impostazione che riconduce tutti i fenomeni all’architettura dogmatica tradizionale imperniata sulla centralità del diritto soggettivo.

Del resto, applicare il modello proprietario all’articolato fenomeno della gestione collettiva del risparmio ed ai suoi profili relazionali appare, in punto di fatto ancor prima che di diritto, impresa più che ardua. L’idea di proprietà quale diritto che compendia in capo ad un unico titolare le facoltà di godere, usare e disporre dei beni nel proprio esclusivo interesse mal si concilia con un fenomeno che esula da tali logiche; e il punto

¹⁰³ Sottolineano l’impossibilità di —riportare la situazione della società di gestione al modulo dell’art. 832 c.c. R. COSTI, *La struttura dei fondi di investimento nell’ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in Riv. Soc., 1968, 297; nello stesso senso, G. FERRI JR, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in Riv. dir. comm., 1992, I, 33 ss.; FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in Rivista delle Società, 2012, 751.

si coglie agevolmente laddove si consideri che, nel settore del risparmio gestito e diversamente da quanto accade nel tradizionale diritto civile, l'assetto delle facoltà in cui si sostanzia il diritto di proprietà si presenta notevolmente più articolato: ed infatti, il potere di gestione dei beni e quello di disposizione competono alla Sgr, mentre il potere di godimento spetta, in via esclusiva, ai partecipanti al fondo.

Peraltro, anche da un punto di vista dei contenuti, le facoltà di gestione, di disposizione e di godimento si atteggiavano in modo del tutto peculiare rispetto al tradizionale modello dominicale e ciò in quanto: il potere di gestione della Sgr è connotato da una significativa carenza di libertà nella definizione dei fini da perseguire e, quindi, dal difetto di quella "signoria del volere proprio" tipica del diritto di proprietà; dal canto suo, il potere di disposizione soggiace agli stessi limiti previsti per il potere di gestione presentando l'ulteriore tratto tipizzante dell'attribuzione ai partecipanti dei risultati dell'attività di gestione; da ultimo, anche il potere di godimento dei beni da parte dei pretesi "titolari sostanziali" risulta fortemente limitato giacché assoggettato ai criteri ed alle regole previsti dal Regolamento di gestione.

Ma v'è di più.

Una volta ricostruita in termini di diritto di proprietà la situazione giuridica relativa ai beni conferiti nel fondo, la Corte ne assegna la titolarità ("formale", *si badi*) alla società di gestione. Il punto si pone, all'evidenza, in contrasto con il dato normativo che, ammettendo l'ipotesi di una diversità soggettiva tra la società "promotrice" e quella incaricata della gestione (affidando al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio il riparto delle funzioni attribuite a ciascuno dei due soggetti), contempla la possibilità che la promotrice, asseritamente "proprietaria", perda *de facto* ogni tipo di legame e vincolo giuridico con i beni conferiti nel fondo ed ecco, quindi, come l'ossatura dogmatica della sentenza emerge in tutta la sua portata limitativa.

Anche la predicata scissione tra "proprietà formale" e "proprietà sostanziale", laddove rievoca l'istituto del *trust* di matrice anglosassone, si rivela scelta criticabile e, forse, anche pericolosa allorché rischia di spostare l'asse della riflessione sul se ed in che misura il nostro ordinamento ammetta l'esistenza di una "proprietà fiduciaria", con tutti i corollari che ne conseguono in termini di superamento del dogma della tassatività dei diritti reali. Ma più in generale, l'accostamento dei fondi comuni di investimento al *trust*,

al fine dichiarato di ricondurre le fattispecie relazionali che ne derivano al diritto di proprietà, sembra - sul piano logico ancor prima che giuridico - una vera e propria contraddizione in termini, e ciò anche sol considerando il diverso modo dei due sistemi di intendere e risolvere le questioni afferenti alla titolarità della ricchezza. Nell'ordinamento di *common law*, infatti, il problema dell'individuazione del soggetto titolare del fondo assume una rilevanza marginale, in quanto diversa è l'ottica-visuale della questione: non attribuzione ad un soggetto di certi beni, ma attribuzione ad un soggetto delle utilità come prodotto dell'investimento di quei beni.

Ciò che, invece, è utile cogliere dai sistemi di *common law* è l'attitudine a valorizzare, senz'altro meglio della nostra tradizione giuridica, la dimensione funzionale del patrimonio e del rapporto che esso instaura con il titolare, al fine di inquadrare le fattispecie relazionali che interessano il fondo comune di investimento in chiave dinamica, secondo logiche meno ingessanti di quella proprietaria e decisamente più aderenti alle esigenze del mercato finanziario. È qui forse il caso di rammentare che i fondi di investimento rappresentano, prima di tutto, un fenomeno di tipo economico, frutto dell'evoluzione delle metodiche di impiego del risparmio e dell'esigenza della collettività di disporre di strumenti di investimento meno onerosi e più tutelanti rispetto al canale bancario; in questi termini, il fondo di investimento è intriso e vive delle dinamiche proprie del mercato finanziario ed è, dunque, delle istanze promananti da tale contesto che occorre tener conto nella ricostruzione della natura giuridica dell'istituto.

L'accostamento del singolare istituto dei fondi di investimento ai *trust* o, ancora, ai patrimoni destinati ad uno specifico affare *ex art. 2447 bis* e ss. c.c. è contestabile, poi, anche sotto altro profilo.

Se, per un verso, è vero che, seguendo la ricostruzione qui proposta, i *trust* ed i patrimoni destinati *ex art. 2447 bis* e ss. c.c. condividono con i fondi comuni di investimento la natura di *species* del più ampio *genus* "segmentazione patrimoniale", per altro verso, occorre dar conto che il fenomeno della segregazione patrimoniale può declinarsi diversamente a seconda della concreta possibilità o meno dei creditori del compendio segregato di aggredire, in ultima analisi, i beni facenti capo al patrimonio generale. Tale criterio ha consentito di differenziare i "patrimoni separati" (nei quali il grado di insensibilità del patrimonio generale alle vicende afferenti al patrimonio particolare è relativo e meno intenso) dai "patrimoni autonomi" (nei quali, invece, il grado di insensibilità è massimo e, dunque, più intenso rispetto ai primi).

Ebbene, in quest'ottica, la differente permeabilità del patrimonio generale alle obbligazioni gravanti sulla massa dei beni segregati nell'ambito del *trust* e dei patrimoni destinati rispetto ai fondi comuni di investimento consente di ascrivere i primi al novero dei "patrimoni separati" ed i fondi, invece, a quello dei "patrimoni autonomi". Ed infatti, i fondi sono dotati di un'autonomia patrimoniale tale da precludere ai creditori del fondo, in caso di incapacienza, un'eventuale azione, neppure residuale, sul patrimonio della Sgr (oltrech  sul patrimonio dei singoli partecipanti). Il principio   oggi scolpito nel disposto dell'art. 36, comma 4, TUF che, novellato successivamente alla pronuncia della Suprema Corte, ha chiarito in termini inequivocabili che "... *delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo*". In altri termini, in tema di fondi di investimento si   al cospetto di patrimoni perfettamente autonomi (come, peraltro, anche dichiarato a chiari termini dal legislatore) che aspirano a divenire centri di imputazione di interesse¹⁰⁴.

Ma la distanza che separa i fondi di investimento, in particolare, dai *patrimoni destinati* si coglie, all'evidenza, nella diversa considerazione che il legislatore ha del rapporto intercorrente tra SpA e *patrimonio destinato*, da un lato, e tra Sgr e fondo di investimento, dall'altro.

Nella prima delle due menzionate fattispecie, argomentando *ex art. 2447 septies* si pu  ragionevolmente affermare che il *patrimonio destinato* assurge ad attivit  di impresa in un contesto soggettivo che   e rimane unico e configura uno strumento volto ad articolare differentemente la responsabilit  patrimoniale della societ  costituente, nell'ottica di consentire (o, comunque, rendere meno oneroso) il finanziamento di specifici affari il cui perseguimento rientra a pieno nell'oggetto sociale della destinante.

Tanto   vero che gli *assets* ricompresi nel patrimonio destinato trovano adeguata

¹⁰⁴ Trib. Milano, ordinanza n. 23918/2012, in particolare, osserva che "... *E occorre ancora considerare che il "patrimonio separato" di cui la SGR sarebbe "titolare" si distingue nettamente da tutte le altre figure conosciute di patrimonio separato (artt. 167, 490, 2447 bis, 2645 ter c.c.) per un carattere essenziale, ovvero che in questi casi il proprietario del patrimonio separato   uno ed uno solo, senza distinzione tra proprietario "formale" e "sostanziale"   tra diritto di godere e potere di disporre o tra titolarit  e potere gestorio. E allora sovviene pi  chiaramente che la "propriet  formale" in capo alla SGR non   altro che esercizio ex lege di un potere gestorio per conto altrui cui accede la formale intestazione dei beni del fondo (con indicazione di vincolo pertinenziale) al solo scopo di consentire l'esercizio di quel potere: una formalit  utile a rendere possibile l'esercizio di quel potere di "disposizione vincolata all'interesse altrui" che, come tale, non si identifica con il potere dispositivo del proprietario, ma col potere gestorio dell'amministratore*".

rappresentazione contabile nello stato patrimoniale (individuale) della società, così come le attività e le passività del patrimonio destinato rientrano tra le attività e passività della società destinante.

Di qui, l'apprezzamento dell'irrimediabile differenza con i fondi di investimento. In tale fattispecie, i beni ed i rapporti ricompresi nel fondo non trovano identica rappresentazione contabile nei bilanci della Sgr e ciò, si badi, coerentemente con l'impossibilità di ricostruire in termini di diritto di proprietà la situazione giuridica che lega la società di gestione ai beni nel fondo¹⁰⁵. Ancora, in un'ottica funzionale, i *patrimoni destinati* sono espressione di un'attività svolta nell'interesse proprio, laddove i fondi, invece, integrano una forma di gestione professionale di risorse nell'interesse altrui.

Spostandoci, poi, sul versante applicativo, con riferimento ai fondi immobiliari la soluzione adottata dalla Corte sollecita un interrogativo in ordine agli effetti ricollegabili

¹⁰⁵ Sotto il profilo strettamente contabile, è stato osservato poi come da una prospettiva pratica gli immobili (e, in generale, i beni) nei quali i fondi comuni gestiti da una Sgr avessero investito non potrebbero essere di proprietà della Sgr; a quanto consta non risulta che i bilanci delle Sgr includano al proprio attivo patrimoniale i beni gestiti per conto dei fondi comuni (cosiddetti “*assets under management*”). Ancora, da tale assunto deriverebbe che la mera sostituzione della Sgr comporterebbe un cambio di controllo societario per quanto riguarda le società detenute dal portafoglio del fondo, con conseguente attivazione delle clausole dei contratti stipulati da tali società che prevedono conseguenze di vario genere (ad es., l'accelerazione del finanziamento) nel caso di cambio del socio di controllo. In questo senso, P. CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in Riv. dir. civ., 2012, II, 219; V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in Banca, borsa e titoli di credito, 2011, II, 423. Per un approfondimento dei rapporti Sgr-fondo sul piano contabile vedi G. RACUGNO, *Sgr e contabilità del fondo*, in Giur. Comm., fasc. 5, 2016, 628, il quale osserva “...I titoli che confluiscono nel fondo non compaiono pertanto nello stato patrimoniale della SGR, il cui bilancio evidenzia unicamente nel conto economico le commissioni attive e passive derivanti dalle operazioni di negoziazione delle quote del fondo. I valori dei patrimoni gestiti, come appena si è detto, non sono ricompresi nell'attivo patrimoniale della SGR, ma vengono indicati in dettaglio nella nota integrativa, Parte D, denominata “Altre informazioni”, ed ivi la tabella “Informazioni relative ai patrimoni gestiti”, che prevede la distinzione: Gestioni proprie, Gestioni ricevute in delega, Gestioni date in delega a terzi, con l'indicazione del valore complessivo della gestione di portafogli. La SGR dovrà inoltre indicare in ognuna delle tre tipologie appena richiamate, quanta parte delle risorse dei risparmiatori è stata investita in fondi della stessa SGR. Questa tabella costituisce dunque l'informativa per il lettore del bilancio concernente l'attività di gestione individuale di portafogli degli investimenti svolti dalla SGR. Uno sguardo d'insieme sulla gestione del fondo e/o dei fondi — che costituiscono altrettante segmentazioni dell'attività imprenditoriale della SGR — è contenuto nella Relazione degli amministratori sulla gestione (art. 2428 c.c.), che si sofferma sul contesto giuridico di riferimento, sulla rete di collocamento e soprattutto sulla politica di gestione dei rischi, che si materializzano nell'andamento delle quotazioni degli strumenti finanziari gestiti dal fondo. Quindi sull'andamento economico e patrimoniale della società in relazione alle commissioni conseguite. Nella Relazione sulla gestione, non emergono i titoli che confluiscono nel fondo, né le singole operazioni, che presuppongono l'analisi del prospetto informativo di ciascun fondo. Sotto il profilo contabile emerge, dunque, una netta separazione tra la contabilità e il bilancio della società di gestione, e la contabilità e il rendiconto del fondo comune, anche se, come si vedrà nell'ultimo paragrafo di questo scritto, nel bilancio della SGR, e in particolare nella nota integrativa della stessa, confluiscono dati comuni alle due gestioni, con una evoluzione, soprattutto per via della normativa secondaria, delle originarie disposizioni della l. 23 marzo 1983, n. 77”.

al mutamento della società di gestione. E cioè: posto che il gestore è il “titolare formale” nei beni conferiti nel fondo, la sua sostituzione comporta un effetto traslativo rispetto agli immobili nel fondo?

Si è già detto che all’indomani della pronuncia i commentatori non abbiano mancato di sottolineare come, a seguir a rigore il ragionamento della Corte, il mutamento del gestore dovrebbe comportare il mutamento della titolarità formale dei beni intestati alla Sgr, ben integrando la vicenda gli estremi di una fattispecie traslativa dalla portata assolutamente antieconomica, anche sol considerando gli adempimenti occorrenti in punto di trascrizione e la maggior lentezza del trasferimento soprattutto laddove non vi sia cooperazione della società uscente.

La soluzione della Corte, poi, è foriera di ulteriori criticità nell’ipotesi in cui la Sgr gestisca una pluralità di fondi. In tali fattispecie, infatti, la titolarità dei beni in capo alla società di gestione pone la non irrilevante questione di come dare evidenza nel vigente sistema di pubblicità immobiliare della “appartenenza” di un bene ad un fondo piuttosto che ad un altro gestito dalla medesima Sgr, oltreché della fusione tra fondi o, ancora, del trasferimento di beni da un fondo ad un altro. A tale ultimo proposito, ove si seguisse la tesi propugnata dalla Corte, da tali vicende non dovrebbero derivare effetti traslativi per difetto dell’elemento del mutamento dell’asserito “proprietario”. E tuttavia, proprio in questa ipotesi sussiste un vero e proprio interesse dei soggetti coinvolti a configurare il trasferimento in termini di fattispecie ad effetti traslativi (generalmente, di compravendita), sicché al depauperamento del patrimonio di un fondo (nell’interesse dei suoi investitori) dovrebbe corrispondere un *quantum* in termini del pagamento di un prezzo¹⁰⁶.

Insomma, l’aver attribuito la “titolarità formale” dei beni nel fondo alla Sgr - con tutto ciò che ne consegue in punto di regime di trascrizione degli immobili - si rivela una soluzione poco operativa sul piano pratico¹⁰⁷. Si aggiunge, peraltro, che la soluzione si

¹⁰⁶ A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I, osserva altresì che “... la consistenza del patrimonio del fondo, in relazione alla quale si commisura l’estensione del potere di godimento da parte dei partecipanti al fondo, come pure quello della possibilità dei creditori di far valere le proprie pretese, deve essere costantemente ed agevolmente identificabile, e non lasciato ad adempimenti di incerta natura”.

¹⁰⁷ R. COLARIOLI, *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, Riv. Not., fasc. 1.2014, 11; G. BARALIS, *Fondi immobiliari e Sgr: problemi di pubblicità*

pone in assoluta controtendenza con l'evoluzione normativa che, a proposito della sostituzione del gestore, sembra fare riferimento ad un avvicendamento - più che ad un fenomeno successorio - secondo le modalità disciplinate dal regolamento di modo da evitare soluzioni di continuità (Regolamento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015).

Ma il vero punto di caduta del sistema si ha esaminando la giurisprudenza di merito successiva alla pronuncia in commento che, sebbene professi l'adesione all'impostazione della Suprema Corte, perviene al contraddittorio esito di negare efficacia traslativa al mutamento del gestore, optando piuttosto per un inquadramento della fattispecie in termini di una mera modifica del mandato¹⁰⁸.

Tutto ciò rende di palmare evidenza come la soluzione della Corte sia in realtà il prodotto di un'architettura dogmatica non calibrata sulle peculiarità del fenomeno della gestione collettiva del risparmio e disvela tutti suoi limiti e criticità allorché ci si sposti dal piano teorico a quello pratico: qui - meglio che altrove - si coglie come la realtà fenomenica dei fondi di investimento e la prassi operativa siano destinate a scontrarsi con un'impalcatura dogmatica non conforme con cui stentano ad incastrarsi; e ciò a scapito di chiarezza, certezza e linearità delle soluzioni adottate dai giudici di merito che, nel "tentativo di far quadrare il cerchio", pervengono a soluzioni contraddittorie rispetto alle premesse da cui muovono.

In definitiva, la Corte tradisce le sue aspirazioni iniziali e mostra un atteggiamento di dipendenza psicologica dalle logiche tipico del diritto dominicale che permeano la nostra tradizione giuridica, cadendo in pieno nell'errore di ricondurre i fondi ad un modello, se pur atipico, di proprietà.

immobiliare, Riv. Not., fasc. 6, 2012, 1249. Gli autori osservano come non sia appropriato rifarsi alla disciplina in tema di patrimoni destinati ex art. 2447 bis e ss. c.c. che prevede sì una trascrizione dei beni a favore ad un'attività economica a favore della società destinante, ma in tale fattispecie il bene è di proprietà della società e gestito da questa, mentre nel caso dei fondi di investimento il bene non è realmente di proprietà della Sgr ma soltanto da questa gestito.

¹⁰⁸ Trib. Milano, ordinanza n. 23918/2012, si esprime in questi termini a proposito del mutamento del gestore "... *La stessa SGR subentrante, accettando la nomina, accetta solo di divenire titolare dell'ampio potere gestorio che la legge ed il regolamento del Fondo le attribuiscono, potere gestorio da esercitare su un patrimonio che è e rimane altrui. Che a ciò consegua la nuova iscrizione a libro soci e la reintestazione delle azioni - con il mantenimento della stessa rubrica che evidenzia l'inclusione nei beni del Fondo -, fa parte del funzionamento formale del fondo stesso, e resta estraneo al fenomeno del trasferimento "della proprietà o di altro diritto reale" sulle azioni stesse. Il fenomeno in questione è perciò assimilabile piuttosto al mutamento, per vari motivi (decadenza, dimissioni, revoca), delle persone fisiche o giuridiche che, in un determinato momento, assumono la carica di amministratori di società di capitali*".

7. Verso una nuova concezione del fondo comune di investimento: una questione di metodo

Quanto sin qui argomentato consente di trarre talune prime conclusioni rispetto alla metodologia di indagine con cui investigare il fenomeno dei fondi di investimento.

Può affermarsi che la disciplina dei fondi comuni di investimento e, più in generale, le evidenziate peculiarità della gestione collettiva del risparmio suggeriscono un approccio che non si limiti ad un forzato adattamento dei noti schemi dominicali: essi, invero, appaiono del tutto insufficienti a cogliere la complessità di un fenomeno poliedrico che non si presta ad essere incasellato entro la relazione biunivoca soggetto-patrimonio, nel segno di un'impostazione di derivazione pandettistica che assegni centralità al diritto soggettivo e, quindi, al diritto di proprietà. Occorre, piuttosto, rovesciare la prospettiva di indagine e guardare al fenomeno dei fondi comuni di investimento (ed al groviglio di relazioni ad esso connesse) secondo una chiave di lettura che, assumendo la centralità della "funzione" in luogo del "soggetto", dia risalto alla dimensione dinamica del patrimonio: in quest'ottica, il complesso di beni e rapporti presenti nel fondo acquista una propria dignità e rilevanza giuridica non in quanto patrimonio in senso statico derivante dalla somma dei singoli valori, bensì in quanto aggregato strumentale alla realizzazione di un'attività di investimento che, mediante la canalizzazione dei beni in ulteriori circuiti di ricchezza, genera utilità nell'interesse degli investitori e del mercato. In altri termini, i beni nel fondo "sono ed esistono" in quanto oggetto di un'attività produttiva di tipo economico secondo le logiche proprie del mercato finanziario; il fondo di investimento rappresenta il punto di aggregazione dei beni, ovvero il "contenitore" che consente e rende in concreto possibile lo svolgimento delle operazioni di investimento.

Se questa è l'essenza del fondo comune di investimento (come, forse, già tradisce lo stesso *nomen*), la ricostruzione della natura giuridica dell'istituto non può che passare attraverso un'adeguata valorizzazione della connotazione funzionale dei beni presenti nel fondo: il vincolo di destinazione ad essi impresso è elemento di tenuta del sistema che consente, per un verso, di attribuire rilevanza giuridica al complesso di valori presenti nel

fondo e, per l'altro, di condizionare ed orientare la politica e l'attività della società di gestione esclusiva regista ed attuatrice delle operazioni di investimento.

In quest'ottica – senza indulgere ulteriormente in schematismi dogmatici che, sovrapponendosi alla disciplina normativa, rischiano di vanificare la finalità ultima di tutela degli investitori - il fondo è e rimane un “patrimonio autonomo” (dove il concetto di patrimonio è da intendersi nel senso sopra chiarito), distinto a tutti gli effetti sia dalla Sgr, sia dai singoli partecipanti, non riconducibile alla titolarità né dell'uno né degli altri ed istituzionalmente funzionalizzato alle attività di investimento di cui ne costituisce l'oggetto. Ed infatti, se spostiamo l'attenzione sul comma 4 dell'art. 36 TUF è di immediata evidenza che il fondo più che “possedere” un patrimonio è esso stesso un “patrimonio autonomo”.

È questa, a ben vedere, la rappresentazione del fenomeno più fedele alla realtà ed aderente alle logiche del mercato finanziario di cui l'istituto vive e si nutre, rispetto alle quali le metacategorie del nostro modello giuridico rivelano tutta la loro inadeguatezza. Tuttavia, non è così assurdo - e del resto anche comprensibile - che al cospetto di un fenomeno che è prima di tutto di tipo economico e sottoposto ad influenze giuridiche di matrice anglosassone, il giurista continentale faccia fatica a liberarsi dei dogmi della tradizione giuridica di provenienza e ceda al tentativo di antropomorfizzare il patrimonio così da ricondurlo alla titolarità di un soggetto individuato ora nella Sgr, ora in un inedito soggetto di diritto.

Emerge, a questo punto, il vero punto di attrito della questione: il nostro ordinamento, costruito intorno alla nozione di soggetto titolare di un unico ed unitario patrimonio, stenta a funzionare quando - come nel caso in esame - operano regimi di segregazione patrimoniale senza moltiplicazione di soggettività e, nonostante ciò, realizzino un mutamento di titolarità da un soggetto (gli investitori) ad un patrimonio “attivo” (il fondo). Se il sistema così ricostruito, infatti, “regge” rispetto ai fondi costituiti da strumenti finanziari - giacché la presenza della banca depositaria (investita dell'onere di custodire i titoli) è elemento di chiusura del sistema in grado di garantire la separatezza e la reciproca impermeabilità dei fondi gestiti da una medesima Sgr – entra, invece, in crisi ove i beni nel fondo siano immobili. E ciò, per l'ovvia ragione che il sistema di pubblicità immobiliare è organizzato su base soggettiva e richiede l'individuazione, in qualche misura, di una “entità” (non nell'accezione tecnica del termine) a favore della

quale effettuare le formalità della trascrizione, prestando adeguata attenzione a non scivolare verso il terreno dell'ipostatizzazione di quello che è e rimane un patrimonio autonomo.

In questo contesto, se si assume come premessa l'irriducibilità alla Sgr dei beni facenti parte del fondo (se non a pena di vulnerare l'essenza stessa del diritto di proprietà, atteso che alla Sgr compete un mero potere gestorio), proprio la valorizzazione del vincolo di destinazione funzionale impresso sui beni nel fondo e dell'autonomia perfetta del fondo medesimo è operazione che consente di compiere il passaggio logico dal fondo quale mero "patrimonio autonomo" ontologicamente qualificato da uno scopo a "centro di imputazione di attività" (l'attività di investimento) nei limiti segnati dal legislatore e, in quest'ottica, *funzionalmente* capace di essere intestatario dei beni ivi presenti, senza per ciò stesso assurgere a nuovo soggetto di diritto.

Insomma, con locuzioni diverse (ora "distinto", ora "autonomo"), il TUF altro non fa che dare corpo al concetto di segregazione patrimoniale, declinandolo nella sua accezione forte di strumento di selezione degli interessi rilevanti (dei partecipanti) e di "isolamento" del patrimonio investito idoneo a renderlo impermeabile alle vicende giuridiche non strettamente attinenti all'attività di gestione¹⁰⁹.

Del resto, inquadrare il fondo nel differente schema di un nuovo soggetto di diritto cui imputare la "titolarità" dei beni non pare – ad avviso di chi scrive - un'alternativa concretamente praticabile: si tratterebbe, in buona sostanza, di una superfetazione pleonastica contrastante con la dimostrata impossibilità di riunire il complesso di rapporti che gravano sul fondo sotto l'unitaria etichetta del "diritto di proprietà" e, peraltro, in controtendenza con la progressiva espansione nel panorama giuridico della tecnica della segmentazione patrimoniale quale strumento alternativo alla soggettivizzazione per il conseguimento di identiche finalità ma con l'ulteriore vantaggio di coniugare esigenze di semplicità degli atti e snellezza dei procedimenti¹¹⁰.

¹⁰⁹ P. GABRIELE, *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in Giur. comm., fasc. 4, 2010, pag. 593, parla in proposito di "segregazione come pietra miliare del TUF e strumento di tutela degli investitori".

¹¹⁰ In buon sostanza, la creazione di un veicolo societario può rappresentare una risposta ad una istanza di segregazione patrimoniale quando l'obiettivo è quello di scindere un complesso di attività da un patrimonio per porle al riparo dagli effetti delle vicende in cui quest'ultimo incorra. La creazione di un veicolo societario, in definitiva, rappresenta uno strumento idoneo a delimitare la responsabilità dell'imprenditore mediante la realizzazione di un differente centro di imputazione cui ricondurre un segmento del business e i rischi inerenti; tuttavia, come la dottrina non ha mancato di sottolineare, si tratta

Concludendo diversamente, per un verso, verrebbe da chiedersi quale significato sia da attribuirsi alla voluta segregazione patrimoniale dei beni nel fondo¹¹¹ e, per l'altro, si giungerebbe all'esito di vanificare lo sforzo del legislatore che, nell'apprestare agli utenti del mercato finanziario una pluralità di forme diversificate e non sovrapponibili, li ha resi liberi di scegliere e calibrare sulle proprie esigenze gli strumenti più idonei agli scopi perseguiti. Basti osservare che nell'assetto vigente il modello di gestione contrattuale dei fondi comuni di investimento si pone proprio come alternativo rispetto a quello societario delle SICAF/SICAV che, per l'appunto, consente di dotare di soggettività piena il patrimonio raccolto ai fini dell'esercizio della funzione gestoria; sicché non può che inferirsene che, nel settore del risparmio gestito, i momenti logico-giuridici "della soggettività, del patrimonio e della destinazione dei beni" si declinano diversamente a seconda del modello prescelto.

Ma in questo contesto, decisivo al rigetto dell'idea del fondo come un nuovo soggetto di diritto è l'ulteriore argomento della incapacità del fondo di autodeterminarsi nel panorama giuridico. Pur nella convinta proclamazione del fondo quale "complesso patrimoniale autonomo", occorre prendere coscienza della - forse fin troppo ovvia - circostanza che il fondo (proprio perché patrimonio privo di soggettività che acquista rilevanza in considerazione di uno specifico scopo) non è strutturalmente dotato di autonomia operativa e ciò argomentando, non tanto - come sostenuto dalla Suprema Corte - in ragione della carenza di una struttura organizzativa minimale che si rinviene invece negli enti di fatto, quanto, piuttosto, in forza della intermediazione *ex lege* della società di gestione di cui i fondi necessitano per poter entrare in relazione con i terzi¹¹².

di un mezzo potenzialmente sovradimensionato a fronte di ipotesi dagli oneri costitutivi e gestionali meno gravosi, quale proprio il patrimonio separato. In questi termini, P. GABRIELE, *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in Giur. comm., fasc. 4, 2010.

¹¹¹ Ancora, a voler valorizzare il dato letterale, non può mancarsi di sottolineare come la novella intervenuta sull'art. 36 TUF conferma la volontà del legislatore di negare soggettività giuridica ai fondi comuni di investimento in quanto il vecchio testo (risultante dalla modifica ad opera del D.L. 31 maggio 2010, n. 78, convertito in L. 30 luglio 2010, n. 122), statuiva che "*delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio*", laddove l'attuale comma quarto dell'art. 36 (sostituito dal d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44 e successivamente modificato dal d.lgs. 12 maggio 2015, n.72) precisa oggi che "*delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo*".

¹¹² Sulla scorta della ricostruzione qui proposta, è destinata a perdere di rilievo l'obiezione, tradizionalmente sollevata dai fautori della tesi della soggettività, a mente della quale l'assemblea dei partecipanti nei fondi chiusi immobiliari sarebbe sintomatica dell'esistenza, in qualche misura, di una struttura organizzativa che consente l'assimilazione dei fondi agli enti di fatto. Vedi, *ex multis*, F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità*

La conclusione qui tratta è viepiù confermata dall'approccio che tradizionalmente dottrina e giurisprudenza adottano al fine di qualificare un'entità alla stregua di un soggetto di diritto: occorre cioè avere riguardo al dato positivo per rinvenire elementi sintomatici della volontà dell'ordinamento di regolamentare gli stessi come veri e propri "soggetti". Se si esamina la giurisprudenza di legittimità¹¹³, emerge con nitidezza che storicamente sono stati reputati indici normativi di soggettività la sussistenza di una struttura organizzativa regolata dal principio maggioritario, piuttosto che la capacità di diritto processuale o, ancora, la capacità di diritto sostanziale.

Orbene, a quanto consta e sulla scorta dei risultati dell'analisi condotta, nessuno di tali elementi connota la disciplina dei fondi comuni di investimento, di talché dovrebbe inferirsi la volontà del legislatore di considerare il fondo come mero oggetto dell'attività gestoria (e non come autonomo soggetto). Sintomatico in tal senso è peraltro il tenore della relazione della 6° commissione permanente finanze e tesoro, ove si legge "... *circa il rilievo sulla natura giuridica del fondo, va rilevato che trattasi di nuovo istituto, del quale l'autonomia patrimoniale costituisce caratteristica essenziale, come affermato esplicitamente nel testo del provvedimento*"¹¹⁴. Del resto, non v'è da stupirsi in quanto è solo per mezzo dell'attività della Sgr che i fondi di investimento possono essere promossi e gestiti.

In definitiva, occorre correttamente inquadrare e risolvere nell'ottica della intrinseca funzionalizzazione dei fondi allo svolgimento dell'attività di investimento quelle manifestazioni di autonomia che potrebbero indurre, nel nome di un ostinato dogmatismo, ad assegnare al fondo dignità di autonomo soggetto di diritto. Diversamente opinando, risulterebbe irrimediabilmente svilita la funzione stessa della Sgr che proprio nella gestione del fondo trova la propria ragion d'essere ed il proprio oggetto sociale.

recenti: tra giurisprudenza e legislazione, in Banca, borsa e titoli di credito, 2011, II, 432; Vedi, al riguardo, R. DELLA VECCHIA, *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, Le Società, 2010, 1335. Ad ogni buon conto, giova qui rilevare che l'assemblea dei partecipanti ha competenze limitate ed è prevista soltanto con riguardo ai fondi di tipo immobiliare; conseguentemente non può costituire indice valido per ragionare in ordine alla natura dei fondi comuni di investimento.

¹¹³ Vedi *ex multis*, Cass., sez. I, 16 novembre 1976, n. 4252, in Il Foro it., 1977, I, 1482 ss.; Cass., sez. lav., 16 febbraio 1979, n. 1022, in Giur. it., 1979, I, 1071 ss.; Cass., sez. I, 24 luglio 1989, n. 3498, in Giur. it., 1990, I, 1, 46 ss.; Cass., sez. I, 28 gennaio 1993, n. 1027, in Giur. it., 1993, I, 1, 1201 ss.; Cass., sez. III, 11 maggio 1998, n. 2676, in Giur. it., 1998, 2099 ss.; Cass., Sez. Un., 26 aprile 2000, n. 291, in Società, 2000, 1201 ss.

¹¹⁴ Relazione della 6° commissione permanente finanze e tesoro - Berlanda - sul disegno di legge n. 1609.

Se così è, la novellata disciplina del TUF¹¹⁵ che ammette il fondo di investimento alle procedure di risoluzione della crisi - indipendentemente dalla crisi della Sgr - non potrà di certo subire strumentalizzazioni e piegamenti a favore di una pretesa soggettivizzazione del fondo, giustificati in forza del principio personalistico che permea le procedure concorsuali a mente del quale “insolvente” è predicato proprio dell’imprenditore e mai di un patrimonio. A ben vedere, è la stessa morfologia del fondo di investimento ad impedire che una sua eventuale incapienza possa propagarsi al patrimonio del gestore e ciò a cagione non dell’autonomia soggettiva quanto, piuttosto, dell’autonomia patrimoniale del fondo, di cui l’incomunicabilità con la massa patrimoniale della Sgr costituisce corollario imprescindibile. Peraltro, l’aver previsto un’ipotesi di autonoma crisi del fondo è soluzione senz’altro ragionevole nell’ottica di non negare ai creditori di quest’ultimo la maggior tutela che le procedure concorsuali sono in grado di garantire.

Concludendo, allorché si indagli sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento, sul piano del metodo, l’approccio vincente sembra essere dunque quello di “relativizzare” nella prospettiva della funzionalità e dell’interesse degli investitori le varie questioni che di volta in volta si pongono in merito a titolarità, intestazione e circolazione dei beni facenti parte del fondo di investimento. Solo per tale via si è in grado di evitare lo scongiurato esito unificante della soggettività giuridica e, di contro, valorizzare la dimensione di patrimonio autonomo del fondo coerentemente con la manifestata volontà del legislatore.

¹¹⁵ Con l’art. 1 del d.lgs. n. 47 del 16.4.2012, poi modificato dall’art. 2 del d.lgs. n. 181 del 16.11.2015, è stato introdotto il comma 6-*bis*, dell’art. 57 del TUF, per la disciplina della “crisi” del fondo comuni di investimento. La norma, nello specifico, ammette alla liquidazione coatta amministrativa un fondo comune di investimento, o il comparto di un fondo, qualora le attività non consentano di soddisfare le obbligazioni assunte e non sussistono ragionevoli prospettive che la situazione di crisi possa essere superata, indipendentemente dalla insolvenza della Sgr che lo gestisce. A seguito della sentenza del Tribunale, che provvede in camera di consiglio, è poi la Banca d’Italia a nominare i liquidatori, che provvedono secondo quanto disposto dal comma 3-*bis*, del medesimo art. 57, quindi secondo le norme proprie della liquidazione coatta amministrativa. È stato correttamente osservato che i principi personalistici sui cui poggia l’ordinamento fallimentare - che predicano il fallimento di un imprenditore e mai di un patrimonio - non sembrano quindi più costituire un ostacolo ad una disciplina della crisi dei fondi comuni di investimento, patrimoni privi di soggettività. Si ammette oggi l’insolvenza del patrimonio in assenza della dichiarazione di insolvenza del soggetto titolare (la Sgr) e, nel caso di insolvenza della Sgr, una procedura “parziale” limitata ai beni del fondo.

8. La ricostruzione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento al vaglio dei recenti arresti della giurisprudenza di merito

La tesi qui proposta in merito alla natura giuridica dei fondi comuni di investimento non sembra risentire di taluni suggestivi arresti della giurisprudenza di merito che, ponendosi in un articolato rapporto dialettico con l'orientamento del Supremo Consesso, si sono recentemente indirizzati a valorizzare, per lo più, il dato letterale degli interventi normativi sopravvenuti alla pronuncia della Corte per inferirne una pretesa soggettività del fondo comune di investimento.

Si fa riferimento, anzitutto, alla pronuncia n. 7232/2016 del Tribunale di Milano, chiamato a dirimere una controversia che trae origine da una vicenda di sostituzione di una Sgr a seguito della relativa sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria. In particolare, un'azionista di una società partecipata da un fondo comune di investimento gerito aveva chiesto in quell'occasione che il trasferimento delle azioni tra le due Sgr fosse dichiarato illegittimo, giacché in violazione della clausola statutaria di prelazione a favore dei soci. L'occasione fornisce al Collegio milanese lo spunto per condurre un'analisi dogmatica dell'istituto dei fondi comuni di investimento, prendendo le mosse dalle conclusioni della Suprema Corte allo scopo di verificarne la tenuta nel novellato quadro normativo.

Ad una rapida lettura dell'*iter* argomentativo emerge all'evidenza che il Collegio abbia strumentalizzato il dettato normativo, estrapolandone in maniera asettica indici¹¹⁶

¹¹⁶ Trib. Milano, n. 7232/2016 si esprime in questi termini "...Pare significativo anzitutto l'inserimento, nel cruciale comma 6 dell'art. 36 TUF, delle parole "... delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio" (Art. 32.1 let. b. d.l. 31.5.2010 n. 78, conv. l.n. 122 del 30.7.2010). Ai fini che qui interessano, rimane confermato che il patrimonio è "proprio" del fondo, non dunque della S.G.R. La l.n. 183 del 12.11.2011 (c.d. Legge di stabilità 2012) all'art. 6 comma 1 (Disposizioni in materia di smissioni dei beni immobili pubblici), recita: 1. Il Ministero dell'economia e delle finanze è autorizzato a conferire o trasferire beni immobili dello Stato ... ad uno o più fondi di investimento immobiliare, ovvero ad una o più società ...". E il comma 8-bis: "I fondi istituiti dalla società di gestione del risparmio del Ministero dell'economia e delle finanze possono acquistare beni immobili ad uso ufficio di proprietà degli enti territoriali ...". Ben si può pensare che menzionando i "fondi" la legge usi una sineddoche che preterisce la SGR, ma certo è che i referenti di trasferimenti ed acquisti sono i fondi, non le relative SGR. Infine il D.Lgs. n. 47 del 2012 ha introdotto il comma 6 bis dell'art. 57 TUF, così prevedendosi la possibilità che i fondi comuni di investimento siano ammessi alla procedura di liquidazione coatta amministrativa indipendentemente dalla SGR che li gestisce."

che “... univocamente si pongono nel senso di riconoscere autonomia patrimoniale – dunque capacità di essere titolari di diritti sostanziali e processuali – ai fondi comuni di investimento”. Ora, al di là dell’imprecisione dogmatica per cui la “capacità di essere titolari di diritti sostanziali e processuali” è di per sé derivato della soggettività giuridica e non dell’autonomia patrimoniale (concetto che, invece, va esclusivamente riferito al grado di separazione di un patrimonio rispetto ad un soggetto), l’argomentazione del Collegio non regge nella misura in cui, focalizzandosi in via esclusiva sul tenore letterale del dato positivo, trascende del tutto dalla valorizzazione del vincolo funzionale che grava sui beni del fondo oltretutto dall’evoluzione del fenomeno della segregazione patrimoniale quale strumento di realizzazione dei fini perseguiti alternativo alla costituzione di un veicolo soggettivo.

Ad ogni buon conto, è qui forse il caso di rammentare che occorre riporre non troppo affidamento sulle scelte semantiche del legislatore, non almeno senza tenere in debita considerazione il quadro sistematico nel quale esse vanno calate e contestualizzate; troppo spesso, infatti, il legislatore incede in un linguaggio aspecifico (anche laddove l’elevato tecnicismo della materia richiederebbe una più sofisticata attenzione) che, nella fattispecie di cui si tratta, si traduce nel ricorso alla sineddoche “fondo” in luogo di un più puntuale riferimento alla Sgr¹¹⁷.

¹¹⁷ In questo senso è stato altresì osservato, in particolare, che costituiscono indici di una rilevanza soggettiva del fondo i seguenti riferimenti: (i) il regolamento del fondo deve indicare almeno “se e con quale finalità il fondo intende operare in strumenti finanziari derivati [...]” (Titolo V, Capitolo I, Sezione II, paragrafo 3.1.2); (ii) i fondi mobiliari aperti che “intendono investire” sino al cento per cento del loro patrimonio in diverse emissioni di strumenti finanziari emessi o garantiti da uno Stato membro dell’UE, [...], indicano nel regolamento gli Stati [...] nei quali il fondo può investire più del 35 % del proprio patrimonio (Titolo V, Capitolo I, Sezione II, Paragrafo 3.1.2); (iii) l’OICR “può [...] assumere prestiti” entro determinati limiti (Titolo V, Capitolo III, Sezione II, Paragrafo 6.5 e Sezione V, Paragrafo 6.2); (iv) i fondi chiusi che prevedono l’investimento in beni immobili “possono concedere” tali beni in locazione con facoltà di acquisto per il locatario, ovvero possono concederli in leasing immobiliare (Titolo V, Capitolo III, Sezione V, Paragrafo 6.3).

Non è condivisibile l’impostazione di chi, rinvenendo nei fondi di investimento un soggetto di diritto, individua la sola differenza tra fondi ed enti di fatto nell’essere dotati i primi un organo gestorio esterno rispetto al fondo medesimo e, a sua volta, costituito in forma di soggetto di diritto, affermando che “...Tale differenza costituisce tuttavia un mero aspetto di carattere organizzativo e non un aspetto di carattere sostanziale. Essa è piuttosto correlata alla finalità e all’inquadramento sistematico dei fondi comuni di investimento, i quali non svolgono attività di impresa ma di investimento e di gestione del risparmio. È quindi stato ritenuto necessario dalla normativa comunitaria e interna che il soggetto che gestisce gli altrui risparmi sia un ente qualificato, specializzato e vigilato, quale è la SGR, la quale svolge un servizio di investimento; ciò non è tuttavia incompatibile con il fatto che il fondo comune possa essere considerato quale soggetto di diritto a tutti gli effetti”, aggiungendo, peraltro, come “... non siano infrequenti casi simili nel nostro ordinamento in cui gli interessi di un soggetto di diritto sono gestiti da organi esterni al soggetto stesso, senza che ciò determini la perdita della soggettività o il trasferimento

Ma più in generale, la conclusione tratta dal Tribunale di Milano rispetto alla natura dei fondi di investimento non risulta convincente nella misura in cui perviene all'esito di affermare la soggettività giuridica del fondo di investimento ricorrendo, tuttavia, alle medesime categorie dogmatiche della separazione patrimoniale e scissione tra proprietà in senso formale ed in senso sostanziale di cui si era già servita la Suprema Corte per negare la sussistenza di qualsivoglia forma di soggettività giuridica in capo ai fondi. In buona sostanza, la pronuncia del Tribunale di Milano può spiegarsi sinteticamente nel modo seguente: strumentalizzando le innovazioni normative il Collegio si lancia nell'esperimento di dare nuova veste giuridica a quegli elementi del ragionamento della Corte che ritiene di condividere; tuttavia, il tentativo di porsi così in linea di evoluzione rispetto alla pronuncia del 2010 si rivela ahimè fallimentare laddove si riduce, di fatto, ad una replica dell'impostazione e del percorso argomentativo del Supremo Consesso¹¹⁸.

Nella stessa linea si pone il decreto del medesimo Collegio del 10 novembre 2016, con cui il Giudice milanese - proprio sul presupposto della ritenuta soggettività giuridica autonoma dei fondi comuni di investimento - ha omologato un accordo di ristrutturazione *ex art. 182 bis L.F.* (concluso da una Sgr con i creditori del fondo gestito). E tuttavia è proprio nell'articolazione della motivazione della decisione che il Collegio cade in contraddizione giacché, pur percorrendo l'*iter* argomentativo della richiamata sentenza n. 7232/2016, osserva che in ogni caso la previsione di cui all'art. 57, comma 6 *bis*, TUF - che ammette i fondi di investimento alla procedura di liquidazione coatta amministrativa a prescindere che lo stato di crisi interessi anche il gestore - "*apre nettamente lo scenario di un impiego - sempre per il solo Fondo (ed al di là della sua autonomia soggettiva) - di strumenti alternativi di soluzione della crisi, senza che si debba affermare in alcun modo come presupposto necessario lo stato di crisi della Sgr medesima*", con ciò

della titolarità del patrimonio del soggetto gestito al gestore. Si pensi, a mero titolo di esempio, alla potestà dei genitori nei confronti dei figli minori o alla tutela e alla curatela rispettivamente dell'interdetto e dell'incapace; anche a livello societario, è ormai pacifico che una persona giuridica può essere nominata amministratore di una società". In questi termini, S. BARBANTI, *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni di investimento*, in Riv. Dir. Banc., marzo 2013, ISSN: 2279-9737. L'accostamento dei fondi comuni di investimento ai soggetti incapaci, invero, non coglie nel segno, attese l'inconciliabilità delle finalità perseguite dai due istituti e la natura primaria del fondo quale fenomeno economico che si connota per delle peculiarità sue proprie tipiche della logica di mercato.

¹¹⁸ In questo senso, è utile confrontare altresì le pronunce del Trib. Milano, n. 7232/2016 e n. 77559/2012 che giungono a conclusioni differenti in punto di soggettività dei fondi di investimento pur utilizzando la stessa architettura argomentativa.

riconoscendo che il ricorso agli strumenti di composizione della crisi non è inferenza logica della soggettività giuridica.

In definitiva, le pronunce richiamate propongono ricostruzioni che, più che risultare aderenti al contesto di mercato in cui il fondo di investimento assolve alla propria funzione tipologica, riflettono la preoccupazione degli operatori del diritto di salvare l'applicabilità delle categorie dogmatiche della propria tradizione.

9. I profili applicativi: la trascrizione degli immobili facenti parte dei fondi immobiliari

L'aver ricostruito la natura dei fondi di investimento muovendo da una prospettiva funzionale che prescinde dalle logiche proprietarie pone - come già si è detto - la problematica di come conciliare un "patrimonio autonomo di tipo dinamico" con il sistema della trascrizione che è e rimane organizzato su base soggettiva.

In questo contesto, occorre individuare una "entità" a favore della quale eseguire le formalità della trascrizione, al di là di qualsivoglia schematismo dogmatico e tenendo conto delle evidenziate peculiarità strutturali e funzionali del fenomeno della gestione collettiva del risparmio.

Ora, sulla base di quanto sin qui argomentato nulla osta a che tale entità possa essere proprio il fondo nella sua qualità di patrimonio dinamico e centro di imputazione (agli effetti previsti dalla legge) dell'attività di investimento. In quest'ottica, la trascrizione degli immobili a favore del fondo non soltanto risulta ben ammissibile ma soprattutto - ed il dato è supportato finanche da uno studio del Consiglio Nazionale del Notariato¹¹⁹ - la soluzione più aderente alle caratteristiche del fenomeno giacché in grado, più delle altre, di garantire snellezza e celerità al traffico commerciale ed ovviare alle evidenziate problematicità sollevate, invece, dall'intestazione in capo alla Sgr come prospettato dal Supremo Consesso.

¹¹⁹ A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I.

Non v'è da stupirsi, poi, che la prassi - almeno sino al richiamato intervento della Suprema Corte - abbia mostrato preferenza proprio per l'intestazione degli immobili a favore del fondo piuttosto che della Sgr, ben potendosi, per un verso, considerare il fondo "parte" ai sensi dell'art. 2659 c.c. e, per l'altro, ritenere che sia irrilevante la mancata menzione dei fondi nel novero delle entità a favore delle quali eseguire la trascrizione ex art. 2359, comma 1, n. 1, trattandosi qui - a parere della Suprema Corte¹²⁰ - di una mera elencazione esemplificativa e non tassativa.

Secondo l'impostazione che qui si preferisce, l'immobile dovrà quindi intestarsi al fondo con menzione del gestore nel c.d. "quadro D", sicché al mutare della Sgr - diversamente dal modello suggerito dal Supremo Consesso di cui si è già detto - non si avrà un conseguente mutamento dell'intestazione dell'immobile ma soltanto la modificazione dell'annotazione nel "quadro D"¹²¹; mentre delle altre vicende relative ai fondi (quali le scissioni piuttosto che le fusioni) si darà evidenza mediante semplice voltura. Siffatta tecnica non soltanto garantisce la celerità delle operazioni commerciali, ma consente al sistema di assolvere adeguatamente alla funzione di pubblicità che gli è propria, per un verso, mettendo i terzi interessati nelle condizioni di avere immediata contezza dell'esistenza di un vincolo di destinazione funzionale gravante sui beni in quanto parte del fondo e, per l'altro, assecondando l'interesse dei partecipanti ad una chiara identificazione dei beni riconducibili al fondo di cui sono sottoscrittori così da poterli distinguere - sia sotto il profilo propriamente gestorio, sia sotto quello di responsabilità - dagli *assets* di altri fondi gestiti dalla medesima Sgr. Una stessa evidenza del vincolo funzionale sui beni non si avrebbe, invece, ove - come suggerito dalla Corte - si procedesse all'esecuzione delle formalità della trascrizione a favore della Sgr: in tale ipotesi, infatti, l'annotazione del vincolo a favore del fondo nel "quadro D" non

¹²⁰ Vedi Cass. 23 giugno 1994, n. 6032, secondo la quale "*le forme associative non personificate ed i comitati privi di riconoscimento sono accomunati dalla qualificazione negativa di non essere persone giuridiche, ma ugualmente costituiscono figure soggettive cui può essere attribuita la titolarità di diritti, sia obbligatori che di natura reale*", in Foro it., 1995, I, 1268, con nota di V. LENOCI, *Comitati e acquisti immobiliari*. Sul punto L. CAROTA, *Il comitato ha, dunque, capacità immobiliare*, in Contratto e impresa, 1994, II, 1090 ss.

¹²¹ Il quadro D è la sezione della nota di trascrizione a forma libera, nel quale, ai sensi dell'art. 17 l. 52/1985 devono essere riportati eventuali condizioni o patti di natura reale menzionati nella nota e la descrizione sommaria dei fabbricati in corso di costruzione, "*e possono essere riportati altri contenuti dell'atto, elementi questi ultimi che il redattore della nota dovesse ritenere opportuni, se non necessari, per un'informazione più completa sulla vicenda o sul rapporto giuridico che si vuole pubblicizzare*".

garantirebbe un livello di pubblicità adeguato e soddisfacente, atteso che gli elementi del “quadro D” non rappresentano una chiave di interrogazione del sistema (si ribadisce, strutturato su base soggettiva).

La soluzione in commento si pone, all’evidenza, in linea con l’inquadramento in chiave funzionale del fondo di investimento ed è l’unica che consente di salvaguardare l’operatività del sistema senza cagionare macroscopiche distorsioni o forzature.

Il convincimento maturato rimane fermo pure a fronte di una suggestiva “terza via” che ha riscosso un discreto successo tra i teorici del diritto. Quest’ultima tesi si avvale dell’istituto della trascrizione del vincolo di destinazione *ex art. 2645 ter c.c.*, secondo le modalità previste dall’Agenzia del Territorio che prevede, all’uopo, la trascrizione del vincolo contro il conferente e l’indicazione del beneficiario nel “quadro D”.

Al di là del dibattito circa la predicabilità o meno di un’estensione dei confini applicativi della norma *ex art. 2645 ter c.c.* e della rilevata ontologica alterità tra i fondi ed i vincoli di destinazione che rende i due istituti non sovrapponibili, la tesi non risulta aderente alle peculiarità del fenomeno e, soprattutto, non garantisce un soddisfacente livello di pubblicità e di speditezza dei traffici commerciali allorché ricade negli stessi limiti dell’impostazione che vuole la trascrizione a favore della Sgr. Ed infatti, dovendosi eseguire la trascrizione contro il conferente, il mutamento della Sgr richiederebbe ugualmente una nuova trascrizione contro e a favore della Sgr subentrante ed i trasferimenti intrafondi non sarebbero adeguatamente segnalati comportando, essi, una mera modificazione della trascrizione contro la Sgr¹²².

¹²² In particolare, la doppia trascrizione - una, a favore della Sgr per “dar conto dell’effetto traslativo” e l’altra, contro la Sgr, per “dar conto della limitazione funzionale impressa dal vincolo di destinazione” - consente di assolvere differenti funzioni: l’una, l’opponibilità ai terzi del trasferimento e l’altra, la pubblicità del vincolo di destinazione. La tesi, che ha avuto origine con riferimento al fenomeno del *trust* non è priva di fondamento poiché, si è detto, se si affidasse l’effetto limitativo alla sola trascrizione del trasferimento al *trustee* non si saprebbe come evidenziare il vincolo di destinazione (così come può accadere quando un soggetto istituisce un *trust* su un bene di sua proprietà assumendo la funzione di *trustee*). È stato criticamente osservato, al riguardo, che “... *tale problema sembra inconsistente nel caso del fondo patrimoniale: la s.g.r. che vuole destinare un suo bene ad una sua specifica attività apporterà le entità patrimoniali al fondo dando conto del vincolo segregativo attraverso la trascrizione a favore del fondo (essendo, questo sì, un patrimonio destinato ad uno specifico affare di diritto societario!). Se così è, si comprende poco l’utilità della strada seguita della doppia trascrizione rispetto a quella notarile: la quale, per un verso, conserva l’efficacia pubblicitaria della trascrizione, e per un altro, facilita, come si è visto, i mutamenti del gestore*”. R. COLAIORI *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, Riv. Not., fasc. 1, 2014, 11.

CAPITOLO III
**La Ricostruzione del Profilo Relazionale
della Gestione Collettiva del Risparmio**

§ § §

1. Le fattispecie relazionali rilevanti nel settore del risparmio gestito

I rilievi sin qui avanzati si sono indirizzati a delineare i tratti peculiari e caratterizzanti dei protagonisti del servizio di gestione collettiva del risparmio - società di gestione e fondi comuni di investimento - da una prospettiva che, muovendo dal dato positivo, ne valorizzasse il profilo funzionale.

Sotto la forza motrice dell'esigenza di rappresentare il fenomeno gestorio quanto più fedelmente possibile al contesto nativo del mercato finanziario, l'itinerario di indagine seguito ha consentito, per un verso, di superare le impostazioni dogmatiche che, nel tempo, si sono variamente contese la scena in ordine alla natura dei fondi di investimento e, per l'altro, di pervenire ad una prima conclusione circa la validità e la portata applicativa del modello continentale fondato sulla centralità del diritto soggettivo. È emerso che, rispetto alla fenomenologia del patrimonio, il tradizionale schema dominicale si rivela un sistema finito e non universalmente applicabile e, in quanto tale, è una chiave di investigazione assolutamente inadatta a penetrare l'eclitticità di fenomeni produttivi complessi quale quello dei fondi di investimento.

In definitiva, occorre accettare una volta per tutte l'idea che non ogni "*Zweckvermögen*" si presta ad essere inquadrato secondo la riconducibilità ad un soggetto titolare e che, in taluni casi come in quello di specie, è più opportuno puntare su di un metodo di indagine che, superando le categorie tradizionali, abdichi alla ricerca di una "persona" in ragione ed a favore della centralità della "funzione".

È ora possibile, dunque, focalizzare l'analisi sulle "connessioni relazionali" che interessano il fenomeno della gestione collettiva del risparmio.

Si è detto che rispetto ai tradizionali modelli societari il quadro dei soggetti coinvolti si presenta qui significativamente più corposo e complesso. Il servizio di

gestione fa capo, infatti, ad una struttura almeno trilaterale¹²³, nel segno di una rigida allocazione di funzioni e poteri: (i) alla Sgr competono poteri di gestione e di disposizione dei beni, (ii) ai partecipanti al fondo spetta il potere di godimento e di appropriazione dei frutti nel rispetto delle direttive del Regolamento e della politica della Sgr, e (iii) al fondo, “contenitore patrimoniale”, sono destinati i beni in funzione del loro re-impiego secondo la strategia di investimento definita dalla Sgr.

In questa cornice di riferimento occorre dunque distinguere - in termini di disciplina e di inquadramento giuridico - i differenti rapporti esistenti tra (i) la società di gestione e il fondo di investimento, (ii) la società di gestione ed i partecipanti e, da ultimo, (iii) tra i partecipanti ed il fondo. A ciascuno di essi è dedicata l’analisi che segue.

2. Gestione collettiva del risparmio e mandato a confronto

L’esigenza sempre più avvertita (con l’espandersi del mercato finanziario) di tutelare gli investitori da potenziali condotte abusive degli intermediari ha trovato una risposta efficace nel meccanismo della segregazione patrimoniale. La ragione si coglie, all’evidenza, ove si osservi che lo strumento segregativo ha attecchito in contesti che si caratterizzavano per due profili di specialità: per un verso, l’imputabilità degli interessi da tutelare a soggetti terzi rispetto alla dialettica “debitore-creditore” (sottesa all’area di operatività della norma *ex art. 2740 c.c.*); e per l’altro, la presenza di un soggetto che in funzione gestoria “ospita” nella propria sfera giuridica beni (sostanzialmente) riconducibili a terzi.

A ben vedere, una situazione per molti versi simile (seppure in misura notevolmente ridimensionata come meglio si vedrà *infra*) la si ritrova già nella disciplina codicistica del mandato che - in quanto fattispecie negoziale pervasa dell’obbligo del mandatario di curare in via esclusiva l’interesse del mandante nell’esecuzione delle attività per suo conto - è divenuto, nel tempo, l’archetipo delle attività svolte nell’interesse

¹²³ Deve aggiungersi che altro perno della gestione collettiva del risparmio è la banca depositaria che riveste un ruolo attivo di garanzia della legittimità dell’operato della Sgr. Ai rapporti presi in considerazione nel presente lavoro devono aggiungersi ulteriori e paralleli rapporti intrattenuti con la banca depositaria, la cui indagine, tuttavia, esula dalle limitate finalità della trattazione.

altrui. L'essenza del mandato, infatti, è enucleabile proprio nel concetto di attività eseguita "per conto" di un diverso soggetto e finalizzata al perseguimento di un interesse alieno, dovendosi con ciò intendere che gli effetti dell'attività dell'agire del mandatario non soltanto sono destinati a prodursi nella sfera giuridica del mandante (e non del mandatario, secondo modalità differenti a seconda che si tratti di mandato con o senza rappresentanza¹²⁴), bensì, in modo ben più pregnante, devono riflettere l'interesse del mandante¹²⁵.

In altri termini, l'altruità dell'interesse curato è ciò che nel mandato connota in senso forte la causa negoziale e ne marca la disciplina civilistica, sicché l'agire nell'interesse altrui informa ciascun aspetto dell'attività del mandatario, dal risultato dell'attività ai contenuti degli atti negoziali posti in essere i quali devono tutti rispondere, effettivamente, all'interesse del mandante. In questo contesto, il contenuto dell'obbligazione del mandatario si estende sino al punto di richiedere a quest'ultimo un costante procedimento di raffigurazione del migliore interesse del *dominus* che gli consenta di identificare il vantaggio per il mandante e, conseguentemente, le modalità per perseguirlo. Tale autonomia - è bene chiarire - investe soltanto il piano della scelta dei mezzi di esecuzione dei fini e degli interessi fondamentali; la relativa selezione rimane comunque appannaggio esclusivo del mandante al quale spetta, infatti, il potere di impartire al mandatario le istruzioni del caso. È chiaro, allora, che l'obbligo del mandatario di agire secondo i canoni della diligenza rappresenta qui il punto di mediazione tra l'iniziativa libera del mandatario rispetto al *modus* e lo stato di soggezione

¹²⁴ Nel primo caso (artt. 1704 e 1388 c.c.), il mandatario agisce nell'interesse e in nome del mandante, con la conseguenza che gli effetti dell'atto si producono direttamente in capo a costui (il mandante, ad esempio, diviene immediatamente proprietario del bene, acquistato in suo nome e per conto dal mandatario); nel secondo caso (art. 1705 c.c.), il mandatario agisce ancora nell'interesse del mandante, ma in nome proprio, con la conseguenza che è lui (mandatario) ad acquistare i diritti e ad assumere gli obblighi derivanti dagli atti compiuti con i terzi, e ciò anche se costoro erano a conoscenza del mandato. Ora, anche nel mandato senza rappresentanza il mandante può rivendicare la cosa acquistata per suo conto dal mandatario in nome proprio (il mandante cioè si comporta come proprietario); ma ciò solo se si tratta di cosa mobile (art. 1706, comma 1, c.c.). Invece, se l'acquisto ha per oggetto un immobile o un mobile registrato, tenuto conto del regime di pubblicità e dell'obbligo normativo del mandatario di ritrasferirlo al mandante (art. 1706, comma 2, c.c.), deve logicamente dedursene che è il mandatario a diventarne proprietario in seguito all'acquisto da lui compiuto in nome proprio.

¹²⁵ *Ex multis*, S. PUGLIATTI, *Il rapporto di gestione sottostante alla rappresentanza*, in Studi sulla rappresentanza, Milano, 1965; G. BAVETTA, *Mandato (dir. Priv.)*, in Enc. Dir., XXV, Milano, 1975, R. SACCO - G. DE NOVA, *Il contratto*, Torino, 2004, II, 177. In giur., Cass. 26 luglio 2005, n.15607, *Rep. Foro.it*, 2005, definisce l'oggetto del contratto di mandato come "un'attività qualificata di conclusione di negozi giuridici per conto e nell'interesse del mandante". Così già Cass., 26 ottobre 2004, n. 20739, in *Rep. Foro.it*, 2005 e Cass. 30 marzo 1995, n. 3803, *ivi*, 1995.

alle direttive del *dominus*: la diligenza, detto diversamente, è ciò che consente al mandatario di “dosare” il proprio potere di autonomia e di canalizzarlo verso il perseguimento dell’interesse del mandante¹²⁶.

Interessanti spunti per approfondire il concetto di alienità dell’interesse curato provengono, poi, dalla disciplina del mandato senza rappresentanza, dove l’agire per conto del mandante non si accompagna alla “*contemplatio domini*”. Qui, infatti, la sostanziale altruità dei risultati dell’affare curato dal mandatario è così pregnante che la normativa codicistica si spinge sino a precludere ai creditori del mandatario l’azione sui beni che, in esecuzione del mandato, questi ha acquistato sì in nome proprio ma per conto del mandante (purché sussistano talune condizioni atte a scongiurare condotte fraudolente delle parti in danno ai creditori¹²⁷). In buona sostanza, il legislatore, disponendo che il compendio di beni acquistati in forza del mandato senza rappresentanza rimanga isolato dal restante patrimonio del mandatario, non ha fatto altro che introdurre il meccanismo segregativo nell’ambito del rapporto di mandato, e ciò nel duplice intento di tutelare il mandante ed opporre ai terzi creditori del mandatario – al ricorrere di talune condizioni di cui meglio *infra* - l’esistenza del “vincolo di destinazione” al reale *dominus* dell’affare di diritti reali o di credito acquisiti alla sfera giuridica del mandatario solo strumentalmente, in vista, cioè, del successivo trasferimento al patrimonio del mandante¹²⁸.

¹²⁶ La diligenza nell’autonomia di gestione può giungere sino al punto di approdo di consentire al mandatario di sciogliersi dal vincolo contrattuale mediante rinuncia all’incarico (secondo modi e tempi che consentano al mandante di provvedere altrimenti) ogniqualvolta questi, “interprete intelligente” della volontà del mandante, ravvisi una compromissione del rapporto di affidamento fiduciario così integrando una giusta causa di rinuncia. Per il ruolo della fiducia nella rinuncia al mandato vedi G. MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in Tratt. Dir. Civ., Vassalli, Torino, 1952.

¹²⁷ L’art. 1707 c.c. così recita “*I creditori del mandatario non possono far valere le loro ragioni sui beni che, in esecuzione del mandato, il mandatario ha acquistati in nome proprio, purché, trattandosi di beni mobili o di crediti, il mandato risulti da scrittura avente data certa anteriore al pignoramento, ovvero trattandosi di beni immobili o di beni mobili iscritti in pubblici registri, sia anteriore al pignoramento la trascrizione dell’atto di ritrasferimento o della domanda giudiziale diretta a conseguirlo*”. I creditori del mandatario, dunque, non hanno il diritto di perseguire i beni acquistati da lui in nome proprio in esecuzione del mandato giacché, in buona sostanza, detti beni appartengono al mandante e non al mandatario. La norma prevede una eccezione alla regola per cui, in caso di mandato senza rappresentanza (1705 c.c.), l’acquisto si produce in capo al mandatario ed è volta a preservare le ragioni del mandante. Tuttavia, il principio opera se risulta certo che il mandato è anteriore al pignoramento (491 c.p.c.). Le limitazioni poste all’applicazione della regola sono dirette a impedire che il debitore, deducendo in frode dei suoi creditori l’esistenza del mandato, faccia apparire di proprietà del mandante i beni che in realtà sono suoi.

¹²⁸ Sul punto vedi, *ex multis*, M. ZACCHEO, *Gestione fiduciaria e disposizione del diritto*, Milano, 1991, U. CARNEVALI, *Negozi fiduciario*, in Enc. Treccani, XX, Roma, 1990; M. GRAZIADEI, *Proprietà fiduciaria e proprietà del mandatario*, in Quadrimestre 1990, I; Id., *Voce Mandato*, in Dig. disc.

In quest'ottica, l'intera disciplina del mandato senza rappresentanza costituisce un vero e proprio sistema di regole prioritariamente indirizzate a tutelare il soggetto dei cui interessi si tratta dai rischi connaturali allo svolgimento di attività per suo conto ma non in suo nome; tant'è che dottrina e giurisprudenza¹²⁹ vi hanno concordemente ravvisato un modello dotato di forza espansiva tale da assorbire, meglio di qualunque altra, le fattispecie innominate di trasferimenti fiduciari.

Il crescente rilievo economico e sociale assunto dalle attività di gestione di patrimoni per conto di terzi ed il proliferare di interventi normativi sul punto (vedi la normativa sui fondi comuni di investimento, per ciò che qui interessa) hanno riportato al centro del dibattito dottrinario e giurisprudenziale la problematica della ricostruzione della posizione giuridica del mandatario rispetto ai beni acquistati al suo patrimonio in forza di un'attività svolta per conto del mandante senza spendita del suo nome.

Volendo riassumere i termini del dibattito, la dottrina che si è occupata del tema si è divisa tra chi, argomentando *ex art. 1706, comma primo, c.c.*¹³⁰, ha ricondotto la relazione tra mandatario e beni da questi acquistati per conto del mandante al concetto di "interpolazione gestoria" dovendosi attribuire la proprietà dei beni, in via esclusiva, al

priv., sez. civ., XI, Torino, 1994, 157; A. LUMINOSO, *Rappresentanza e mandato a confronto*, in Riv. dir. civ., 2012, I, 742; Id., *Il mandato*, in Trattato di diritto privato, diretto da P. RESCIGNO, 12, IV, Torino, 2007, 385 s.; F. ALCARO, *Del mandato*, in Dei singoli contratti, a cura di D. Valentino, in Commentario del codice civile, diretto da E. GABRIELLI, Torino, 2011, 335 s.; A. BORGIOI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, in Riv. Delle Soc., 1983, 909.

¹²⁹ Vedi già Cass., 20 maggio 1976, n. 1798; Cass., 19 giugno 1981, n. 4024; Cass., 28 febbraio 1983, n. 1508; Cass. 29 maggio 1993, n. 6024.

¹³⁰ L'art. 1706 c.c. statuisce, al comma primo, che "*Il mandante può rivendicare le cose mobili acquistate per suo conto dal mandatario che ha agito in nome proprio, salvi i diritti acquistati dai terzi per effetto del possesso di buona fede*" e, al comma secondo, che "*Se le cose acquistate dal mandatario sono beni immobili o beni mobili iscritti in pubblici registri, il mandatario è obbligato a ritrasferirle al mandante. In caso d'inadempimento, si osservano le norme relative all'esecuzione dell'obbligo di contrarre*".

La norma prevede, dunque, una diversa disciplina a seconda che si tratti di acquisto di beni mobili o di beni immobili e mobili registrati da parte del mandatario senza rappresentanza: per esigenze di certezza dei rapporti, pertanto, il ritrasferimento di un bene immobile o mobile registrato abbisogna di un nuovo negozio soggetto a trascrizione; nel primo caso, invece, nulla osta a che il mandante acquisti immediatamente la titolarità del bene mobile. In quest'ultimo caso, infatti, l'attribuzione al mandante delle tipiche prerogative proprietarie (quali la legittimazione ad esercitare l'azione di rivendicazione, piuttosto che il diritto del mandante di esigere l'adempimento della prestazione direttamente dal debitore) configura una proprietà "a schema invertito", dove il mandante rimane l'effettivo proprietario ed il mandatario è un mero legittimato all'esercizio di un diritto altrui. In questi termini, G. BALDINI, *Il mandato: profili operativi, inadempimenti e risarcimento dei danni*, Halley, Macerata, 2006. Ciò è stato variamente spiegato dalla dottrina facendo leva, ora, sulla necessaria forma scritta in tema di trasferimento di immobili (1350 c.c.) e sullo specifico sistema di pubblicità previsto per i beni immobili (la trascrizione, 2643 ss. c.c.), ora, sulla natura eccezionale della regola dettata per i beni mobili rispetto al regime ordinario.

mandante¹³¹, e chi, viceversa, valorizzando la disposizione di cui all'art. 1707 c.c., ha diversamente qualificato la posizione del mandatario a seconda che il mandato abbia ad oggetto beni mobili o beni immobili/mobili registrati.

In particolare, con riferimento alla prima delle due ipotesi, la prevista legittimazione del mandante ad esercitare l'azione di rivendica dei beni mobili dovrebbe indurre a ritenere, per un verso, che questi divenga titolare dei beni mobili immediatamente, all'atto cioè dell'acquisto da parte del mandatario e, per l'altro, che la posizione del mandatario rispetto a tale tipologia di beni degradi a mero esercizio di un potere di gestione di diritti altrui. Diversamente, allorché il contratto interessi immobili o mobili registrati, è il mandatario ad acquisire la proprietà dei beni almeno fino al negozio di trasferimento dei beni al mandante e, in questa prospettiva, la differente regola di cui al comma primo dell'art. 1706 c.c. si spiega in forza del differente regime di circolazione dei beni mobili nonché nell'esigenza di garantire la speditezza dei traffici commerciali, a soddisfacimento dell'interesse del mandante¹³².

Senza indulgere in schematismi dogmatici, la seconda delle tesi esposte appare maggiormente aderente al sistema codicistico. La disposizione all'art. 1707 c.c. specifica, infatti, che vero è che i creditori del mandatario non potranno aggredire i beni acquistati in esecuzione del mandato (secondo il meccanismo proprio della separazione patrimoniale), ma ciò soltanto se il pignoramento è successivo alla trascrizione dell'atto di trasferimento a favore del mandante, per ciò che concerne i beni immobili/mobili registrati, o al contratto di mandato avente data certa se l'oggetto è costituito da beni mobili. Di qui deve logicamente inferirsi che, fino alla trascrizione del negozio di ritrasferimento, i beni derivanti dall'esecuzione del mandato sono effettivamente presenti nella sfera giuridica del mandatario e costituiscono, a tutti gli effetti, parte integrante del suo patrimonio a garanzia generica dei creditori.

Ad ogni modo, corre l'obbligo di sottolineare che - come accennato *in apicibus* - le regole di cui alle disposizioni richiamate non integrano regimi giuridici differenti ed autonomi ma riflettono una diversa articolazione di un sistema unitario che è e rimane preordinato alla tutela del mandante; anzi, proprio a tal fine, la disciplina codicistica tiene

¹³¹ Conseguentemente, il negozio di trasferimento dei beni immobili o mobili registrati dal mandatario al mandante è destinato ad assumere una valenza meramente dichiarativa.

¹³² Secondo questa prospettiva, il negozio di trasferimento dei beni immobili o mobili registrati dal mandatario al mandante ha, invece, natura costitutiva.

opportunamente in conto il diverso regime di circolazione dei beni mobili ed immobili/mobili registrati nonché il diversificato assetto di interessi sotteso al mandato avente ad oggetto l'una piuttosto che l'altra tipologia di beni.

Quanto argomentato sin ora sulla forza attrattiva del modello del mandato senza rappresentanza rispetto ai modelli di attività svolta nell'interesse altrui non deve, però, legittimare il convincimento che il mandato sia l'unico schema legale utilizzabile in questo campo. Per ciò che qui interessa, la dedotta specificità del fenomeno della gestione collettiva del risparmio deve indurre l'interprete impegnato nella ricostruzione del profilo relazionale, quanto meno, ad interrogarsi circa l'adeguatezza e l'applicabilità dello schema-tipo del mandato al settore speciale dei fondi comuni di investimento.

Un dato è certo: i due istituti presentano indiscutibili profili di affinità laddove condividono *latu sensu* il medesimo oggetto, ossia, lo svolgimento di un'attività in nome proprio ma a vantaggio di un terzo (rispettivamente, i partecipanti, se trattasi di gestione collettiva del risparmio; il mandante, in ipotesi di mandato); ancora, entrambe le fattispecie si avvalgono dello strumento segregativo per la realizzazione delle finalità perseguite. Insomma, in ambedue le fattispecie si ravvisa con nitidezza lo schema dell'affidamento fiduciario, secondo il quale un soggetto si trova temporaneamente nel legittimo possesso di beni in funzione di una gestione proattiva.

Tuttavia, si ritiene qui che i richiamati elementi di comunanza non siano tali da azzerare - nel nome di una forzata omogeneità funzionale qui inesistente - l'intrinseca diversità strutturale che separa il mandato dai fondi di investimento. A ben vedere, infatti, nelle ipotesi considerate la destinazione patrimoniale assolve a funzioni non del tutto sovrapponibili.

Per un verso, lo schema delineato all'art. 1707 c.c. riflette l'articolazione di un unitario complesso patrimoniale in funzione della destinazione di singoli acquisti all'interesse del mandante, nel quale l'assorbimento degli acquisti al patrimonio del mandatario è opera dello stesso fiduciario che agisce in nome proprio seppur per conto del mandante; per altro verso, nel caso del fenomeno dei fondi di investimento il meccanismo segregativo è previsto *ex lege* come diretto corollario della sostanziale alienità del complesso dei valori apportati al fondo e mira a dare concreta visibilità al vincolo di destinazione funzionale dei beni specificatamente indicati dalla regolamentazione normativa. In altri termini, una volta selezionati a monte gli interessi

rilevanti, la separazione rappresenta qui soluzione tecnica di cui il legislatore si serve per tutelare, in concreto, gli investitori rispetto al ceto creditorio del gestore e si accompagna, sul piano pratico, alla effettiva adozione di congegni organizzativi che permettano l'individuazione del compendio da isolare dal patrimonio della società di gestione¹³³. Sotto il profilo della realtà, dunque, le posizioni del mandante e quella del fondo/partecipanti non risultano assimilabili e ciò in quanto, relativamente agli acquisti aventi ad oggetto beni immobili o mobili registrati, argomentando *ex art. 1707 c.c.* può affermarsi che il mandatario diviene titolare di tali beni sino al negozio di ritrasferimento laddove invece (nella ricostruzione qui proposta) la società di gestione non acquista mai la titolarità dei beni presenti nel fondo.

A ciò si aggiunga, poi, che il modello civilistico del mandato appare settato su singoli specifici acquisti, mentre la previsione legale di un patrimonio autonomo nel caso dei fondi di investimento rileva in funzione di specifiche attività economiche a forte impatto sociale, a tutela di interessi di massa, estranei rispetto all'operatore economico chiamato ad amministrare in conto terzi beni non riconducibili al suo patrimonio pur, comunque, trovandosi nella sua "disponibilità gestoria".

Da ultimo, può essere utile osservare che, sul piano strutturale, l'assetto dei rapporti sottesi alle due fattispecie è significativamente differente: il mandato presuppone una dualità di centri di interessi; il fenomeno gestorio fa capo ad una struttura trilaterale. E ciò è sufficiente, quanto meno, ad impedire una meccanica trasposizione delle norme in tema di mandato al settore del risparmio gestito.

A questo punto, si è in grado di cogliere la reale portata dell'assunto "*il mandato è il paradigma dell'attività nell'interesse altrui*" cui si è fatto cenno in apertura. Sulla scorta delle considerazioni svolte, l'ambito di operatività della disciplina civilistica del mandato va senz'altro circoscritto in modo da confinarne l'applicabilità al di fuori della fattispecie tipica soltanto laddove il rapporto specifico non sia già oggetto in tutto o in parte di disciplina speciale e previa, comunque, verifica della compatibilità della normativa

¹³³ La disciplina, in definitiva, non si limita ad introdurre staticamente patrimoni separati o destinati, ma lega la previsione dei medesimi alla fissazione di regole specifiche volte ad assicurare il raggiungimento di tale risultato. In questi termini, A. JANNARELLI, *Brevi note a proposito di "soggetto giuridico" e di "patrimoni separati"*, in Riv. trim. dir. proc. civ., fasc. 4, 2009, pag. 1253.

civilistica con l'assetto dei rapporti e degli interessi sottesi alle svariate fattispecie di rapporti di cooperazione.

Tanto chiarito, emerge il vero punto di attrito della vicenda giacché il disposto dell'art. 36 TUF contiene, al comma terzo, un esplicito riferimento al mandato civilistico allorché afferma che “... *La Sgr che ha istituito il fondo o la società di gestione che è subentrata nella gestione agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario*”. La richiamata norma, foriera di incertezze e dubbi interpretativi, ha rappresentato un vero e proprio rompicapo per i giuristi, i quali si sono lungamente interrogati circa la riconducibilità o meno dei rapporti rilevanti nell'ambito della vicenda gestoria allo schema-tipo del mandato civilistico¹³⁴.

In realtà, ad avviso di chi scrive, la portata della questione va decisamente ridimensionata alla luce di quanto argomentato a proposito delle specificità della funzione gestoria, della natura dei fondi di investimento e, più in generale, della evidenziata peculiarità del fenomeno in esame le cui logiche e dinamiche (tipiche del mercato finanziario) ne impediscono, spesso, la sussumibilità nelle categorie tradizionali. Un *focus* sulle singole fattispecie relazionali rilevanti potrà in ogni caso aiutare a fare chiarezza sul punto.

3. Il rapporto tra la Sgr ed il fondo comune di investimento

L'analisi del rapporto tra la Sgr ed il fondo di investimento presuppone, ovviamente, la previa adozione di una presa di posizione rispetto alla controversa

¹³⁴ La prima dottrina che si è interessata al tema ha ravvisato nella disposizione di cui all'art. 36 TUF, pure nella sua precedente formulazione (comma quinto: “*la società promotrice e il gestore assumono solidamente verso i partecipanti gli obblighi e la responsabilità del mandatario*”; comma quarto: “*la società promotrice, il gestore e la banca depositaria agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo*”), una lieve incoerenza atteso che la norma fa riferimento al mandato, incarico gestorio per eccellenza, ma il rapporto tra quotista del fondo e Sgr gestore non si conforma pienamente alla disciplina codicistica del mandato: l'investitore ha una limitata facoltà di ingerenza nelle decisioni di investimento, ed ha specifici, non generali, poteri di controllo; quindi non è titolare della posizione di dominus dell'affare propria invece del mandante. Sul punto vedi, A. BARTOLUCCI, *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento*, in *Quadrimestre*, 1984, 464.

questione della natura dei fondi di investimento e del ruolo della Sgr nella vicenda gestoria.

Ora, seguendo la tesi qui prospettata - ove si acceda all'idea, cioè, che il fondo di investimento altro non è che un patrimonio autonomo, come tale, separato da quello proprio della società di gestione oltreché da quello dei partecipanti, funzionalmente destinato al soddisfacimento dell'interesse degli investitori a massimizzare il proprio investimento (interesse, quindi, terzo rispetto all'operatore economico che esercita la funzione gestoria), e si condivida altresì la ricostruzione della posizione della società di gestione rispetto al fondo in termini non di proprietà bensì di controllo e gestione attiva strumentale alla liberazione di nuova ricchezza - allora va da sé che la relazione tra Sgr e fondo esce dalle logiche proprie del mandato per avvicinarsi (senza tuttavia identificarsi) a quelle tipiche della relazione inter-organica che lega gli amministratori ad una società. L'assunto necessita di alcune puntualizzazioni. È chiaro, le due fattispecie relazionali non sono perfettamente sovrapponibili: il fondo non è un soggetto di diritto e la società di gestione, diversamente dagli amministratori societari, non persegue il benessere comune all'impresa amministrata giacché la sua attività in concreto consiste e si esaurisce nella cura necessitata degli interessi degli investitori e, dunque, di interessi terzi rispetto all'organo gestorio ed alla struttura societaria alla quale fa riferimento. Tuttavia, ciò non toglie che l'accostamento (sul piano della funzione ma non delle finalità della funzione) è un utile punto di partenza da cui prendere le mosse per descrivere il rapporto in esame in termini di una relazione di gestione - che sorge al momento dell'istituzione del fondo - rispetto alla quale il fondo non è termine ma "oggetto funzionalmente connotato" del rapporto: la Sgr, infatti, è tenuta nei confronti dei quotisti (e non del fondo) al compimento, a vantaggio di questi ultimi, di una precisa attività di tipo economico (amministrazione attiva) avente ad oggetto un complesso patrimoniale autonomo e quindi il fondo; solo in quanto funzionale al perseguimento di tale obiettivo, dunque, la legge assegna alla Sgr il potere di controllo e di gestione sui beni nel fondo che si manifesta nella definizione della strategia di investimento e nel compimento degli atti necessari al suo perseguimento.

In definitiva, la dissociazione tra proprietà e controllo costituisce, sul piano pratico, nulla di più che una soluzione tecnica (valutata a monte) idonea a garantire il soddisfacimento degli interessi degli investitori. Ne sono indici, per un verso, le regole di

condotta prudente e diligente che la normativa pone a carico della Sgr nell'intento di orientare verso l'esclusiva tutela dei sottoscrittori i poteri di gestione discrezionale e controllo sui beni del fondo e, per l'altro, i presidi organizzativi che, a livello di *governance* interna, la società di gestione è tenuta ad adottare al fine di disincentivare quanto più possibile comportamenti opportunistici ed abusivi, incompatibili con l'obiettivo finale della gestione.

Ne deriva che lo schema del mandato sopra analizzato mostra tutta la sua inadeguatezza rispetto al fenomeno della gestione collettiva che si sviluppa secondo dinamiche tipicamente finanziarie non imbrigliabili nel binomio mandante-mandatario¹³⁵. La soluzione cui si è pervenuti non deve stupire; del resto, si è detto, da un lato, che nonostante il comune ricorso allo strumento segregativo al fine di tutelare interessi terzi, la "separazione patrimoniale" risponde a finalità ed esigenze differenti nel mandato e nel fenomeno della gestione collettiva del risparmio; dall'altro, ove ci si sposti sul piano della struttura delle fattispecie, l'inapplicabilità del mandato alla relazione Sgr-fondo risulta di immediata evidenza in quanto il mandato presuppone una dualità di soggetti di diritto che manca, invece, nel rapporto Sgr-fondo.

Detto diversamente, la ricostruzione della fattispecie secondo lo schema del mandato risulta assolutamente preclusa dalla negata soggettività giuridica del fondo di investimento. Il punto, peraltro, era già stato messo in luce dalla Suprema Corte nella più volte citata sentenza pilota del 2010. Sebbene il generale impianto sistematico adottato non sia del tutto condivisibile, le obiezioni mosse alla teoria della natura soggettiva del fondo sembrano cogliere nel segno laddove conducono all'impossibilità di inquadrare il rapporto tra la Sgr ed il fondo in termini di contratto di mandato giacché afferma la Corte che "*... non si può certo postulare l'esistenza di un rapporto di mandato o di rappresentanza tra la medesima società di gestione ed il fondo perché questo implicherebbe una duplicità soggettiva che non è invece ravvisabile*".

¹³⁵ In senso contrario, M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in Trattato di diritto privato diretto da P. Rescigno, Vol. 16, I, II ed., Milano, 2008, 36, inquadra il fenomeno come mandato.

4. Il rapporto tra la Sgr ed i partecipanti al fondo comune di investimento

L'indagine condotta rispetto ai profili caratterizzanti la gestione collettiva del risparmio ha registrato, in modo chiaro, la presenza di elementi propri di un affidamento fiduciario nel rapporto che lega la società di gestione ai quotisti: a fronte del proprio investimento, i partecipanti al fondo acquistano il diritto a che la Sgr provveda ad una gestione dei beni e valori ivi conferiti nel segno della prudenza e della diligenza professionale, con l'obiettivo del conseguimento di un risultato utile in relazione alle strategie di investimento prescelte a vantaggio degli investitori (sui quali grava il rischio della gestione); ai partecipanti risulta preclusa qualsivoglia forma di interazione con la società di gestione, né questi hanno il potere di impartire istruzioni alle quali la Sgr dovrebbe attenersi o di influenzare ed indirizzare, in qualche misura, l'attività gestoria e le scelte di investimento, atteso che la Sgr opera con indipendenza e discrezionalità, secondo le modalità che reputa più idonee al raggiungimento dei fini normativamente stabiliti (salvi, ovviamente, i limiti legislativi e regolamentari).

Si tratta, all'evidenza, di una relazione di natura contrattuale giacché è la morfologia stessa dell'obbligazione gestoria a richiedere che, nell'articolazione dei diritti ed obblighi connessi alla vicenda gestoria, Sgr e partecipanti si pongano l'una di fronte agli altri (*rectius*: ciascuno degli altri) e tale relazionalità è espressione di "un contratto di gestione o di investimento", che origina dalla sottoscrizione delle quote del fondo da parte dei risparmiatori¹³⁶ e trova la propria fonte negoziale nel Regolamento del fondo, secondo uno schema contrattuale atipico non riconducibile al mandato.

A ben vedere, infatti, neppure il profilo relazionale in esame si presta ad essere ricondotto alla relazione mandante-mandatario. Sul punto, è dirimente osservare che, a differenza del mandante - il quale è tenuto a fornire al mandatario tutte le istruzioni necessarie al compimento delle attività per suo conto -, l'investitore non riveste la posizione di *dominus* dell'affare e non è titolare di facoltà di ingerenza nelle decisioni di

¹³⁶ Cfr. M. MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, in Banca borsa e tit. cred., I, 299 ss.; E. ROPPO, *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in Contr. impr., 261 ss.; G. GENTILE, *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, 33; P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in Giur. comm., 1992, I, 50; A. LENER, *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in Foro it., 1985, V -16, 177 ss. e già in Le nuove leggi civ. comm., 1984, 398 ss.

investimento; ciò, in quanto assolutamente privo sia di un potere *latu sensu* direttorio sia di un potere generale di controllo sull'operato della Sgr.

Ulteriori elementi di atipicità si riscontrano, poi, in materia di sostituzione della Sgr e regime degli acquisti. Sotto il primo profilo, la sostituzione della Sgr nei fondi chiusi è di competenza dell'assemblea dei partecipanti che delibera a maggioranza laddove, invece, in ipotesi di mandato collettivo, la sostituzione del mandatario è rimessa ad una valutazione collettiva di tutti i mandanti. Per ciò che attiene, invece, al regime degli acquisti, il sistema non contempla in nessun caso la possibilità che il risultato dell'operazione di investimento possa, anche solo temporaneamente, rimanere acquisito al patrimonio della Sgr a disposizione, quindi, dei creditori della stessa (come la normativa codicistica prevede in tema di mandato), e ciò in quanto nell'ambito della gestione collettiva del risparmio il meccanismo della segregazione patrimoniale opera in modo differente rispetto allo schema del mandato, per l'ovvia ragione che differente è – come si è detto - la funzione assolta¹³⁷.

Quanto sin qui argomentato impone, allora, di superare il tenore meramente letterale della disposizione richiamata all'art. 36 TUF – a mente della quale “... *la Sgr assume nei confronti dei quotisti gli obblighi e le responsabilità del mandatario*” - e di fare applicazione, invece, di più consoni canoni ermeneutici, quali quelli logico e sistematico sulla scorta dei quali deve essere vagliata la portata della norma. Di qui, tenuto conto della incompatibilità funzionale e strutturale tra il fenomeno dei fondi di investimento ed il mandato per le ragioni a più riprese evidenziate, deve ritenersi che il richiamo alla regolamentazione del mandato - lungi dal significare un'estensione *tout court* della normativa civilistica ai fondi – assolve ad una funzione di garanzia della correttezza dell'operato della Sgr che, in quanto soggetto agente nell'interesse altrui, soggiace ai medesimi doveri comportamentali del mandatario¹³⁸. E ciò, del tutto coerentemente con gli obiettivi perseguiti dalla disciplina speciale laddove pone a carico degli intermediari puntuali standard di condotta, oltreché con il proposto ridimensionamento dell'ambito operativo della disciplina civilistica del mandato che,

¹³⁷ In questo senso, L. BOGGIO, *Fondi comuni di investimento*, in *Giur. It.*, 2011, 333.

¹³⁸ L'opinione è ampiamente condivisa in letteratura e giurisprudenza: si rinvia, per tutti, a M. MIOLA - F. BRIOLINI, art. 36, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G.F. CAMPOBASSO, Torino, 2000, 318 ss.; *contra*, G. FERRI jr., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 50 ss.

rispetto a tutte quelle fattispecie di “azione nell’interesse altrui”, degrada a normativa di tipo residuale da applicarsi per quanto non disposto o non diversamente disposto dalla regolamentazione di specie.

In definitiva, ancora una volta occorre adeguatamente valorizzare i connotati peculiari della gestione collettiva del risparmio, come l’ampiezza dell’incarico gestorio e la discrezionalità dell’agire della Sgr, per ricostruire la natura del rapporto in esame in modo più aderente alla realtà; di qui, la qualificazione del rapporto in termini di “contratto di gestione o di investimento” in forza del quale la società di gestione, a fronte dell’investimento del singolo risparmiatore e dell’adesione di questi alla regole cristallizzate nel Regolamento¹³⁹, assume l’obbligazione di amministrare attivamente il patrimonio autonomo nell’interesse collettivo degli investitori¹⁴⁰. Merita osservare allora che, in tale contesto, l’autonomia del fondo è predicato dell’agire della Sgr funzionale alla tutela del risparmio ed alla realizzazione di una rendita. E quindi, v’è segregazione patrimoniale non perché così vuole il gestore ma perché ciò dispone la legge che, nel perseguimento degli obiettivi fissati, predispone lo strumento ritenuto più idoneo a conseguirli in termini di efficacia ed efficienza.

Del resto, l’interpretazione qui proposta è coerente con la percezione che del medesimo rapporto Sgr-partecipanti si ha sul piano economico. Qui risulta con nitidezza che la relazione riflette l’articolazione tipica dei rapporti di *agency*¹⁴¹, ossia quei rapporti

¹³⁹ Per un approfondimento circa la duplice natura (contrattuale e statutaria) del Regolamento di gestione del fondo si fa rinvio al primo capitolo.

¹⁴⁰ Il Provvedimento di Banca d’Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V, Capitolo I, Sez. II, 4.2.2, prevede peraltro che il regolamento del fondo debba indicare “...l’obbligo dell’invio di una lettera di conferma della sottoscrizione (recante informazioni concernenti la somma investita, l’importo delle eventuali commissioni di sottoscrizione e il numero delle quote attribuite) nonché di una lettera di conferma del versamento degli impegni richiamati. Copia del regolamento è consegnata ai partecipanti”.

¹⁴¹ Si deve alla dottrina gius-economica statunitense (*Ownership and Control*, di M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, 1976) l’elaborazione della “*contractual theory of the firm*”, che valorizza la dimensione contrattuale dell’impresa (più precisamente, l’impresa viene vista come un insieme di contratti, “*nexus of contracts*”). Vedi sul tema, R.H. COASE, *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, Il Mulino, 1995. Tra i maggiori esponenti della teoria contrattuale dell’impresa si segnala F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *L’economia delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1996. Il fondamento della teoria contrattuale consiste nel riconoscere maggiore efficienza alla fonte contrattuale del diritto delle società per azioni in quanto si ritiene che il legislatore non possa perseguire l’interesse delle parti in modo più vantaggioso delle parti medesime, né essere meglio informato sulle circostanze dell’affare oggetto dell’accordo. Secondo tale interpretazione la contrattazione appare dunque come il migliore sistema di allocazione delle risorse anche sotto il profilo della definizione della struttura organizzativa della società. È proprio all’interno di tale teorica che trova collocazione la teoria dell’agenzia, che studia i problemi derivanti da una divergenza di interessi tra i due termini di una relazione contrattuale connotata da asimmetria informativa. In particolare, a mente della predetta teoria, per rapporto di *agency* si intende una

in forza dei quali una parte è tenuta ad agire, con discrezionalità e senza soggezione a poteri di controllo, per la realizzazione dell'interesse dei secondi. È chiaro che, in tale contesto, il rischio che la condotta dell'agente sfoci in comportamenti abusivi in danno del delegante è connaturale alla morfologia del rapporto e richiede l'adozione a monte di presidi adeguati a disincentivare l'inverarsi condotte opportunistiche.

Si tratta, a ben vedere, dell'esatta articolazione di interessi ed allocazione dei rischi che si registra rispetto al fenomeno della gestione collettiva risparmio e che ha determinato il legislatore nazionale, per un verso, ad adottare presidi che operano sia a livello di *governance* della società di gestione, sia a livello di regolamentazione della condotta della Sgr, e per l'altro, ad affidare il ruolo di custodia dei beni nel fondo alla banca depositaria. In questo contesto, il conflitto di interessi in cui - si è detto - ontologicamente versa la Sgr altro non è che un costo strutturale di agenzia che impegna il legislatore nella predisposizione di adeguati meccanismi di gestione.

5. Il rapporto tra il fondo comune di investimento ed i partecipanti

Alla relazione che lega gli investitori al fondo è dedicato il disposto dell'art. 36, comma 2, TUF, a mente del quale “... *il rapporto di partecipazione al fondo comune di*

relazione contrattuale, di tipo formale o informale, in cui un soggetto (*principal*) delega ad un altro (*agent*) l'utilizzo di alcune risorse o il compimento, per suo conto, di determinate attività. La divergenza di interessi (o conflitto di interessi) tra *principal* e *agent* costituisce il c.d. “problema di agenzia” e determina l'insorgere dei “costi di agenzia” da intendersi nel senso di rischio che l'*agent* operi secondo finalità opportunistiche sfociando in condotte abusive, in danno agli interessi del *principal*. La dottrina ha distinto tre tipologie di costi di agenzia: (i) i costi di controllo (o costi di sorveglianza e di incentivazione), cioè quelli che derivano dall'attività del *principal*, volta a monitorare i comportamenti dell'*agent*; (ii) i costi di riassicurazione (o costi di obbligazione), ovvero quelli che derivano dall'attività dell'*agent*, volta a convincere il *principal* della bontà del suo comportamento; (iii) i costi residuali, cioè quelli derivanti da altri conflitti di interesse che le suddette attività di controllo e di riassicurazione non sono in grado di ricomporre, si tratta del costo opportunità misurato dalla differenza tra il comportamento effettivo dell'agente e quello che teoricamente avrebbe portato alla massimizzazione dell'utilità per il principale. Il problema dell'agenzia è strettamente collegato al tema degli assetti proprietari: dalla struttura proprietaria dipende infatti la capacità degli azionisti di controllare l'operato degli amministratori. Tanto più aumenta la separazione della proprietà dal controllo, tanto più aumenteranno i costi di agenzia. L'esigenza di arginare i costi di agenzia ha spinto la dottrina a ricercare gli strumenti più idonei a tutelare gli interessi del delegante e, in questo contesto, un ruolo significativo viene assegnato agli amministratori indipendenti quali soggetti onerati di verificare la legittimità dell'operato degli esecutivi, oltreché ai sistemi di controllo. Nella letteratura italiana, per una disamina approfondita degli *agency problems* si veda, per tutti, M. STELLA RICHTER jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in Giur. comm., 2006, I, 196 ss.

investimento è disciplinato dal regolamento del fondo". Il Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 stabilisce, poi, al Titolo V, 4.2, che "... *la partecipazione al fondo comune si realizza tramite sottoscrizione delle quote del fondo ovvero acquisto a qualsiasi titolo del certificato rappresentativo delle stesse*".

Per comprendere la portata del dato normativo in un'ottica ricostruttiva, è utile rammentare che, a seguito dell'approvazione del Regolamento, la Sgr è autorizzata alla negoziazione delle "quote di partecipazione" al fondo¹⁴² e la relativa sottoscrizione ad opera degli investitori assume nella vicenda gestoria un ruolo centrale in quanto segna (i) l'adesione di quest'ultimi al meccanismo di funzionamento del fondo ed alla politica di investimento definita nel Regolamento, (ii) la legittimazione della Sgr alla gestione in monte ed in autonomia dell'investimento dei singoli e, soprattutto, (iii) l'acquisto della titolarità delle "quote di partecipazione" al fondo. È solo da questo momento, infatti, che

¹⁴² La partecipazione al fondo è incorporata in "quote di partecipazione" di pertinenza dei singoli investitori, rappresentate da certificati - nominativi o al portatore secondo quanto previsto dal Regolamento - che rientrano nella nozione di "strumenti finanziari" di cui all'art. 1, co. 2, lett. c), TUF e sono soggetti alla disciplina di circolazione dei titoli di credito (nominativi o al portatore, a seconda della scelta espressa dall'investitore). Le caratteristiche dei certificati, i metodi di calcolo del valore delle quote e il loro valore unitario iniziale sono stabiliti dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, tenendo conto dell'esigenza di assicurare la portabilità delle stesse. Sul punto, vedi F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in L'ordinamento finanziario italiano, a cura di Capriglione, I, Padova, 2005., 279; Id., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in Riv. soc., 2000. È comunque possibile che non si faccia luogo alla emissione dei certificati, su richiesta dei sottoscrittori, ma che più quote relative a più partecipanti siano registrate in un certificato cumulativo (come previsto dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia). In tale ultimo caso, tuttavia, è stato ritenuto che la partecipazione costituisca un credito e non un titolo di credito, "giacché il certificato cumulativo non incorpora il diritto alla prestazione, né può circolare limitatamente ad uno dei soggetti partecipanti al fondo" (Cass. 14 luglio 2003, n. 10990), per cui l'investitore è in possesso "solo del contratto di partecipazione al fondo" (*ibidem*). Muovendo da queste premesse, si è affermato che il pegno sulla quota di partecipazione al fondo deve essere costituito secondo le modalità del pegno su crediti, in quanto "... *La partecipazione ad un fondo comune di investimento, in assenza di un certificato individuale, autonomo e separato, costituisce non un titolo di credito nei confronti del fondo, ma solo un credito, rappresentato dall'obbligo della società di investimento di gestire il fondo e di restituirgli il valore delle quote di partecipazione; deve, pertanto, ritenersi legittimo il pegno costituito sulla quota di partecipazione al fondo solo se sia stata rispettata la disciplina prevista per il pegno di crediti dall'art. 2800 cod. civ., cioè la notifica della costituzione del pegno al debitore ovvero la sua accettazione con atto di data certa*" (Cass. 27 novembre 2011, n. 28900; App. Milano, 23 settembre 1997).

La soppressione del documento cartolare è funzionale alle esigenze di semplificazione dell'attività amministrativa evitando che ad ogni operazione di cessione di quote debba far riscontro una corrispondente operazione sui relativi certificati. Tuttavia, pur sortendo i medesimi effetti connessi all'assenza di un documento cartolare, il certificato cumulativo non sottopone le quote di partecipazione a un vero e proprio regime di dematerializzazione, giacché il partecipante rimane titolare del diritto di richiedere, in ogni momento, l'emissione del certificato singolo, così ripristinando il regime cartolare. C. GANDINI, *Partecipazione a fondi comuni di investimento e certificato «cumulativo»*, in Banca borsa e tit. cred., 1996, I, 477. Cfr., altresì, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V, Cap. VII, par. 3.

si instaura il “*rapporto di partecipazione*” ed è sempre da questo momento che il diritto di credito che spetta agli investitori in relazione alle quote sottoscritte risulta aggredibile dai relativi creditori. E ciò, all’evidenza, conferma ulteriormente – ove ancora ve ne fosse bisogno - la sostanziale altruità dei beni (soltanto) gestiti dalla Sgr.

Sul piano della natura giuridica, ove si tenga a mente tutto quanto qui argomentato in punto di peculiarità della gestione collettiva del risparmio e natura dei fondi di investimento, può ragionevolmente affermarsi che il rapporto di partecipazione è espressione non di una “attribuzione” al fondo dell’oggetto dell’investimento ad opera del singolo risparmiatore - che, invero, implicherebbe uno spostamento patrimoniale e, dunque, un vero e proprio effetto traslativo - quanto piuttosto di una “destinazione” di beni strumentale al raggiungimento di uno scopo¹⁴³. In altri termini, la natura del rapporto di partecipazione è diretto corollario della ricostruzione della natura del fondo in termini di funzionalizzazione di beni al risultato di gestione: in quest’ottica il conferimento di parte del proprio patrimonio al fondo non trova causa in un trasferimento proprietario quanto, piuttosto, nella destinazione di beni al fine, nel segno della preminenza dello “scopo” che qui si sostituisce alla “volontà del soggetto” nel ricondurre ad unità sistematica il vincolo di destinazione patrimoniale dei beni al fondo.

Ora, è chiaro che all’atto di destinazione consegue pur sempre un avvicendamento nella “titolarità” del patrimonio del sottoscrittore (che si manifesta sul piano della pubblicità), ma la differente intestazione dei beni altro non è qui che una soluzione tecnica funzionale alla realizzazione dello scopo della gestione collettiva (l’incremento della ricchezza) ad opera della Sgr.

Ancora una volta, dunque, il punto di osservazione da cui analizzare le molteplici sfaccettature della vicenda gestoria è quello della “funzione” con ciò confermandosi il rigetto per una prospettiva puramente formale, del tutto inadeguata rispetto alle peculiarità del settore del risparmio gestito.

¹⁴³ È stato correttamente osservato in dottrina che “... *la differenza tra destinazione e attribuzione si avverte in ciò: la destinazione è altro dall’attribuzione, anche se la legge può atteggiarla come attribuzione grazie alla mediazione di un “ente allo scopo”. Ed ancora, la destinazione non giustifica sé stessa, non è causa sui ipsius (come l’attribuzione non giustifica sé stessa); la destinazione non produce spostamenti patrimoniali (cioè attribuzioni) ma tende ... alla separazione dei beni destinati dal patrimonio residuo del destinante e del funzionario (se quest’ultimo è altro rispetto al primo)”*. In questi termini, R. COLAIORI, *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni d’investimento*, Riv. del Not., fasc.1, 2014, 11.

CAPITOLO IV

Profili di Responsabilità nel Settore del Risparmio Gestito

§ § §

1. Gestione collettiva del risparmio e responsabilità

Le riflessioni svolte, lungi dall'essere puro esercizio dogmatico, hanno un significativo rilievo pratico specie in punto di regime di responsabilità connessa allo svolgimento dell'attività di gestione del risparmio.

La ricostruzione del sistema di responsabilità – e con essa, l'individuazione dei soggetti legittimati attivi e passivi all'azione di risarcimento del danno arrecato – presuppone, infatti, il previo inquadramento giuridico dell'istituto del fondo di investimento e la definizione del rapporto che lega, in particolare, il gestore ai partecipanti. Può addirittura affermarsi con significativo grado di certezza che il regime di responsabilità è qui suscettibile di articolarsi diversamente a seconda che si mostri preferenza per l'una piuttosto che per l'altra teorica in tema di natura dei fondi di investimento. È forse questa la ragione per cui la materia della responsabilità nel settore del risparmio gestito è stata spesso trascurata e neppure la prassi, dal canto suo, registra significativi precedenti (eccezion fatta per la pronuncia del Tribunale di Milano dell'11 maggio 2015 di cui *infra*).

Un'analisi sui profili di responsabilità nel settore del risparmio gestito - che punti a perimetrare l'ambito di operatività della responsabilità di gestione, il novero dei soggetti legittimati ad azionarla e l'area del danno risarcibile - appare, allora, necessaria non soltanto in quanto naturale completamento di un'indagine che si propone di guardare al fenomeno della gestione collettiva del risparmio attraverso il prisma delle categorie di diritto privato, ma altresì in ragione del fatto che la materia della responsabilità rappresenta terreno fertile - più di qualunque altro - per la verifica della bontà e della tenuta della ricostruzione della vicenda gestoria qui proposta.

Nel ragionamento che segue, tre sono i momenti logico-giuridici che si intendono isolare dogmaticamente:

- (i) il regime di responsabilità *ex art.* 36 TUF;

- (ii) se ed in che misura i partecipanti al fondo comune di investimento siano legittimati ad agire direttamente anche nei confronti dei componenti degli organi di amministrazione della Sgr investiti della gestione;
- (iii) se ed in che misura sia configurabile un'ipotesi di responsabilità dei partecipanti nei confronti della Sgr.

2. Il regime di responsabilità ex art. 36 TUF

Occorre ragionare sui testi normativi ed il punto di partenza è, ancora una volta, il disposto dell'art. 36, commi 3 e 4, TUF, a mente del quale “... *le Sgr agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario*” e, ancora, “*delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo*”. La norma in commento delinea un duplice sistema di responsabilità: da una parte v'è il microsistema della “responsabilità interna” verso i partecipanti al fondo; dall'altra, v'è quel coacervo di ipotesi di responsabilità della Sgr nei confronti dei terzi che sorge in dipendenza delle obbligazioni contratte per conto del fondo gerito.

Per comodità espositiva, conviene muovere proprio dalla seconda delle fattispecie delineate.

a) La responsabilità ex art. 36 TUF nei confronti dei “terzi creditori”

La recente novella dell'art. 36 TUF ha sopito ogni dubbio circa l'individuazione del patrimonio destinato a fungere da garanzia generica per quelle obbligazioni di fonte contrattuale derivanti dall'attività di gestione del fondo, disponendo *expressis verbis* che “*delle obbligazioni contratte per conto del fondo risponde il fondo medesimo con il proprio patrimonio*”. La previsione afferma in modo cristallino l'assoluta reciproca impermeabilità che marca il rapporto tra il patrimonio del fondo e quello della Sgr; impermeabilità che, ad avviso di chi scrive, è diretto corollario della natura di patrimonio autonomo del fondo e non certo di una autonoma soggettività giuridica come taluni hanno tentato di sostenere enfatizzando il tenore letterale delle parole “... *risponde il fondo con il proprio patrimonio*”. In questo senso, sarebbe stato certo preferibile optare per una

formulazione più puntuale del tipo “*delle obbligazioni contratte per conto del fondo risponde la Sgr con il patrimonio raccolto nel fondo*” al fine di evitare ogni strumentalizzazione di sorta.

Ad ogni buon conto, certo è che, oggi, a fronte di una rigida separazione patrimoniale non v'è spazio per ipotesi in cui tanto il patrimonio della Sgr quanto quello del fondo si trovino esposti a pretese risarcitorie di terzi sulla base di un comune titolo di responsabilità.

La conclusione qui tratta è vieppiù confermata da un confronto con le disposizioni dell'art. 2447-*quinquies* c.c. che disciplinano i diritti dei creditori di SpA che abbiano costituito patrimoni destinati ad uno specifico affare. Il comma 3 della norma in commento dispone, infatti, che delle obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società può essere chiamata a rispondere anche con il proprio patrimonio “residuale” (se previsto dalla delibera costitutiva) e, in ogni caso ed illimitatamente, (i) “per le obbligazioni derivanti da fatto illecito” e (ii) per quelle non recanti la menzione del vincolo di destinazione. Quest'ultima disposizione poggia, come noto, sulla distinzione tra creditori “volontari” e “involontari”, mutuata dall'esperienza di altri ordinamenti giuridici. I primi sono i creditori che consapevolmente (ossia con la conoscenza del vincolo derivante dalla destinazione di un complesso patrimoniale ad uno specifico affare) decidono di concludere un contratto con la SpA, assumendo i rischi derivanti dal regime di separazione patrimoniale; i secondi, invece, sono i creditori inconsapevoli in quanto si ritrovano esposti, senza una deliberata assunzione di rischio, alle conseguenze dipendenti dalla sussistenza di un patrimonio separato. La soluzione articolata dal legislatore muove proprio dall'intento di tutelare questi ultimi, sulla base dell'assunto che i creditori involontari non debbano veder diminuito il proprio grado di tutela sul patrimonio sociale per effetto del regime di separazione anzidetto, non avendo essi precedentemente manifestato, neppure implicitamente, alcuna volontà di accettarlo. Di qui, la prima dedotta natura di *patrimoni separati* (e non *autonomi*) dei patrimoni destinati ad uno specifico affare.

Ora, con riferimento al regime delle obbligazioni contratte per conto del fondo, l'assenza di disposizioni di simile tenore nell'art. 36 TUF è elemento che conferma la volontà del legislatore di assicurare una completa separazione del patrimonio della Sgr da quello dei fondi gestiti i quali, dunque, si configurano come patrimoni autonomi

nell'accezione forte del termine e ciò, è ovvio, in ragione della preminente finalità di protezione degli interessi degli investitori qui perseguita.

Occorre chiedersi, a questo punto, se il sistema delineato dall'art. 36 TUF sia o meno estensibile anche alle fattispecie di responsabilità da illecito imputabili al gestore. Al riguardo, sembra lecito avanzare più di un dubbio. Il tenore letterale del disposto dell'art. 36 TUF - che fa uso del sintagma "*obbligazioni contratte*" - sembra infatti voler limitare la responsabilità del patrimonio del fondo alle sole ipotesi di obbligazioni di fonte contrattuale, lasciando a carico della Sgr ogni responsabilità connessa all'antigiuridicità della propria condotta dolosa o colposa, diversa da quella derivante dalle "*obbligazioni contratte per conto del fondo*". Ma anche al di là del dato positivo, sulla base di un'argomentazione logica, tale conclusione si mostra (i) per un verso, più aderente alla finalità di tutela dei partecipanti della disciplina di settore, atteso che questi ultimi, diversamente opinando, si troverebbero ingiustamente esposti ad una diminuzione del patrimonio investito a cagione di una condotta illecita della Sgr, e (ii) per l'altro, del tutto compatibile con la qui ricostruita natura giuridica del fondo in termini di patrimonio autonomo, che preclude l'imputabilità al fondo di conseguenze risarcitorie non direttamente riconducibili ad obbligazioni contratte "per conto" del fondo e legate a condotte dolose o colpose del gestore¹⁴⁴.

Argomentando in via generale, non può misconoscersi che la soluzione del problema risente dalla definizione della natura giuridica del fondo di investimento; se ai

¹⁴⁴ La conclusione qui tratta non si pone in contrasto con l'orientamento giurisprudenziale formatosi in materia di fondo patrimoniale ai sensi dell'art. 170 c.c. (Cass., sez. I, 5 giugno 2003, n. 8991, in Riv. Notariato, 2003, 1563 ss.; Cass., sez. trib., 7 luglio 2009, n. 15862, in Fam. pers. succ., 2010, 271 ss.). La disposizione, in particolare, preclude le azioni esecutive sui beni e sui frutti del fondo patrimoniale in caso di debiti "contratti per scopi estranei ai bisogni della famiglia" (ove il creditore sia consapevole di tale estraneità). L'interpretazione della norma è oramai nel senso che il criterio in base al quale individuare i debiti per il soddisfacimento dei quali il creditore può agire sui beni del fondo patrimoniale non attiene alla fonte dell'obbligazione (contrattuale o da atto illecito) bensì all'inerenza o meno del fatto generatore dell'obbligazione al soddisfacimento dei bisogni della famiglia. Nonostante l'espressione "debiti ... contratti", si ritiene cioè che la ragione giustificatrice la protezione riconosciuta ai beni costituiti in fondo patrimoniale sia identica per le obbligazioni di fonte contrattuale e per quelle extracontrattuali e sia da rinvenire nell'assenza di un collegamento oggettivo tra l'obbligazione e le esigenze della famiglia. Conseguentemente, si afferma che i creditori dei coniugi possano agire esecutivamente sui beni del fondo patrimoniale anche per responsabilità da atto illecito, ove sussista tale collegamento. Tuttavia, nell'ipotesi del fondo patrimoniale, la soluzione della giurisprudenza trova conforto in un dato testuale che già contiene in sé un chiaro riferimento di tipo funzionale nella individuazione delle obbligazioni che gravano sul fondo ("*debiti... contratti per scopi estranei ai bisogni della famiglia*"); diversamente, una siffatta previsione manca nell'art. 36 TUF, sicché non può che concludersi nel senso della insovrapposibilità delle due discipline.

fondi venisse riconosciuta soggettività giuridica, l'atto illecito della Sgr dovrebbe imputarsi, sulla scorta dei principi dell'immedesimazione organica, ai fondi stessi con l'inevitabile conseguenza negativa che l'onere risarcitorio verrebbe intanto sostenuto dai partecipanti. Una ragione in più, insomma, per confermare il convincimento circa la natura giuridica del fondo qui proposta.

b) La responsabilità ex art. 36 TUF nei confronti dei partecipanti al fondo

Venendo ora al sistema di responsabilità della Sgr nei confronti degli investitori, occorre premettere che la richiamata normativa del TUF non esibisce portata innovativa; la disposizione in commento replica, infatti, la norma di cui all'art. 3 della l. n. 77/1983 che già allora prevedeva che *“la società gerente risponde verso i partecipanti della gestione secondo le regole del mandato”* lasciando così spazio, secondo il costante insegnamento della dottrina, ad azioni contro la Sgr da parte dei singoli partecipanti, dirette a conseguire il ristoro del danno subito in dipendenza dell'esercizio dell'attività di gestione difformemente dai doveri di diligenza e prudenza.

Ad ogni modo, i commi 3 e 4 dell'art. 36 TUF delineano in modo cristallino i termini ed il contenuto dell'obbligazione risarcitoria: non v'è dubbio, infatti, che laddove la Sgr gestisse il fondo contrariamente ai canoni di diligenza e professionalità, i “partecipanti” al fondo avrebbero azione contro di essa per far valere la violazione dell'obbligazione contrattualmente assunta all'atto del conferimento dell'incarico. La *littera legis* non stupisce affatto giacché, per un verso, si è visto, l'intera regolamentazione del settore del risparmio gestito è funzionale ad orientare l'attività di gestione alla cura degli interessi degli investitori; e per l'altro, se l'inadempimento della Sgr non fosse sanzionabile la legge sarebbe destinata a rimanere senz'altro lettera morta. D'altra parte, la standardizzazione a livello normativo di un vero e proprio modello comportamentale delle Sgr perderebbe di effettività se i gestori non fossero chiamati a rispondere del proprio operato nei confronti di chi della funzione gestoria li ha investiti.

È utile chiarire che, innanzi ad una violazione dell'obbligazione gestoria, l'affermazione della responsabilità in capo alla Sgr non è automatica ma, al contrario, consegue all'accertamento della sussistenza di una lesione all'integrità patrimoniale del fondo ed alla riconducibilità del pregiudizio alla violazione dei doveri di condotta cui il gestore è tenuto nei confronti degli investitori. Dal canto suo, la Sgr chiamata a rispondere

della gestione negligente non potrà appellarsi alla fisiologica discrezionalità del proprio incarico, in quanto è tenuta, per contro, a dare evidenza che detta discrezionalità – quando non azzerata dalle specificazioni del Regolamento del fondo o della normativa di settore – è stata esercitata conformemente al Regolamento ed alla legge¹⁴⁵.

Non può mancarsi di aggiungere, poi, che il sistema articolato dalla norma sia stato da più parti ritenuto antitetico rispetto al modello societario nel quale, i soci non sono titolari di un'azione diretta nei confronti della società ma possono al più promuovere l'azione sociale di responsabilità contro gli autori delle condotte illecite per il conseguimento del risarcimento del danno al patrimonio sociale.

A dire il vero, sulla scorta di quanto qui argomentato sembra potersi affermare che la differente architettura dei due regimi di responsabilità non riflette una irrimediabile incompatibilità quanto, piuttosto, una diversa articolazione di un sistema unitario che esibisce la sua intrinseca coerenza nella scelta di fondo di attribuire la legittimazione a far valere il nocumento al patrimonio vulnerato a chi di quel patrimonio è il titolare e, dunque, gli investitori in ipotesi di fondi comuni di investimento e la società nel modello societario. L'osservazione sembra così confermare il ragionamento qui svolto: una volta che ci si persuada della qualificazione del fondo in termini di patrimonio autonomo privo di soggettività e della ricostruzione della fattispecie relazionale che lega la Sgr ai partecipanti nel senso di una relazione obbligatoria di gestione di natura contrattuale, allora anche l'idea che siano i partecipanti proprietari (dei beni funzionalmente destinati al fondo) la “controparte” della Sgr nell'obbligazione risarcitoria non solo non appare contraddittoria, ma anzi l'unica opzione logicamente percorribile.

¹⁴⁵ La possibilità di un sindacato *ex post* sull'operato della Sgr con riferimento all'amministrazione del fondo è, così, più ampia di quanto avviene, in ambito societario, con riguardo alla condotta degli amministratori — per effetto della “protezione” garantita dalla *business judgment rule* —: in parte in quanto il generale criterio della diligenza si declina in una moltitudine di obblighi specifici, in parte perché sono più elevati gli standard tecnici applicabili per la valutazione della condotta. C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in Contr. impr., 1989, 181; P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Delle Soc., fasc. 6, 2015, 1138. *Contra*, in apparenza, Trib. Milano, 19 gennaio 2015, ove si parla di “*scelte non sindacabili a posteriori se non nei casi estremi in cui si palesino ex ante palesemente non meditate e contrarie a minimi criteri di diligenza*”: benché si tratti, all'evidenza, del parametro della *business judgment rule*, questa conclusione è coerente con la fattispecie concreta, nella quale il gestore era stato chiamato, in effetti, a compiere decisioni non d'investimento bensì imprenditoriali, in quanto “*il Fondo [...] era stato utilizzato come improprio strumento per l'amministrazione di un patrimonio immobiliare riferibile ad un unico centro di interessi (i sig. [...]) al fine di godere di una serie di benefici tra cui il risparmio fiscale e la possibilità di traslare esclusivamente sul fondo il rischio d'impresa*”.

Sin qui *nulla quaestio*; i veri punti di attrito della (da tempo) trascurata materia della responsabilità nel settore del risparmio gestito non investono tanto il piano della legittimazione attiva e passiva – questioni che possono essere agevolmente risolte sulla base del dato normativo – quanto i più problematici profili (i) della natura dell’azione spettante ai partecipanti e (ii) dell’oggetto dell’obbligazione risarcitoria, nel silenzio del TUF che nulla dice in merito alla struttura dell’azione di responsabilità spettante ai partecipanti al fondo. Ed è proprio su di essi che si vuole indirizzare la riflessione che segue.

La dottrina si è a lungo interrogata se all’azione risarcitoria *ex art. 36 TUF* debba assegnarsi natura individuale o, piuttosto, collettiva. Secondo la prima prospettazione ciascun partecipante sarebbe legittimato ad agire nel suo personale interesse contro la Sgr inadempiente laddove, invece, l’adesione alla seconda teorica comporterebbe che il singolo superi il proprio interesse per elevarsi a portavoce di tutti i partecipanti al fondo; in questo senso l’azione di responsabilità promossa dal singolo partecipante verrebbe ad acquisire il valore di “un’azione di classe”, aperta all’adesione degli altri investitori.

Delle due, quella che certamente esibisce maggiore compatibilità con il sistema è la tesi che riconosce natura individuale all’azione di responsabilità. Merita osservare, per un verso, che la possibilità degli investitori di agire *uti singuli* contro la Sgr è del tutto aderente all’inquadramento (per cui qui si è optato) della relazione tra Sgr e partecipanti in termini di fasci paralleli di rapporti obbligatori che trovano in singoli e corrispondenti “contratti di investimento o di gestione” la propria fonte negoziale (ad integrazione, ovviamente, del Regolamento), sicché è logico rinferirne che ciascuno di essi sia legittimato ad azionare il rimedio sulla scorta del proprio regolamento contrattuale; per altro verso, il piano sistematico non offre indici che si pongano inequivocabilmente nel senso della dimensione collettiva dell’azione. Manca, in particolare, non soltanto un organo con competenze generali che abbia forza deliberativa ad efficacia vincolante per tutti gli aderenti al fondo (né tale organo può identificarsi nell’assemblea dei partecipanti prevista per i fondi chiusi, atteso che essa non ha competenza generale ma limitata e specifica e, ancora, trattandosi di una forma aggregativa propria dei fondi chiusi, non è capace di imporsi come modello generale su di cui impernare un ragionamento di più ampio respiro, che mira a trarre conclusioni generalmente valide per l’istituto dei fondi comuni di investimento), ma, ancor prima, difetta l’idea stessa di un reale concetto di

“classe” omogenea dei partecipanti al fondo nel cui nome uno di essi possa agire, e ciò anche argomentando *ex art. 81 c.p.c.*¹⁴⁶ che, nel sancire il divieto di far valere in giudizio i diritti altrui in nome proprio, fa della sostituzione processuale una deroga al principio generale, come tale, ammessa solo ed esclusivamente nei casi previsti dalla legge.

Decisamente di più difficile inquadramento risulta essere l'individuazione dell'oggetto dell'azione di responsabilità in discorso. Qui il problema centrale attiene alla definizione dei rapporti tra l'azione *individuale* ed il danno al fondo e, quindi, all'individuazione del destinatario del risarcimento eventualmente liquidato.

Non può non osservarsi, in prima battuta, che l'obbligo di corretta gestione vincola la Sgr nei confronti della “collettività dei partecipanti” e nel loro “comune interesse”, sicché ad una prima lettura della norma tanto potrebbe di per sé apparire sufficiente ad argomentare a favore della sostanziale collettività dell'effetto del rimedio: una volta esperita l'azione dal singolo, il risultato positivo andrebbe imputato al fondo a beneficio della collettività dei partecipanti, sulla falsariga del modello dell'azione di responsabilità promossa dai singoli soci di una Srl¹⁴⁷.

Tuttavia, in senso contrario, assumono rilievo alcuni elementi di cui pure occorre tener conto: (i) sul piano sistematico, l'assenza di dati testuali che possano valere a fondare una legittimazione straordinaria del singolo partecipante ad agire a beneficio del fondo con conseguente imputazione allo stesso del risarcimento liquidato; (ii) sul piano

¹⁴⁶ L'art. 81 c.p.c., nell'affermare che “...*Fuori dei casi espressamente previsti dalla legge, nessuno può far valere nel processo in nome proprio un diritto altrui*”.

¹⁴⁷ In questo senso sembrerebbe militare anche la disciplina prudenziale di fonte comunitaria e nazionale che, nello specificare i doveri dei gestori di OICVM e di FIA enunciati dal Testo unico, introduce limiti quali-quantitativi all'attività d'investimento e modalità di gestione dei rischi che presuppongono una considerazione unitaria del patrimonio del fondo. Ne deriva, dunque, che soltanto rispetto al complessivo patrimonio del fondo appare concepibile sia la violazione dell'obbligo gestorio, sia, di conseguenza, l'emersione di un danno e del relativo diritto al risarcimento. In questo senso, M. MIOLA – F. BRIOLINI, *Commento all'art. 36*, in Testo unico della finanza, diretto da P. Campobasso, Torino, Utet, 1999, 332; E. SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare. Contributo allo studio del d. lgs. 25 gennaio 1992, n. 83*, Milano, Giuffrè, 1995, 103 e 158, che, identificando nell'interesse comune dei partecipanti l'«elemento teleologico» dell'obbligazione del gestore, come configurata dall'ordinamento, e rinvenendo nella «collettività degli investitori» un «centro autonomo d'imputazione d'interessi», ha opinato che “*la ricorrenza della qualità soggettiva di partecipante risulta il presupposto necessario e sufficiente per l'esperibilità dell'azione volta ad ottenere la reintegrazione del danno subito dal fondo e causato dall'inadempimento dell'obbligazione gestoria della società di gestione, ritenuta, appunto, strutturalmente unitaria per il profilo oggettivo (il patrimonio del fondo)*”. In senso contrario, R. COSTI - L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in Trattato di diritto commerciale, Padova, 2004, 435; C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in Contr. impr., 1989, 181; E. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi - M. Sandulli - V. Santoro, Torino, 1999, 85.

pratico, il disallineamento tra chi sopporterebbe i costi dell'azione (il singolo) ed il beneficiario del risarcimento (il fondo), nonché la concreta difficoltà di procedere ad una quantificazione del danno "al fondo" in dipendenza della variabilità del valore e della composizione qualitativa-quantitativa del fondo; (iii) le peculiarità strutturali dei fondi aperti, rispetto ai quali l'imputazione al fondo del *quantum* risarcitorio non è di certo idoneo a garantire un adeguato livello di tutela ai singoli partecipanti nell'ipotesi considerata. Qui, infatti, l'assenza di un vincolo di stabilità dell'investimento comporta un costante flusso in entrata e in uscita di investitori, con l'ovvia conseguenza che risulta difficoltoso individuare una voce di danno che possa reputarsi "oggettiva" per tutti i sottoscrittori; (iv) l'incongruo vantaggio che una reintegrazione del patrimonio del fondo apporterebbe ai partecipanti che, in ipotesi, abbiano sottoscritto la quota successivamente alla valorizzazione del danno sulla base del c.d. "NAV" (*Net Asset Value*) atteso che essi, in buona sostanza, acquisterebbero ad un prezzo scontato rispetto a quello pagato dai sottoscrittori che agiscono in responsabilità; (vi) il beneficio ingiusto che paradossalmente ne trarrebbe il gestore inadempiente, giacché le *fees* sono generalmente calcolate in percentuale sul NAV, di talché l'incremento del patrimonio nel fondo conseguente alla liquidazione del risarcimento si tradurrebbe in un maggior compenso a favore della Sgr.

Ad un più attento esame, dunque, sembrerebbe sistematicamente più corretto optare per un risarcimento *pro quota* - parametrato sul mutamento di valore della quota occorso fra la data di sottoscrizione e quello di rimborso o di formulazione della domanda di risarcimento - a beneficio esclusivo del sottoscrittore agente e ad incremento del suo personale patrimonio.

A favore della soluzione prescelta militano, peraltro, due considerazioni ulteriori. Per un verso, le evidenze comparatistiche registrano una pressoché totale convergenza sulla individualità sia della legittimazione sia della destinazione del risarcimento¹⁴⁸; per

¹⁴⁸ Nel diritto francese, i partecipanti al fondo possono esperire soltanto un'azione individuale nei confronti della società per ottenere il risarcimento del danno al decremento di valore della quota. Prima del recepimento della direttiva UCITS IV — con l'Ord. n. 2011-916 dell'1 agosto 2011 —, l'art. L. 214-28 Cod. mon. fin. prevedeva una responsabilità diretta della società nei confronti dei quotisti per *mala gestio* e violazione di legge e/o del regolamento del fondo. Non è chiaro, a seguito della mancata riproduzione di detta regola nell'art. L. 214-28 Cod. mon. fin., quale sia il titolo della responsabilità della seconda verso i primi. Peraltro, desta interesse che la responsabilità per *mala gestio* e/o per violazione di legge o del regolamento del fondo sia espressamente prevista dall'art. L. 214-64 Cod. mon. fin. soltanto con riferimento

l'altro, l'imputazione del risultato dell'azione risarcitoria al patrimonio autonomo condurrebbe a conseguenze non proprio collimanti con le dinamiche proprie dei fondi di investimento (diverse da quelle societarie) e con la ricostruita natura giuridica dell'istituto. Si tratta di comprendere, in buona sostanza, che il fondo rappresenta un centro di imputazione di un'attività (appunto) di investimento cui i beni sono funzionalmente destinati senza, tuttavia, dar luogo ad una contestuale forma di proprietà collettiva tra i sottoscrittori; quest'ultimi, a ben vedere, non condividono un vincolo associativo - come sarebbe a dirsi in ipotesi di associazioni o società - ma, più semplicemente, le strategie di investimento e l'attività gestoria, sicché un'eventuale destinazione del risarcimento al fondo risulterebbe priva di fondamento logico ancor prima che giuridica. In definitiva, posto che non esiste, qui, un'attività collettiva di impresa da finanziare in maniera stabile per mezzo degli "apporti" dei partecipanti, non v'è ragione per ritenere imputabile al fondo il *quantum* risarcitorio ed applicare regole simili a quelle di cui agli artt. 2392 e 2393 *bis* c.c. Tali disposizioni, invero, risultano pensate e modellate sulle specificità del sistema societario, nell'ambito del quale il divieto al singolo socio di appropriarsi delle utilità patrimoniali comuni trova una sua valida ragione nella sussistenza tra di essi di un vincolo associativo.

Se le riflessioni ora svolte risultano perfettamente aderenti alla fattispecie dei fondi aperti, perplessità potrebbero invece sorgere in relazione alla tipologia dei fondi chiusi. Qui, infatti, il carattere temporalmente vincolato dell'investimento potrebbe, *prima facie*, far propendere per l'acquisizione al patrimonio autonomo del *quantum* risarcitorio derivante dall'accertamento dell'inadempimento della Sgr all'obbligazione gestoria¹⁴⁹.

alle *sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable*. A. COURETET - H. LE NABASQUE - M. COQUELET - D. PORACCHIA - A. RAYNOAURD - A. REYGROBELLET - D. ROBINE, *Droit financier*, Paris, 2012, n. 797, 559. Nell'ordinamento tedesco, invece, è indiscussa la legittimazione individuale del partecipante mentre profili di dubbio sussistono con riferimento alla destinazione del risarcimento. La dottrina più recente sembra propendere per l'imputazione del risarcimento al patrimonio del singolo sottoscrittore agente che agirebbe sempre nel proprio esclusivo interesse. Vedi fra tutti, D. ZETZSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen, 2015; J. KÖNDGEN, p. 9, in *Investmentgesetz*, a cura di H. BERGER - K. STECK - D. LÜBBEHÜSEN, München, 2010, Rdn. 23 ss., 127 s.;

¹⁴⁹ Osserva, in particolare, P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Delle Soc., fasc. 6, 2015, 1138, con riferimento ai fondi chiusi "... Siffatta conclusione sarebbe ancora più fondata nell'ipotesi — ad oggi, poco frequente, ma non eliminabile a priori — in cui i titoli partecipativi siano oggetto di scambio su un mercato (regolamentato) liquido. Se è vero, infatti, che nelle società per azioni quotate ordinarie la condanna degli amministratori al risarcimento del danno ("riflesso") va a beneficio della collettività (e, indirettamente, anche dell'acquirente dell'azione a un prezzo che già sconta la cattiva gestione) a guisa di estensione del vincolo sul patrimonio comune, lo stesso dovrebbe valere nel

A ben vedere – ed il punto è dirimente ad avviso di chi scrive – tali fattispecie, pur esibendo una significativa stabilità dell’investimento, non perdono la propria connotazione di “patrimoni autonomi”. Anche i fondi chiusi - difettando di una struttura soggettiva capace di esercitare forza attrattiva rispetto alle utilità risarcitorie, nel nome del perseguimento del “benessere comune” - non danno luogo ad una relazione collettiva tra i partecipanti che possa giustificare la destinazione del risarcimento liquidato al fondo stesso sulla scorta del modello societario. Qui, i partecipanti rimangono pur sempre portatori di un interesse individuale, destinato a non dissolversi nella collettività di un nuovo soggetto giuridico che, come più volte argomentato, è inesistente nel settore di interesse. Sul piano pratico, poi, sarebbe difficile ipotizzare un’azione del singolo a vantaggio del fondo, posto che ciò implicherebbe l’onere di addossarsi i costi del giudizio (o, quanto meno, di anticiparli) senza poter beneficiare direttamente dell’eventuale risultato utile. A conclusione del ragionamento, può affermarsi dunque che la soluzione qui tratta rispetto alla parametrizzazione e destinazione della reintegrazione risarcitoria è valida anche con riferimento alla tipologia dei fondi chiusi.

3. La responsabilità degli Amministratori della Sgr per *mala gestio*

Si è detto che la disciplina contenuta nel TUF (e, ancor più, la normativa di rango secondario) regola in modo piuttosto puntuale l’attività degli intermediari, richiedendo, tra l’altro, che i componenti degli organi di amministrazione e controllo delle società di gestione soddisfino requisiti di professionalità, indipendenza ed onorabilità. Ciò, all’evidenza, al fine di garantire un’amministrazione della Sgr nel segno degli standard di diligenza, correttezza e prudenza che si traduca, in concreto, nell’adozione di strategie di investimento utili a realizzare l’interesse degli investitori.

Nel contesto delineato, si profila lo spinoso interrogativo se ed in che misura, al ricorrere di ipotesi di *mala gestio* pregiudizievoli per il fondo, i partecipanti abbiano

contesto dei fondi chiusi quotati, dove ricorrono sia il vincolo sull’apporto sia l’effettiva negoziazione (e, pertanto, la formazione del prezzo) sul mercato del titolo rappresentativo del medesimo”. Rimane ferma tuttavia la legittimazione individuale del singolo partecipante che sarebbe tenuto, a valle, ad imputare il risultato dell’azione esperita a vantaggio del fondo.

azione diretta nei confronti degli amministratori della Sgr. Il quesito sottende, invero, due problematiche di tipo più generale che devono essere correttamente inquadrare e risolte e ovvero: (i) se la discrezionalità gestoria della Sgr impedisca un sindacato *ex post* della condotta degli amministratori, sulla scorta della c.d. *business judgment rule* di stampo societario, e (ii) in ipotesi di risoluzione in senso negativo della questione che precede, se ai partecipanti al fondo spetti la legittimazione attiva ad agire contro gli amministratori negligenti.

Il primo punto può essere agevolmente risolto tenendo a mente la specialità della Sgr rispetto ad una qualsiasi altra società di capitali: qui la discrezionalità della Sgr trova corpositi limiti nell'obbligo di osservanza di regole tecniche di gestione predefinite dal legislatore in ragione della rilevanza degli interessi tutelati e, anche ove residuino margini di discrezionalità, non v'è spazio per un'applicazione della c.d. *business judgment rule*¹⁵⁰ sicché l'amministratore che nel compiere una scelta di investimento violi il Regolamento del fondo e/o la legge non potrebbe mai andare esente da un giudizio di responsabilità.

La seconda delle problematiche sollevate si presenta, invece, assai più complicata, stante anche il difetto di una disciplina *ad hoc* in punto di regime di responsabilità degli amministratori della Sgr.

Occorre, anzitutto, muovere da un corretto inquadramento della fattispecie: si tratta qui delle ipotesi in cui la *mala gestio* degli amministratori abbia arrecato non un danno al patrimonio sociale della Sgr (questione che, invero, rimane assorbita nelle dinamiche endosocietarie), bensì un pregiudizio diretto in capo al fondo in termini di un decremento del valore del patrimonio (fattispecie che potrebbe altresì implicare – ma non necessariamente, si badi - un nocumento al patrimonio sociale laddove, ad esempio, comporti una diminuzione delle *fees* di gestione).

La questione era un tempo disciplinata dall'art. 3, comma 6, della l. n. 77/1983 che - nel legittimare il commissario straordinario ed i commissari liquidatori ad esercitare, previa autorizzazione della Banca d'Italia, l'azione di responsabilità nei confronti dei

¹⁵⁰ In dottrina si è correttamente sostenuto che "... *La business judgment rule si giustifica, invero, soltanto nell'ambito di decisioni discrezionali imprenditoriali, che comportino l'assunzione di un rischio d'impresa per la società gestita, proprio allo scopo di evitare che il timore di un controllo di merito a posteriori induca l'amministratore ad attuare politiche e scelte imprenditoriali eccessivamente conservative*", P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Delle Soc., fasc. 6, 2015, 1138; C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in Trattato di diritto civile e commerciale, (a cura di) P. Schlesinger, Milano, 2012; A. BORGIOLO, *L'amministrazione delegata*, Firenze, 1982, 34 s., Id., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, Riv. Delle Soc., 1983, 907.

membri degli organi amministrativi e di controllo della società di gestione, “*nell’interesse comune dei partecipanti ed a spese del fondo*” – prevedeva espressamente che l’azione di responsabilità potesse essere comunque esercitata da ciascun partecipante¹⁵¹.

Senonché, la norma è stata successivamente abrogata e la relativa disciplina è oggi contenuta agli artt. 56, comma 3, TUF (per ciò che attiene alla Amministrazione Straordinaria) e 57 comma 3, TUF (con riferimento alla Liquidazione coatta amministrativa) che - per ciò che concerne la direzione delle procedure e gli adempimenti connessi - fanno rinvio, rispettivamente, agli artt. 72, comma 5, e 84, comma 4, del Testo Unico in materia bancaria (TUB)¹⁵².

La “semplificazione” introdotta dal TUF mediante il ricorso alla tecnica del rinvio non sembra, tuttavia, aver segnato un progresso in termini di chiarezza della disciplina. Non sono irrilevanti, infatti, le questioni interpretative lasciate aperte dal nuovo testo normativo, peraltro, discutibile sotto il profilo della scelta di unificare il regime di responsabilità per tutti gli intermediari senza tener in debita considerazione le specificità delle società di gestione.

Sul piano sistematico, due sono i dati che risaltano all’evidenza: (i) per un verso, la novellata disciplina non replica la norma che, nell’assetto previgente, in termini chiari ed inequivocabili legittimava i partecipanti ad agire direttamente nei confronti degli Amministratori della Sgr (limitandosi, invero, ora a disciplinare le sole “*azioni sociali di responsabilità e quella dei creditori sociali*”, nonché “*l’azione del creditore sociale contro la società o ente che esercita l’attività di direzione e coordinamento*” che i commissari straordinari ed i commissari liquidatori possono esperire nei confronti dei componenti dei cessati organi di amministrazione e di controllo); (ii) per l’altro, è mutata la collocazione sistematica delle norme in tema di responsabilità, che trovano ora spazio

¹⁵¹ Per un approfondimento vedi in dottrina, tra tutti, G. MEO, *Azione “comune” e azione “individuale” contro amministratori e sindaci di società di gestione dei fondi comuni immobiliari*, in Riv. Dir. Comm., I, 1986, 169.

¹⁵² L’art. 72, comma 5, TUB così dispone “... *L’esercizio dell’azione sociale di responsabilità contro i membri dei disciolti organi amministrativi e di controllo ed il direttore generale, nonché dell’azione contro il soggetto incaricato della revisione legale dei conti o della revisione, spetta ai commissari straordinari, sentito il comitato di sorveglianza, previa autorizzazione della Banca d’Italia. Gli organi succeduti all’amministrazione straordinaria proseguono le azioni di responsabilità e riferiscono alla Banca d’Italia in merito alle stesse*”. L’art. 84, comma 5, TUB stabilisce che “... *L’esercizio dell’azione sociale di responsabilità e di quella dei creditori sociali contro i membri dei cessati organi amministrativi e di controllo ed il direttore generale, dell’azione contro il soggetto incaricato della revisione legale dei conti, nonché dell’azione del creditore sociale contro la società o l’ente che esercita l’attività di direzione e coordinamento, spetta ai commissari, sentito il comitato di sorveglianza, previa autorizzazione della Banca d’Italia*”.

non più nella specifica regolamentazione dei fondi comuni di investimento quanto nell'ambito della disciplina della crisi degli intermediari.

Tenuto conto di quanto precede, il punto della questione è, quindi, come correttamente interpretare l'intervento abrogativo del legislatore: si tratta di comprendere, cioè, se nell'assetto vigente la mancata previsione dell'azione diretta dei quotisti nei confronti degli amministratori sia da intendersi nel senso di un divieto di esercizio dell'azione o, piuttosto, di una "de-specializzazione" della disciplina della responsabilità degli amministratori di Sgr, sicché (all'infuori delle ipotesi di crisi) la fattispecie ricade nell'ambito delle norme di diritto comune in tema di responsabilità degli organi sociali. In quest'ottica, un'eventuale azione diretta dei quotisti avverso gli amministratori potrebbe profilarsi soltanto – analogamente alla situazione dei "terzi danneggiati" dalla condotta degli amministratori di SpA - al ricorrere delle condizioni di cui agli artt. 2394 e 2395 c.c.¹⁵³ e, quindi, laddove (i) il patrimonio della Sgr sia insufficiente al soddisfacimento del "credito" dei quotisti o, (ii) si tratti di un danno diretto dipendente da atti dolosi o colposi posto in essere dagli amministratori, con tutte le limitazioni qui in punto di onere probatorio e termine di prescrizione dell'azione connesse alla responsabilità aquiliana.

La questione così inquadrata ne evoca, poi, un'altra più generale – cui si è fatto cenno nella prima parte del presente lavoro - allorché induce ad interrogarsi se ed in che misura la specialità del fenomeno gestorio consenta l'applicazione delle regole di diritto societario: a cagione dell'autonomia del fondo rispetto alla Sgr potrebbe, infatti, giungersi alla conclusione che qualsivoglia pretesa risarcitoria connessa ad una *mala gestio* del fondo debba essere azionata nei confronti della sola società di gestione (con cui i partecipanti intrattengono una relazione di tipo contrattuale) e non anche, invece, degli amministratori i quali, al più, potrebbero esser chiamati a rispondere nei confronti della

¹⁵³ L'art. 2394 c.c. prevede che "...Gli amministratori rispondono verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. L'azione può essere proposta dai creditori quando il patrimonio sociale risulta insufficiente al soddisfacimento dei loro crediti. La rinuncia all'azione da parte della società non impedisce l'esercizio dell'azione da parte dei creditori sociali. La transazione può essere impugnata dai creditori sociali soltanto con l'azione revocatoria quando ne ricorrono gli estremi".

L'art. 2395 c.c. dispone che: "... Le disposizioni dei precedenti articoli non pregiudicano il diritto al risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori. L'azione può essere esercitata entro cinque anni dal compimento dell'atto che ha pregiudicato il socio o il terzo".

Sgr della inidoneità delle scelte di investimento effettuate in sede di rivalsa *ex art.* 2049 c.c., una volta accertata la responsabilità della Sgr.

In via generale, v'è il comune sentimento che la mancata previsione di un puntuale "statuto speciale" della responsabilità del gestore e dei suoi amministratori nei confronti dei sottoscrittori causi un inaccettabile vuoto di tutela degli investitori che ha spinto la giurisprudenza ad elaborare soluzioni "creative" nell'ottica di offrire una sempre più pregnante tutela ai risparmiatori. Si fa riferimento, in particolare, alla pionieristica pronuncia del Tribunale di Milano dell'11 maggio 2015 che, per la prima volta a quanto consta, prende posizione sul tema della responsabilità diretta degli amministratori di Sgr verso gli investitori e di essa, pertanto, non può non tenersi conto ai fini dell'indagine in corso.

3.1 La pronuncia del Tribunale di Milano dell'11 maggio 2015

Con la sentenza che ci si accinge a commentare¹⁵⁴, il Collegio milanese ha preso in esame il caso degli amministratori di una Sgr che, in spregio agli obblighi normativi e regolamentari, avevano operato in modo negligente ed in conflitto di interessi così depauperando il patrimonio sociale oltreché alcuni fondi di investimento dalla stessa gestiti. A seguito della sottoposizione della Sgr alla procedura di amministrazione straordinaria, la gestione commissariale ha promosso nei confronti dei membri dei cessati organi di amministrazione e controllo un'azione di responsabilità ai sensi degli artt. 56 TUF, 72 TUB e 2392, 2393 e 2407 c.c., al fine di ottenere il risarcimento del danno patito dalla Sgr e dai fondi per violazione dei doveri di diligenza, corretta gestione e controllo.

Per la risoluzione del caso il Collegio adito ha dovuto confrontarsi con la complessa problematica se la legittimazione attiva all'azione di responsabilità contro gli amministratori debba riconoscersi in capo alla stessa Sgr o, piuttosto, agli investitori e, a valle dell'analisi del quadro normativo vigente, conclude a favore della prima opzione, in accoglimento della prospettazione attorea. Il Tribunale prende le mosse da una

¹⁵⁴ Tribunale di Milano, 11 maggio 2015, in *Le società*, con nota di P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, fasc. 10/2015.

preliminare condivisione della tesi della Suprema Corte sulla natura giuridica del fondo di investimento e, sul presupposto del riconoscimento della titolarità formale del patrimonio nel fondo in capo alla Sgr, articola un ragionamento che si snoda in alcuni passaggi fondamentali che è qui il caso di sintetizzare:

- (i) i quotisti non hanno azione diretta nei confronti degli amministratori in quanto (a) i danni subiti dal fondo “*non ineriscono al loro patrimonio, ma a quello – che è separato – del fondo*” e (b) il referente degli obblighi di corretta e prudente gestione nei confronti degli investitori è esclusivamente la Sgr e non anche i suoi amministratori, terzi rispetto al rapporto Sgr-partecipanti. Conseguentemente, l’abrogazione dell’art. 3 della l. n. 77/1983 deve leggersi nel nuovo contesto normativo nel senso di un “*implicito riconoscimento di una legittimazione autonoma in capo alla Sgr di agire a tutela dell’integrità del patrimonio separato in quanto coesistente alla struttura, posizione e funzione della Sgr stessa*”;
- (ii) stante la carenza di legittimazione attiva in capo agli aderenti al fondo, l’azione di responsabilità non può che competere alla medesima Sgr, ancor più ove si consideri che sul piano processuale la titolarità formale del patrimonio del fondo in capo alla società di gestione comporta l’attribuzione alla stessa della legittimazione attiva ad esercitare “*tutti i diritti ricollegati ai beni presenti nel fondo*”, a tutela del fondo medesimo;
- (iii) al fine di ritenere ammissibile l’azione diretta dei partecipanti “terzi” contro gli amministratori, nel caso specifico di depauperamento del fondo a seguito di *mala gestio*, non rileva la disposizione di cui all’art. 2395 c.c. che richiede il prodursi di un danno diretto in capo al terzo laddove, invece, nelle fattispecie come quella in esame, i sottoscrittori subiscono soltanto un “danno riflesso” dalla diminuzione del valore del fondo, atteso che la titolarità di quei beni spetta “formalmente” alla Sgr. Né è utile ricorrere all’art. 2394 c.c. in quanto tale strumento – al di là di come non sia pacifico che i partecipanti possano essere considerati sempre e comunque creditori della Sgr, soprattutto nei fondi chiusi – è inidoneo ad offrire tutela piena ai partecipanti giacché opera soltanto, in via residuale, in caso di “insufficienza patrimoniale” della Sgr.

In ogni caso, la proposizione di un'azione *ex art. 2394 c.c.* da parte dei sottoscrittori non escluderebbe ma, al contrario, confermerebbe l'azione della Sgr contro i suoi amministratori in quanto nella sistematica codicistica l'azione dei terzi creditori si accompagna a quella sociale di responsabilità;

(iv) conseguentemente, si impone una lettura degli artt. 72, comma 5, TUB e 56, comma 3, TUF, e degli artt. 84, comma 5, TUB, e 57, comma 3, TUF, nel senso che laddove è menzionata l'azione sociale di responsabilità, essa deve intendersi come riferentesi alla legittimazione del gestore ad esperire non solo l'azione per il risarcimento del danno subito dal patrimonio della Sgr a cagione della *mala gestio* dei suoi amministratori, ma altresì l'azione per il risarcimento del pregiudizio che quegli stessi atti hanno provocato al fondo, quale patrimonio separato gestito dalla Sgr medesima.

3.2 La ricostruzione del sistema di responsabilità degli Amministratori della Sgr verso i partecipanti ai fondi comuni di investimento

La soluzione offerta dal Collegio meneghino ha diviso i primi commentatori tra chi, condividendo l'esigenza di proteggere i risparmiatori dal rischio che gli amministratori negligenti rimassero impuniti, ha sposato la tesi che riconosce in capo alla Sgr la legittimazione ad agire contro gli amministratori, e chi, invece, ha colto nella pronuncia in commento la contraddittorietà di una società che agisce contro sé stessa, sostenendo, di contro, l'irresponsabilità degli amministratori della Sgr direttamente nei confronti degli investitori¹⁵⁵.

Ora, si ritiene qui che il ragionamento del Tribunale di Milano non sia da condividere nel suo generale impianto sistematico per ragioni che, tuttavia, divergono da quelle testé richiamate. Occorre premettere che, in assenza di una disciplina *ad hoc*, la ricostruzione del regime della responsabilità degli amministratori di Sgr risente dell'adesione all'una piuttosto che all'altra teorica sulla natura dei fondi comuni di

¹⁵⁵ In questo senso, L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della Sgr*, in *Giur. comm.*, fasc. 5, 2016, 1115.

investimento. Ed infatti, l'*iter* logico della sentenza in esame non risulta (isolata qualche eccezione¹⁵⁶) incoerente o contraddittorio: il Collegio muove dall'individuazione del titolare del patrimonio vulnerato (la Sgr) per individuare il legittimato ad agire in via risarcitoria. Il ragionamento ha sua validità logica ma risulta inficiato dal "vizio genetico" di muovere dall'erronea premessa dogmatica tale per cui è la società di gestione il titolare formale del patrimonio "del fondo"; in questa prospettiva, l'inammissibilità e/o carenza di legittimazione ad agire in capo ai singoli investitori altro non è che diretto corollario della ricostruzione del rapporto tra Sgr e fondo in termini di "appartenenza". È chiaro quindi che, una volta mutato lo scenario iniziale ed inquadrato il fondo nel senso qui proposto, v'è senz'altro spazio per poter ragionare sulla configurabilità di un'azione diretta dei partecipanti contro gli amministratori, mirata a far valere le irregolarità gestorie.

A ben vedere, infatti, la negligente condotta degli amministratori che si traduca in un depauperamento del patrimonio nel fondo cagiona, prima ed anzitutto, un danno "diretto" (e non invece riflesso come sostiene il Tribunale milanese) agli investitori, soggetti ai quali soli appartengono i beni destinati al fondo in funzione del loro investimento; sicché, ragionando in termini concreti, una diminuzione del valore del fondo non può che significare un impoverimento dei sottoscrittori. Di qui, il fondamento della legittimazione ad agire in capo ai medesimi: se l'interesse leso è (come in effetti è) quello degli investitori, è chiaro che essi saranno legittimati ad agire direttamente contro gli amministratori negligenti e, quindi, ad esperire *in primis* l'azione *ex art. 2395 c.c.* (ogniqualevolta ricorra il dolo o la colpa degli amministratori)¹⁵⁷. In quest'ottica, infatti, l'abrogazione dell'art. 3 della l. 77/1983 deve correttamente essere inquadrata nel nuovo assetto normativo di settore, fortemente permeato dall'esigenza e volontà del legislatore

¹⁵⁶ In almeno un passaggio il Tribunale sembra contraddirsi laddove, per un verso, ammette l'azione dei singoli investitori *ex art. 36 TUF* avverso la Sgr per inadempimento dell'obbligazione gestoria e, per l'altro, nega ad essi l'azione contro gli amministratori sul presupposto che "*tali danni non ineriscono al loro patrimonio, ma a quello – che è separato – del fondo*". Se questa fosse davvero la ragione portante per negare l'azione diretta in capo ai partecipanti, allora dovrebbe ammettersi che a questi ultimi non spetterebbe neppure l'azione contro la Sgr in quanto il danno attiene non al suo patrimonio bensì a quello separato del fondo. In questo senso, P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, fasc. 10/2015.

¹⁵⁷ In senso contrario non n disciplina dei patrimoni separati *ex art. 2447 bis e ss.*, nell'ambito della quale è stato sostenuto che la società "*è sicuramente titolata ad agire (contro gli amministratori) in rapporto alla violazione dell'obbligo generale di diligenza nella gestione dell'affare [...] nella misura in cui appunto essi possono impedire alla società di avere un ritorno dall'investimento nell'affare, una volta che siano stati soddisfatti i rispettivi creditori*" (G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato e responsabilità degli amministratori. Profili sistematici*, in Riv. dir. comm., 2008, I, 389 ss.).

di assicurare agli investitori una tutela piena ed effettiva; ne deriva, che mai potrebbe consentirsi una lettura della vicenda tale da diminuire il livello di protezione dei risparmiatori come accadrebbe ove si negasse loro l'azione diretta contro i "cattivi" amministratori.

Risulta, invero, più opportuno ed aderente al sistema spostare i termini della discussione sul piano delle regole generali in materia di responsabilità degli organi sociali in cui la fattispecie è destinata a ricadere, seppur con le precisazioni di cui *infra*. Del resto, un'eventuale attribuzione della legittimazione ad agire in capo alla Sgr nei termini ipotizzati dal Tribunale di Milano non risulta opzione pragmaticamente percorribile per plurimi e concorrenti ordini di ragioni. Oltre a forzare platealmente il meccanismo di funzionamento del fenomeno gestorio - alterando il ruolo della società di gestione che è e rimane soggetto incaricato, in via esclusiva, della amministrazione attiva di un mero ammasso patrimoniale privo di qualsivoglia soggettività e non, invece, destinatario di un potere *latu sensu* di rappresentanza idoneo, al più, a giustificare la sostituzione anche processuale degli interessati - la soluzione suggerita dal Collegio pone non secondari problemi sotto il profilo della attualità e potenzialità del danno risarcibile nonché sul piano della "destinazione del risarcimento" nella misura in cui la Sgr, vittoriosa nel giudizio contro gli amministratori, non è legittimata a trattenere per sé quanto liquidato¹⁵⁸ ma si troverebbe nella difficoltà pratica di come canalizzare a beneficio del fondo/sottoscrittori il *quantum* risarcitorio percepito¹⁵⁹. Tali problematiche, peraltro, persisterebbero anche a voler ritenere - ipotesi qui esclusa - che la Sgr agisca nella qualità di mandatario, di talché la tutela in giudizio degli interessi del mandante rientrerebbe fra le obbligazioni accessorie del mandatario¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Si rammenta che si sta discutendo dell'ipotesi in cui il danno attiene esclusivamente alla sfera giuridica degli investitori e non anche della Sgr, ipotesi quest'ultima che senz'altro legittimerebbe la società all'applicazione della disciplina in tema di azione sociale di responsabilità avverso i componenti dell'organo gestorio.

¹⁵⁹ In proposito, osserva P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Delle Soc., fasc. 6, 2015, 1138, nell'ipotesi in cui si ritenesse la Sgr legittimata ad agire direttamente contro gli amministratori in luogo dei quotisti "... nel momento in cui è fatto valere per conto (ed in nome) dei quotisti, infatti, il danno va calcolato tenendo presente, quale valore iniziale, il NAV del fondo al momento dell'evento dannoso. Del pari, il quantum risarcitorio è istituzionalmente deputato ai quotisti che sono tali al momento in cui dell'evento dannoso è valorizzato sul NAV e, quindi, sulla singola quota, ma non a coloro che hanno sottoscritto (al valore ridotto) successivamente a tale momento nè a quanti abbiano preventivamente ottenuto il rimborso della quota a un valore non scontato".

¹⁶⁰ In questo senso, A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano,

Ora, nell'ottica di garantire agli investitori una tutela quanto più effettiva, non può mancare di sottolineare come la disposizione di cui all'art. 2395 c.c. profili una fattispecie "debole" di responsabilità: si tratta, infatti, di una responsabilità di natura aquiliana la cui azionabilità è soggetta ad uno statuto più stringente e rigoroso rispetto al regime di responsabilità contrattuale, quanto ad onere della prova e termine prescrizione. Insomma, v'è il concreto rischio che l'azione di responsabilità extracontrattuale - richiedendo che venga data prova puntuale del dolo o della colpa dell'atto lesivo, del pregiudizio sofferto oltreché del nesso di causalità tra l'atto e l'evento dannoso - non sia di per sé sufficiente a tutelare adeguatamente i partecipanti al fondo da una cattiva amministrazione dell'organo gestorio. *Quid iuris?*

In realtà, se si ragiona sulle peculiarità strutturali e funzionali delle società di gestione nei termini in cui si è detto, sembrerebbe esservi spazio per una forma più pregnante di tutela degli investitori contro la *mala gestio* di amministratori negligenti.

Occorre spostare l'attenzione sui doveri di condotta imposti agli amministratori di una Sgr: se si tiene a mente quanto in precedenza detto a proposito degli standards comportamentali dell'organo gestorio, emerge con nitidezza come essi di delineino in modo nettamente più articolato rispetto ad una qualsivoglia SpA; agli amministratori di Sgr, infatti, è richiesto non soltanto - come è usuale - di amministrare secondo correttezza e diligenza il patrimonio sociale, ma un *quid pluris* e, ovvero, di orientare la gestione della Sgr alla cura degli interessi degli investitori. In altri termini, l'interesse degli investitori è elemento che arricchisce e completa il contenuto degli obblighi di corretta, diligente e professionale gestione cui gli amministratori di una Sgr sono tenuti ad attenersi nel puntuale svolgimento dell'incarico assunto, se non a pena di incorrere in responsabilità.

Se così è, allora, non è fuor di luogo affermare che, all'atto dell'insediamento, essi assumono un puntuale e non aleatorio "obbligo di protezione" nei confronti dei risparmiatori i quali, per contro, nel momento in cui divengono "partecipanti" sono

1984, 397; id, *Rappresentanza e mandato a confronto*, in Riv. dir. civ., 2012, I, 742; G. MINERVINI, *Mandato, commissione, spedizione*, in Trattato di diritto civile italiano, diretto da F. Vassalli, 8, I, Torino, 1957, 96 s. In giurisprudenza, v. App. Torino, 24 dicembre 2009, in Giur. it., 2010, 2067, che ha riconosciuto la legittimazione del mandatario-fiduciario a fare valere i danni cagionati dal terzo contraente alla sfera giuridica dei fiducianti-mandanti; in senso contrario, cfr. D. MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in I contratti del mercato finanziario 2, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, Torino, 2011, 933 s.

legittimati a riporre – per le ragioni testé richiamate - un oggettivo e ragionevole affidamento nella bontà e correttezza del loro operato¹⁶¹. Pertanto, se da una parte v'è un obbligo protettivo, dall'altra non può che esservi un “credito” che non ha natura economica ma si configura come un “credito di prestazione e di protezione”.

Di qui, nonostante la mancanza di un regolamento contrattuale, l'estrema difficoltà di pensare agli investitori come a “soggetti terzi” che non intrattengono alcuna forma di relazione con gli amministratori, di guisa che una eventuale condotta di questi ultimi negligente e pregiudizievole per i partecipanti dia luogo alla troppo generica “responsabilità del passante”. Nel nostro sistema, infatti, la responsabilità da fatto illecito è congegnata come la “responsabilità di chiunque”, che entra in gioco allorché danneggiante e danneggiato non siano legati da un pregresso vincolo obbligatorio ed anzi trova nella fattispecie dannosa il proprio momento fondante: è l'illecito che dà origine ad un nuovo vincolo avente ad oggetto l'obbligo dell'agente di risarcire il danno cagionato.

L'inadeguatezza del modello della responsabilità aquiliana rispetto alla violazione dei doveri di corretta amministrazione nei confronti dei partecipanti emerge all'evidenza sol che si consideri che quell'affidamento ragionevolmente riposto dai partecipanti negli amministratori a motivo del loro *status* e dei loro doveri è in grado, di fatto, di dar luogo ad una autonoma vicenda obbligatoria nell'ambito della quale è il fatto in sé dell'inadempimento dell'obbligo di protezione degli investitori ad integrare l'antigiuridicità della condotta ed a costituire, quindi, l'origine della responsabilità. Diversamente dai protagonisti dell'illecito aquiliano, sembrerebbe, quindi, che tra amministratori e partecipanti una qualche forma di pregressa relazionalità vi sia eccome: essa trae origine proprio da quell' “obbligo di protezione” degli investitori che vincola in modo così pregnante l'operato degli amministratori della Sgr da assurgere, al tempo stesso, a fonte e contenuto di un nuovo vincolo di tipo obbligatorio, di talché la sua violazione da parte dei gestori della Sgr integra una fattispecie di responsabilità contrattuale.

¹⁶¹ In questo senso anche L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della Sgr*, in *Giur. comm.*, fasc. 5, 2016, 1115; per uno spunto seppure in via dubitativa, P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. Delle Soc.*, fasc. 6, 2015, 1138.

Tale soluzione – che attinge alla teorica dell’ “obbligazione senza prestazione” di acuti civilisti,¹⁶² elaborata proprio al fine di dar voce a tutte quelle fattispecie che, in virtù di un “contatto sociale qualificato”, si collocano in una posizione intermedia tra la tesi

¹⁶² Vedi per tutti, C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in Jus, 1976; 79 s.; Id., *Obblighi di protezione*, in Enc giur. Treccani, XXI, Roma, 1990; Id., *L’obbligazione senza prestazione. Ai confini tra contratto e torto*, in Le ragioni del diritto, Scritti in onore di Luigi Mengoni, I, Milano, 1995, 148 s.; Id., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006; Id., *Ritorno all’obbligazione senza prestazione*, in Eur. dir. priv., 2008; S. MAZZAMUTO, *Una rilettura del mobbing: obbligo di protezione e condotte plurime d’inadempimento*, in Eur. dir. priv., 2003; Id., *Il mobbing*, Milano, 2004; F. PIRAINO, *Adempimento e responsabilità contrattuale*, Napoli, 2011; L. LAMBO, *Obblighi di protezione*, Padova, 2007. Com’è noto, la teoria muove dalla presa di coscienza circa la sussistenza di un’ “area di turbolenza ai confini tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale, nella quale confluiscono una serie di ipotesi di danno connotate da profili che le accostano ora all’una ora all’altra senza riuscire a rendere persuasivo e soddisfacente l’inquadramento che se ne voglia fare nella prima o nella seconda(...) Esse appaiono giuridicamente più pregnanti del semplice rapporto obbligatorio di risarcimento del danno al quale si riduce quest’ultima e però meno articolate del rapporto obbligatorio incentrato sulla prestazione”. Il concetto stesso di obbligazione senza prestazione potrebbe – *prima facie* - apparire un ossimoro, tuttavia, spiega l’autore, ciò è dovuto “appunto all’idea, che certo ha dalla propria parte una tradizione più che bimillenaria, che identifica l’obbligazione con l’obbligo di prestazione. Una volta che ci si persuade della possibilità che la qualificazione obbligatoria sia estesa ad altri rapporti, nei quali ciò che rileva non è la pienezza del contenuto ma la dimensione formale nella quale le parti si trovano l’una di fronte all’altra, allora anche l’idea di un’obbligazione senza prestazione non solo non appare contraddittoria, ma anzi quello che per merito di essa si mette in luce come la vera essenza dell’obbligazione, la quale non consiste nel suo contenuto o oggetto che dir si voglia, più o meno ampio e vario a seconda del tipo contrattuale che lo genera, ma nella relazionalità come matrice di qualificazione del reciproco porsi di soggetti l’uno di fronte all’altro e in contemplazione dell’altro”. Si tratta di un rapporto obbligatorio che nasce in dipendenza di “un contatto sociale qualificato, come insieme di obblighi funzionali allo scopo” (C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, 443-444). Vedi anche id., *La relazione come categoria essenziale dell’obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in Eur. dir. priv., 2011, 66, in cui l’autore sottolinea come “la relazionalità è la vera essenza dell’obbligazione che nel momento in cui caratterizza l’obbligazione, con o senza prestazione, si rivela l’aspetto costante, la cornice dentro la quale la prestazione si iscrive solo come una variabile possibile”; F. PIRAINO, *Adempimento*, cit., 682 s. chiarisce che “ciò che manca nell’obbligazione senza prestazione non è certo la cooperazione del debitore che si manifesta in una condotta dove- rosa orientata ad uno scopo – il che vale a distinguere l’obbligazione senza prestazione dalla mera regola di condotta – dunque «una prestazione in senso assoluto, ma una prestazione nell’accezione consueta di condotta riconducibile agli schemi collaudati del dare, facere o non facere e, dunque, tesa ad una finalità di promozione dell’interesse del creditore all’acquisizione di un’utilità nuova e non già ad una finalità di sicurezza, ossia di conservazione della sfera giuridica dell’avente diritto”. La particolare struttura dell’obbligazione senza prestazione fa sì che, data l’insussistenza di una prestazione nel senso tradizionale del termine, occorre valorizzare il nesso di causalità quale elemento che consenta, in via prioritaria, di instaurare una connessione tra il danno sofferto ed il soggetto agente. Tutto ciò comporta che l’accertamento della responsabilità consegua non soltanto alla verifica dell’inadempimento ma altresì ad un previo accertamento della meritevolezza degli interessi che si assumono lesi; manca qui infatti la cristallizzazione a monte degli interessi tutelati.

La problematica dell’obbligazione senza prestazione è costituita dall’“ipotizzabilità di obblighi di protezione *ab origine* avulsi da un obbligo di prestazione e ciononostante in grado di dar vita, in caso di danno, a responsabilità contrattuale come conseguenza tipica della violazione di obblighi”. L’obbligo di protezione, presupponendo un obbligo in senso tecnico, si colloca necessariamente nell’area della responsabilità disciplinata dall’art. 1218 c.c., e mette capo al *tertium genus* di fonti contemplate dall’art. 1173, e cioè “ogni altro atto o fatto idoneo a produrre l’obbligazione in conformità dell’ordinamento giuridico”. La responsabilità precontrattuale, in questo quadro, altro non è che una forma tipizzata di dovere di protezione, specie del più ampio *genus* della responsabilità da violazione dell’affidamento e quindi dell’obbligazione senza prestazione.

del contratto e quella del torto – si mostra, anzitutto sul piano strutturale, in linea con il sistema codicistico che, all’art. 1173 c.c., delinea un sistema aperto delle fonti delle obbligazioni sicché la dicotomia “contratto-torto” non può che perdere di rilievo.

Ma v’è di più. La conclusione formulata appare aderente alla struttura relazionale connessa al fenomeno gestorio ed altresì perfettamente rispondente all’esigenza avvertita nel settore di incrementare il livello di tutela dei risparmiatori, senza tuttavia sacrificare le peculiarità che contraddistinguono la gestione collettiva del risparmio o, ancora, forzare l’assetto del fenomeno in esame ricorrendo alla figura di un fantomatico e poco realistico “super gestore” che agirebbe in rappresentanza degli investitori o, peggio ancora, del fondo.

Per questa via, dunque, i partecipanti che volessero ottenere il ristoro del pregiudizio loro cagionato da una *mala gestio* degli amministratori sono legittimati a far valere la violazione dell’obbligo di protezione assunto nei loro riguardi e ad agire in via diretta avverso gli stessi ai sensi dell’art. 1218 c.c.¹⁶³ Il rimedio qui apprestato si pone, ovviamente, come alternativo a quello precedentemente esaminato *ex art. 2395 c.c.* che, come visto, oltre a non essere perfettamente compatibile con la tipologia di rapporto che si instaura tra amministratori e partecipanti al fondo di investimento, rischia di fornire una tutela approssimativa e parziale in controtendenza con lo spirito di tutela dei partecipanti che connota l’intera disciplina del fenomeno gestorio.

¹⁶³ Proprio con riferimento alla materia di intermediazione finanziaria è stato affermato che qui la teoria dell’obbligazione senza prestazione ha trovato una conferma nel dettato della legge (G. MERUZZI, *Responsabilità da contatto, culpa in contraendo e dintorni: il caso Sai-Fondiarica-Mediobanca tra vecchi pregiudizi e nuove prospettive*, Giur. Merito, 2007, 2, 2578). Basti osservare, infatti, che gli obblighi dell’intermediario finanziario discendono per la fase precontrattuale dall’art. 1337 c.c. e dalla fonte regolamentare (Regolamento Consob adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007), e per la fase di esecuzione da quanto previsto dal contratto di intermediazione finanziaria, integrato *ex art. 1374* dalle disposizioni legislative (in particolare, l’art. 21 T.U.F.) e regolamentari. La disciplina regolamentare degli obblighi di comportamento si caratterizza per l’elevato grado di specificità e dettaglio, non solo con riferimento all’obbligo di carattere informativo, ma anche per ciò che concerne il conflitto di interessi, l’adeguatezza ed appropriatezza dell’operazione finanziaria. In materia, le Sezioni Unite della Suprema Corte di Cassazione hanno affermato che deriva dalla violazione degli obblighi di comportamento da parte dell’intermediario finanziario, non la nullità del contratto di intermediazione finanziaria o dei singoli atti negoziali conseguenti, ma l’obbligazione risarcitoria ed eventualmente la risolubilità del predetto contratto (Cass. 19 dicembre 2007, n. 26724, Foro it., 2008, I, col. 784, con nota di E. SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell’intermediario finanziario e le sezioni unite*).

4. Una particolare fattispecie di responsabilità: la responsabilità dei partecipanti ai fondi chiusi nei confronti della Sgr

La disposizione di cui all'art. 37, comma 3, TUF prevede che “... *Il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore*”. Al di là di ogni suggestiva tendenza all'ipostatizzazione, la norma non attribuisce all'assemblea dei partecipanti ai fondi chiusi il potere di formare ed esprimere una volontà imputabile ai fondi né, tanto meno, individua un'entità chiamata in qualche misura a rappresentare i partecipanti. La deliberazione di sostituzione del gestore ad opera dei partecipanti riuniti in assemblea opera, invero, su di un piano diverso: si tratta di un meccanismo di bilanciamento del sistema, laddove alla obbligata abdicazione dei partecipanti ai fondi chiusi alla libertà di gestire il proprio investimento fa da contraltare il conferimento a questi ultimi (riuniti in assemblea) del potere di deliberare la sostituzione della Sgr. Per tale via, quindi, si offre ai partecipanti uno strumento che consente di ovviare alla rigidità e vincolatività dell'investimento nei fondi chiusi, impedendo che una società di cui banalmente non si condivide il *modus operandi* possa continuare a gestire il patrimonio affidato sino alla scadenza dell'investimento.

Ma è bene domandarsi cosa accade se, nel deliberare la sostituzione della Sgr, l'assemblea dei partecipanti ai fondi chiusi violi i limiti previsti dalla normativa e/o dal Regolamento del fondo. Il tema, sebbene del tutto ignorato dal legislatore come anche dalla letteratura di settore, è di grande interesse nella misura in cui sollecita l'attenzione del giurista sulla configurabilità di una singolare fattispecie di responsabilità dei partecipanti nei confronti della Sgr illegittimamente sostituita pregiudicata nei suoi interessi.

Se da un lato è vero che la sostituzione della Sgr¹⁶⁴ è appannaggio esclusivo dell'assemblea dei partecipanti, dall'altro non può negarsi che essa è manifestazione di

¹⁶⁴ La materia della sostituzione della Sgr è oggetto di disciplina della normativa primaria e secondaria. In particolare, l'art. 37 TUF statuisce al comma 3 che “... *Il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore*”. Il Regolamento di Banca d'Italia, Titolo V, Sez. II, par. 4, parte C, Modalità di funzionamento, sub 4.12), prevede che i regolamenti dei fondi devono necessariamente prevedere, tra le prerogative dell'assemblea dei partecipanti ai fondi chiusi, il potere dei quotisti di sostituire la Sgr nominata, lasciando discrezionalità sulla disciplina di modalità e termini.

un potere, come è usuale, debba essere esercitato nel rispetto delle forme e dei limiti previsti dall'ordinamento. Sul punto, infatti, il Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 statuisce che spetti al Regolamento del Fondo specificare modalità e termini delle operazioni di sostituzione il cui rispetto, è ovvio, si impone a tutti i partecipanti.

Del resto, non può negarsi che in una siffatta ipotesi alla Sgr illegittimamente sostituita possa derivarne un danno concreto nelle forme del danno reputazionale o, ancora, del danno da perdita delle commissioni di gestione, se si pensa, ad esempio, all'ipotesi del mancato rispetto del termine di preavviso di cui al Regolamento per notificare alla Sgr uscente la volontà degli investitori di sostituirla; in tal caso, è evidente che la Sgr verrebbe ingiustamente privata del diritto al percepimento delle commissioni oltreché del tempo necessario a reperire nel mercato altri fondi da gestire. E se di certo la connotazione fiduciaria del rapporto che lega il gestore ai partecipanti non consente una ricostituzione forzosa dell'incarico gestorio, ragionare su di un obbligo dei partecipanti riuniti in assemblea di rimuovere la delibera illegittima e, per l'effetto, risarcire il danno cagionato alla Sgr non è, forse, ipotesi così peregrina e, anzi, addirittura scelta obbligata in un sistema che non tollera condotte ed atti adottati al di fuori dei canoni di legge.

Insomma, la prioritaria finalità di tutela degli investitori della disciplina di settore non può e non deve trasformarsi in una indiscriminata legittimazione di condotte abusive, misconoscendo ipotesi di responsabilità dei partecipanti che agiscano *contra legem*. Occorre, piuttosto, rinvenire nell'ordinamento uno strumento che consenta alla Sgr danneggiata di far valere le sue ragioni contro i partecipanti al fine di ripristinare così l'ordine violato da condotte/atti illegittimi.

In quest'ottica, una soluzione sembra provenire dalla disciplina di diritto societario che, nell'ambito delle società di capitali, regola l'invalidità (nelle due forme della nullità e annullamento) delle delibere adottate dall'assemblea dei soci: si tratta, infatti, di una normativa che pone principi di ordine generale, come tale suscettibile di applicazione analogica a tutte quelle fattispecie aggregative che siano dotate di forza deliberativa vincolante ma per le quali il legislatore non si sia preoccupato di fornire una disciplina *ad hoc*.

Il ragionamento, peraltro, trova un appiglio sul piano sistematico nella normativa in tema di "patrimoni destinati ad uno specifico affare", senza che ciò implichi – si badi – alcuna rinuncia alla rilevata ontologica diversità dei fondi comuni di investimento sia

dalle società di capitali, sia dai patrimoni destinati. Qui, in particolare, la previsione di cui all'art. 2447 *octies* c.c.¹⁶⁵ attribuisce all'assemblea dei possessori degli strumenti finanziari emessi un potere di tipo deliberativo vincolante, disponendo, mediante il rinvio all'art. 2416 c.c., che le deliberazioni adottate “*sono impugnabili a norma degli articoli 2377 e 2379*” e, dunque, secondo le regole generali in tema di invalidità delle deliberazioni delle assemblee di società di capitali. La disciplina richiamata conferma, quindi, l'idea cui si è fatto cenno in precedenza e cioè che le norme che regolamentano l'invalidità delle delibere assembleari di società di capitali sono applicabili al di fuori del loro contesto di origine ed anche a prescindere dalla soggettività del centro di interessi da cui promana la volontà deliberativa.

Sulla scorta di quanto testé argomentato ed in via conclusiva, non v'è ragione per negare l'esportazione del modello generale anche alla fattispecie di delibere illegittimamente assunte dalle assemblee dei partecipanti ai fondi chiusi. La soluzione qui proposta consentirebbe, peraltro, di ovviare alle conseguenze negative di atti *contra legem* che, diversamente, continuerebbero ad avere vita nel sistema.

¹⁶⁵ In particolare, l'art. 2447 *octies* c.c. statuisce che “*Per ogni categoria di strumenti finanziari previsti dalla lettera e) del primo comma dell'articolo 2447 ter l'assemblea dei possessori delibera: 1) sulla nomina e sulla revoca dei rappresentanti comuni di ciascuna categoria, con funzione di controllo sul regolare andamento dello specifico affare, e sull'azione di responsabilità nei loro confronti; 2) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi dei possessori degli strumenti finanziari e sul rendiconto relativo; 3) sulle modificazioni dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari; 4) sulle controversie con la società e sulle relative transazioni e rinunce; 5) sugli altri oggetti di interesse comune a ciascuna categoria di strumenti finanziari. Alle assemblee speciali si applicano le disposizioni contenute negli articoli 2415, secondo, terzo, quarto e quinto comma, 2416 e 2419. Al rappresentante comune si applicano gli articoli 2417 e 2418*”. In particolare, la disposizione di cui all'art. 2416 c.c., a sua volta, prevede che “*... Le deliberazioni prese dall'assemblea degli obbligazionisti sono impugnabili a norma degli articoli 2377 e 2379. Le percentuali previste dall'articolo 2377 sono calcolate all'ammontare del prestito obbligazionario e alla circostanza che le obbligazioni siano quotate in mercati regolamentati. L'impugnazione è proposta innanzi al tribunale, nella cui giurisdizione la società ha sede, in contraddittorio del rappresentante degli obbligazionisti*”.

Conclusioni

A valle della disamina che precede, incompleta e sicuramente meritevole di approfondimenti, è opportuno svolgere un paio di riflessioni conclusive.

Le questioni che lo scenario del risparmio gestito presenta al giurista sono molteplici e complesse e non è pensabile abbandonare un così delicato ambito al solo dominio delle logiche del mercato.

Sul piano del metodo, si è dimostrato come il fenomeno dei fondi comuni di investimento e, più in generale, i fenomeni che promanano dai contesti di mercato, richiedano una tipologia di approccio che superi l'asettica trasposizione delle categorie dogmatiche di diritto privato al fine di verificarne o meno la compatibilità e, quindi, consentirne o impedirne l'applicazione all'esito della valutazione condotta. La prepotente invasività degli influssi commerciali contamina, infatti, le aree più "intime" del diritto privato, sottoponendo alla "prova di forza" anche i concetti primi di "soggettività giuridica" e "proprietà"; innanzi ad una siffatta realtà, il teorico del diritto è tenuto a non cedere alla seduzione di misconoscere quelle manifestazioni economiche che sembrano *prima facie* cagionare la "crisi esistenziale" dei dogmi della tradizione giuridica continentale, bensì ad impegnarsi in una ricostruzione delle fattispecie quanto più possibile aderente alla realtà sfruttando, a tal fine, la consapevolezza storica dell'esperienza giuridica.

Le categorie di diritto privato mantengono dunque sì la loro centralità ma in una modalità differente rispetto al passato: un'analisi che ambisca a cogliere l'essenza di un fenomeno eclettico e dinamico come quello dei fondi comuni di investimento e la relativa incidenza sistematica sul piano della fattispecie non può che passare da una valorizzazione dell'apporto storico-contenutistico delle categorie senza, tuttavia, cedere all'insidia di imbrigliare in scatole concettuali qualcosa che, per sua stessa natura ed a cagione della peculiare realtà di rapporti e di scopi sottesi, non si presta ad una rigida classificazione concettuale. Pur riconoscendo il contributo apportato dalla dogmatica tradizionale, non può sottacersi l'insufficienza metodologica di una tecnica che pretenda di ridurre la complessità di un fenomeno che non fa capo ad una persona fisica, bensì a una pluralità di centri di interessi ed a un complesso di beni, ad una logica di sistema che declina il profilo di problematicità nei termini di una relazione "soggetto-patrimonio".

All'evidenza, una così rigida impostazione non riesce ad abbracciare tutti i modi di atteggiarsi di fenomeni giuridici di matrice economico-sociale.

E dunque, l'intero fenomeno gestorio è refrattario alle operazioni di "incasellamento sistematico" non perché si sta assistendo oggi ad una "crisi del diritto privato" quanto, piuttosto, perché così impone la diversa logica del mercato finanziario di cui il fenomeno esaminato vive e si nutre. Allora, è dovere del giurista di settore realmente interessato alla piena ed autentica comprensione di tali manifestazioni affrancarsi dalla logica dogmatica e porre il proprio sapere giuridico a servizio della realtà fenomenica, nella consapevolezza che un'attività giuridica che si limitasse alla sterile e meccanica applicazione delle categorie dogmatiche rischierebbe, nella concretezza della realtà dei fatti, di paralizzare l'operatività del fenomeno gestorio, rallentare la speditezza dei traffici commerciali e risultare, in ultima analisi, controproducente. Non si tratta di congetture ipotetiche, ma di una tesi che risulta confermata allorché si volga lo sguardo all'impianto argomentativo della analizzata pronuncia della Suprema Corte: la conclusione in quella sede raggiunta in merito alla natura dei fondi comuni di investimento riflette l'esito di un ragionamento che, più che essere settato sulla realtà sostanziale dei fondi comuni di investimento, è imposto dalle logiche di un ordinamento strutturato ed organizzato per categorie e finisce inevitabilmente col tradire lo spirito stesso dell'istituto e suggerire soluzioni operative che mal si attagliano alle esigenze di una commercialità in continuo divenire.

Occorre, quindi, che la funzione e lo scopo di investimento divengano criterio e guida del ragionamento del giurista in tutti i casi in cui la gestione di un patrimonio venga affidata ad un soggetto terzo rispetto agli originari titolari. Il che equivale a dire che, nella risoluzione di ogni problematica, il giurista è chiamato ad una previa valutazione della conformità della soluzione prescelta agli interessi di investimento dei risparmiatori verso cui si dirige l'attenzione tutelante del legislatore.

Così, in una realtà segnata dalla vivida tensione tra la concezione statica del patrimonio di garanzia e quella dinamica del patrimonio di impresa, la metodologia di indagine prescelta ha consentito, anzitutto, di superare la visione unitaria del patrimonio della teoria di Aubry e l'assioma della perfetta corrispondenza tra patrimonio e soggetto per approdare ad un nuovo concetto di patrimonio; un patrimonio che è in grado oggi di frazionarsi in funzione delle esigenze dei privati e che nel contesto relazionale rilevante

si sostituisce al soggetto per divenire l'unico punto di aggregazione dei beni in ragione dello scopo perseguito. Insomma, il patrimonio assume rilevanza non in relazione al titolare, bensì in quanto “funzione” di un'attività reddituale di tipo economico e il “vincolo di destinazione” impresso ai beni non fa che tradurre una connotazione eziologica in assetto disciplinare.

In quest'ottica - in accordo con il rinnovato approccio del legislatore che, nel moltiplicare le fattispecie di segmentazione patrimoniale, ha chiaramente abbracciato una prospettiva sempre più dinamica e flessibile - si è qui recuperata e valorizzata la dimensione del fondo quale “patrimonio autonomo” che ricostruito alla stregua, appunto, di un fenomeno di investimento è in grado, in quanto tale, di esercitare una significativa forza attrattiva sui beni ad esso destinati in ragione dell'attività stessa di investimento ed allo scopo perseguito di generare utilità a soddisfacimento degli interessi degli investitori; il tutto, senza la necessità di ricorrere all'*escamotage* della creazione di un nuovo schermo soggettivo per giustificare il meccanismo operativo. D'altra parte, merita osservare che, qualora il sistema non contemplasse una piena “equidistanza” del fondo dalla sfera dominicale del gestore e dei partecipanti, non si comprenderebbe l'opzione del legislatore a favore del sintagma “patrimonio autonomo”: per un verso, ove si supponesse l'acquisizione da parte del gestore della titolarità dei beni e dei rapporti facenti capo al fondo, rimarrebbe priva di significato la prevista segregazione patrimoniale del fondo e, per l'altro, la prospettata soggettivizzazione del fondo finirebbe inevitabilmente con il frustrare la funzione e l'istituzione stessa della società di gestione del risparmio che nell'amministrazione attiva del fondo trova il proprio oggetto sociale.

Sul piano dinamico della gestione e della circolazione della ricchezza, la segregazione patrimoniale diviene quindi un meccanismo tecnico che meglio di qualunque altro consente di “separare”, più che proprietà, sfere di rischio, offrendo ai risparmiatori lo strumento utile a reperire sul mercato la remunerazione per il rischio dell'investimento effettuato.

Sulla scorta di tali assunti, è stato possibile comprendere come il reale nodo problematico che si annida dietro il fenomeno dei fondi comuni di investimento non sia tanto cogliere “a chi appartiene” il fondo quanto, piuttosto, “in funzione di cosa” esiste il fondo e “quale sia lo scopo ultimo” di tale tipologia di investimento. Una volta assunta tale prospettiva di indagine, si è proceduto a canalizzare nell'ottica della funzione e dello

scopo ogni problematicità rilevante emersa nel corso dell'indagine, dalla ricostruzione dell'assetto delle relazioni che gravitano intorno al "fenomeno fondo" sino al regime delle responsabilità connesse allo svolgimento dell'attività gestoria.

Pare potersi osservare, conclusivamente, come in relazione al fenomeno in parola non sia propriamente corretto l'utilizzo della locuzione "crisi del diritto privato" cui si era fatto cenno in apertura; appare nettamente preferibile discutere oggi di una necessaria rimeditazione in senso storico della funzione e del valore delle categorie nel moderno contesto economico-sociale: in questo senso, la reinterpretazione del ruolo dei modelli è la chiave che sola consente di ricondurre l'ordinamento ad unità, nella consapevolezza che non ogni elemento della realtà esterna è destinato a rimanere assorbito e conciliarsi perfettamente con il sistema. Del resto, è noto sin da tempi di Eraclito, l'unità è una dimensione pensabile proprio solo in relazione ad "elementi opposti" quale momento di sintesi dialettica della complessità del divenire giacché, ove non v'è molteplicità e discordia, non v'è *universo*.

Riferimenti bibliografici

ALCARO F., *Del mandato*, in *Dei singoli contratti*, a cura di D. Valentino, in Commentario del codice civile, diretto da E. GABRIELLI, Torino, 2011

ALCARO F., *Mandato e fiducia*, in *I patrimoni separati tra tradizione e innovazione*, Torino, 2007.

ANGELICI C., *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, (a cura di) P. Schlesinger, Milano, 2012.

ANGELICI C., *Discorsi di diritto societario*, in *Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code de commerce*, Milano, 2008.

ANGELICI C., *Società prima dell'iscrizione e responsabilità di «coloro che hanno agito»*, Milano, 1998.

ANGELONI C., *Il trust receipt nella prassi bancaria anglosassone*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1938, I.

ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017.

ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, Capriglione (a cura di), I, Padova, 2010.

ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010.

ARDITA. C.M. – GAZZETTA E., *Sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento: nota a sentenza n. 16605 Cass. civ. Sez. I, Sent., 15-07-2010*, in *Riv. di diritto banc. e fin.*, 2010.

ARDIZZONE L., *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle SICAF*, in *Riv. soc.*, 2016.

ARRIGO T. - CAVANNA S., *Convenzione dell'Aja sulla legge applicabile ai trusts ed al loro riconoscimento*, in *Comm. breve al cod.civ.- Leggi complem.*, Alpa G. - Zatti C. (a cura di), Padova, 1999.

ASCARELLI F., *I fondi comuni di investimento*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 2, XVI, 1985, 741 ss.

ASCARELLI F., *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1983, I.

ASCARELLI T., *L'Investment trust*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1954, I.

ATLANTE N. – CAVALAGLIO L., *I fondi speciali nel contratto di affidamento fiduciario previsti dalla legge "dopo di noi": una nuova ipotesi di patrimonio separato?*, in *Riv. Not.*, 2017.

AUBRY C. e RAU C., *Cours de droit civil français, d'après l'ouvrage de M. C.S. Zacharie*, Paris, 1917.

BALDINI G., *Il mandato: profili operativi, inadempienze e risarcimento dei danni*, Macerata, 2006.

BARALIS G., *Fondi Immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Riv. Notariato*, 2012.

BARBANTI S., *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2013.

BARNETT L., *The Regulation of Mutual Fund Boards of Directors: Financial Protection or Social Productivity?*, in *J. Law & Pol.*, 2008.

BARONCELLI S., *Art. 47*, in R. BIFULCO, A. CELOTTO, M. OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, vol. I, Torino, 2006.

BARRIÈRE F., *La legge che istituisce la fiducia: tra equilibrio e incoerenza in Trusts e attività fiduciarie*, 2008.

BARTOLI S., «*Riflessioni sul “nuovo” art. 2645-ter c.c. e sul rapporto fra negozio di destinazione di diritto interno e trust*», in *Giur. it.*, 2007.

BARTOLI S., *Il trust auto-dichiarato nella Convenzione de L'aja sui trust*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2005.

BARTOLI S., *Trust e fondi comuni d'investimento nella cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico*, in www.dircomm.it

BARTOLI S., *Il trust*, Milano, 2001.

BARTOLUCCI A., *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento*, in *Quadrimestre*, 1984.

BASILE P., *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Rivista di diritto bancario*, I, 2017.

BAVETTA G., *Mandato (dir. Priv.)*, in *Enc. Dir.*, XXV, Milano, 1975.

BERLINGUER A., *Trust et fiducie en Italie*, in *Recueil Dalloz*, 2008.

BESSONE M., *Società di gestione del risparmio. Il regime normativo della Sgr e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2002.

BIANCA M., *Trustee e figure affini nel diritto italiano*, in *Riv. Not.*, 2009.

BIANCA M., *Atto negoziale di destinazione e separazione*, in *Atti di destinazione e trust*, Giuseppe Vettori (a cura di), Padova, 2008.

BIANCA M., *Il nuovo art 2645 ter c.c. Notazioni a margine di un provvedimento del giudice tavolare di Trieste*, in *Giust. Civ.*, 2006, II.

BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996.

BIGLIAZZI GERI L., *A proposito di patrimonio autonomo e separato*, in *Studi in onore di P. Rescigno*, vol. II, *Diritto privato*, Milano, 1998.

BIGLIAZZI GERI L., voce —*Patrimonio autonomo e separato*, in *Enc. Dir.*, vol. XXXII, Milano 1982.

BISOGNI G.B., *I modelli organizzativi della s.g.r. (società gestione risparmio) nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Società*, 1998.

BOGGIO L., *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili* in *Giur. It*, 2011.

BONNEAU V.T., *Droit bancaire*, Paris, 2013.

BORGIOLI A., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1983.

BORGIOLI A., *L'amministrazione delegata*, Firenze, 1982.

BRIOLINI F.- MIOLA M., *Commento all'art. 36*, in *Commentario al TUF*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002.

BRUTTI N., *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, in *Società*, 2011.

BULLO L., *Separazioni patrimoniali e trascrizione: nuove sfide per la pubblicità immobiliare*, in *Quaderni della Riv. dir. civile*, Padova, 2012.

BULLO L., *Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2545 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36, comma 6, del t.u.f.: quale modello di segregazione patrimoniale?*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I.

BUZZACCHI C., *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 cost. e funzioni della banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della repubblica e ordinamento dell'unione*, in *Costituzionalismo.it*, II, 2016.

CALICETI P., *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II.

CANDIAN A.D., *Fondo e fondi: itinerari paragiuridici tra gli usi linguistici*, in *Giur.*

comm., 1998.

CARBONE L., *Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari* (D.L. 25 gennaio 1992 n. 89). *Commentario*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1993.

CARNEVALI U., *Negozi fiduciario*, in *Enc. Treccani*, XX, Roma, 1990.

CAROTA L., *Il comitato ha, dunque, capacità immobiliare*, in *Contratto e impresa*, 1994, II.

CARRIÈRE P., *Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 41

CARRIÈRE P., *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. delle Soc.*, 2014.

CASELLA P. - RIMINI E., *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig. Comm.*, VI, 1991.

CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento immobiliare*, in *Riv. soc.*

CASTRONOVO C., *Eclissi del diritto civile*, Milano, 2015.

CASTRONOVO C., *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Eur. dir. priv.*, 2011.

CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006; Id., *Ritorno all'obbligazione senza prestazione*, in *Eur. dir. priv.*, 2008.

CASTRONOVO C., *Trust e diritto civile italiano*, in *Vita Notar.*, 1998, I.

CASTRONOVO C., *L'obbligazione senza prestazione. Ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto, Scritti in onore di Luigi Mengoni*, I, Milano, 1995

CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione*, in *Enc giur. Treccani*, XXI, Roma, 1990

- CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in Jus, 1976; 79 s.; Id,
- CAVANNA S., *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato diretto da Rescigno*, XVI, I, II ed., Milano, 2008.
- CETRA A., *La persona giuridica amministratore*, Torino, 2013, 132.
- CIAN M., *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca, Borsa e tit. di cred.*, 2017.
- CICCHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2014.
- CHESHIRE G.C., *Il concetto del trust secondo la common law inglese*, Torino 1998.
- COASE R.H., *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, 1995.
- COLAIORI R., *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni d'investimento*, in *Riv. Not.*, 2014.
- COLAVOLPE A., *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. Priv.*, 2005.
- COLOMBO G.E., *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in AA. V.V., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, a cura di Colombo, Padova, 1967.
- COMPORTE C., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *La riforma delle società. Commentario al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, II, Torino, 2003.
- CONTALDI G., *Il trust nel diritto internazionale privato italiano*, Milano 2001.
- CORAPI E., *Gestione dei fondi alternativi e protezione dell'investitore nella direttiva 61/2011 (aifm)*, in R. Lener (a cura di), *Crisi dei mercati finanziari e corporate governance: poteri dei soci e tutela del risparmio*, Roma, 2014.

CORNACCHIA L., *Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza*, in *Giur. Comm.*, 2017.

CORRADO G., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1963, I.

COSSU M., *Contratti di gestione di portafogli di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, nel *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, Torino, 2011.

COSSU M., *Gestione di portafogli*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, 2010, Bologna.

COSTANTINO L., *Profili privatistici del project financing e gruppi di contratti*, in *Contr. impr.*, 2003.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2016.

COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I.

COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004.

COURETET A. - LE NABASQUE H. - COQUELET M. - PORACCHIA D. - RAYNOAUD A. - REYGROBELLET A. - ROBINE D., *Droit financier*, Paris, 2012.

DAMIANI M., *Impresa e corporate governance*, Roma, 2006.

D'AMBROSIO L., in S. Amorosino - C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, 2004.

DELL'ANNA P., *Patrimoni destinati e fondo patrimoniale*, Torino, 2009.

DELLA VECCHIA R., *D.M. n. 197/2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Le Società*, 2011.

DELLA VECCHIA R., *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, in *Le*

Società, 2010.

DETTORI S. – ZITO A., *Risparmio (tutela del)*, Milano, 2007

DESIDERIO M., «*Ucits III*»: *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e Sicav*, in *Dir. banc.*, 2004.

DI AMATO A., *I servizi di investimento in Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino, Milano, 2008.

DI MAJO A., *La responsabilità contrattuale*, Torino, 2012.

DI MAJO A., *Profili della Responsabilità civile*, 2011.

DI NELLA L., *Mercato e autonomia contrattuale nell'ordinamento comunitario*, Napoli, 2003.

DI SABATO F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Le Società*, 2002.

DORIA G., *Il patrimonio finalizzato*, in *Riv. dir. civ.*, 2007.

DURANTE V., voce —*Patrimonio (dir. civ.)*”, in *Enc. giur*, XXII, 1990, 1.

EASTERBROOK F.H. – FISCHER D.R., *L'economia delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1996.

EMERICH V.Y., *Les fondements conceptuels de la fiducie française face au trust de la common law: entre droits des contrats et droits des biens*, in *Rev. intern. dr. comp.*, 2009.

ENRIQUES L. - HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in R. Kraakman - J. Armour - P. Davies - L. Enriques - H. Hansmann - G. Hertig - K. Hopt - H. Kanda - E. Rock, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009.

FALCONE G., *Patrimoni “destinati” e finanziamenti “dedicati”: la posizione dei creditori e le prospettive concorsuali*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2005.

FALZEA A., *Introduzione e considerazioni conclusive*, in *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003.

FALZEA A., *Il soggetto nel sistema dei fenomeni giuridici*, Milano, 1939.

FANTETTI F., *Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento*, in *Resp. civ.*, 2011.

FAUCEGLIA G., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fallimento*, 2003.

FERRARA F., *Trattato di diritto civile*, Roma, 1921.

FERRARINI G., *La riforma dei mercati finanziari e il testo unico in AA.VV.*, in “*La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al testo unico della finanza*”, a cura di Ferrarini e Marchetti, Roma, 1998.

FERRI G. jr., *Patrimonio e gestione - Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I.

FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. delle società*, 2012.

FERRO - LUZZI P., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2003.

FERRO-LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I.

FERRO LUZZI P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. società*, 2002.

FERRO- LUZZI P., *I contratti associativi*, Roma, 1970.

FLANNIGAN R., *Fiduciary and Contractual Accountability*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, (a cura di) E. Ginevra, Milano, 2012.

FLEISCHER H. - SCHMOLKE K., *Klumpenrisiken im Bankaufsichts, Investment- und Aktienrecht*, in 173 ZHR (2009).

FORTUNATO S., *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, *Banca borsa e tit.*

cred., 2009, II.

FRANCESCHELLI R., *Il «trust» nel diritto inglese*, Padova, 1935.

GABRIELE P., *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in *Giur. Comm.* 2010.

GAGGERO P. e TRICOLI G., *Appunti sui fondi pensione*, in *Assicurazioni*, 1997, I.

GAGGERO P., *L'inefficienza della regola sulla separazione dei patrimoni dei clienti nella disciplina relativa ai servizi di investimento*, in AA.VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998.

GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, I, Padova, 2014.

GALGANO F., *La fiducia e il trust*, in *Atlante di diritto privato comparato*, a cura di Galgano, Bologna, 2011.

GALGANO F., *Sull'ammissibilità di una fondazione non riconosciuta*, in *Riv. dir. civ.*, 1963, II.

GAMBARO A., *Segregazione e unità del patrimonio*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000.

GAMBARO A., *Il trust in Italia. Convenzione relativa alla legge sui trusts ed al loro riconoscimento, Commentario*, Gambaro, Giardina e Ponzanelli (a cura di), in *Le nuove leggi civ. commentate*, 1993.

GANDINI C., *Partecipazione a fondi comune di investimento e certificato «cumulativo»*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1996, I.

GANDINI C., *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1989.

GAZZONI F., *La trascrizione degli atti e delle sentenze*, in *Trattato della trascrizione a cura di E. Gabrielli e F. Gazzoni*, Torino, 2012.

GEMMA A., *Destinazione e finanziamento*, G. Giappichelli Editore, Torino 2005.

- GENNARI F., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, 2005.
- GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991.
- GENTILONI SILVERI F., *Patrimoni costituiti con prevalente apporto di terzi*, in *Giur. Comm.*, 2016.
- GENTILONI SILVERI F., *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II.
- GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011.
- GIANNELLI G., *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004.
- GIUDICI P., *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, in *Le società*, 2015.
- GRAZIADEI M., *Voce Mandato*, in *Dig. disc. priv., sez. civ., XI*, Torino, 1994.
- GRAZIADEI M., *Proprietà fiduciaria e proprietà del mandatario*, in *Quadrimestre*, 1990, I.
- GRAZIADEI M., *Diritti nell'interesse altrui. Undisclosed agency e trust nell'esperienza giuridica inglese*, Trento, 1995.
- GUELLA E., *Il Carattere Autonomo Degli Obblighi Di Protezione Nei Sistemi Italiano e Tedesco*, in *ZERP*, 2016.
- GUIZZI F., *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, n. 2-3-4/2005.

GUIZZI G., *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato e responsabilità degli amministratori. Profili sistematici*, in Riv. dir. comm., 2008, I.

GUIZZI G., *Patrimoni separati e gruppi di società. Articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio. Due tecniche a confronto*, in Riv. dir. comm., 2003.

GUFFANTI E. – SANNA P., *Le quote dei fondi comuni di investimento*, in Dir. Merc. Fin., 2017.

IRTI N., *L'età della decodificazione*, 4a ed., Milano, 1999.

IRTI N., *Proprietà e impresa*, Napoli, 1965.

JAEGER P.G., *Sui fondi comuni d'investimento*, in Riv. Soc., 1969.

JANNARELLI A., *Brevi note a proposito di "soggetto giuridico" e di "patrimoni separati"*, in Riv. trim. dir. proc. civ., fasc. 4, 2009.

JENSEN M.C.- MECKLING W.H., *Ownership and Control*, 1976.

LAMANDINI M., *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria. Prime note sul d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in Riv. società, 2003.

LAMBO L., *Obblighi di protezione*, Padova, 2007.

LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, in I Contratti, 2011.

LAROMA JEZZI P., *La fiscalità dei trust aspettando il "trust di diritto italiano"*, in Riv. dir. Trib., 2012.

LAU M., *The Economic Structure of Trusts: Towards a Property-based Approach*, Oxford, 2011.

LEFEBVRE F., *La fiducie, mode d'emploi, dossiers pratiques*, 2007.

LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione*

collettiva del risparmio, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2011, II.

LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni di investimento*, in *Foro it.*, 1985, V.

LENER R., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente, I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno – E. Gabrielli, Torino, 2011.

LENER R., *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L'attuazione della MiFid in Italia*, a cura D'APICE, Bologna, 2010.

LENER R., *Il conflitto di interessi nella gestione di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2007, I.

LENOCI V., *Comitati e acquisti immobiliari*, in *Foro.it*, 1995.

LENZI R., *I patrimoni destinati, costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. notariato*, 2003, I.

LENER R., *Le società di gestione del risparmio - Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in *Banca impr. società*, 1999.

LENER R., *La circolazione del modello del «trust» nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989.

LENER R., *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario*, in *Foro it.*, 1989, IV.

LENER R., *Commento all'art. 3, l. n. 77 del 1983*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984.

LENER R. - PETRONZIO C., *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm. e del dir. in gen. delle obblig.*, 2014.

LIBONATI B., *Scritti Giuridici*, II, Milano, 2013.

LIBONATI B., *Commento alla legge n. 77/1983 sub art. 12*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984.

LIBONATI B., *Holding ed investment trust*, Milano, 1967.

LIPARI N., *Spunti problematici in tema di soggettività*, in *La civilistica italiana dagli anni '50 ad oggi tra crisi dogmatica e riforme legislative* (Venezia 23-26 giugno 1988), Padova, 1991.

LOMNIKA E., *Collective Investment Schemes*, in *Financial Services Law*, (a cura di) G. Walker - R. Purves - M. Blair, Oxford, 2014.

LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da

P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011.

LUCHINI GUASTELLA E., *In tema di responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2011.

LUMINOSO A., *Rappresentanza e mandato a confronto*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, 742;

LUMINOSO A., *Il mandato*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, IV, Torino, 2007.

LUMINOSO A., *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 1984.

LUPOI M., *Si fa presto a dire "Trust"*, in *Riv. trim. di dir. e proc. Civ.*, 2017.

LUPOI M., *Trusts*, Milano, Giuffré, 2001.

LUPOI M., *Lettera a un notaio conoscitore dei trusts*, in *Riv. Not.*, 2001.

LUPOI M., *Riflessioni comparatistiche sui trusts*, in *Eur. e Dir. Priv.*, 1998.

LUPOI M., in *Aa.Vv.*, *I trusts in Italia oggi*, a cura di I. Beneventi, Milano, 1996.

LUPOI M., *La sfida dei trusts in Italia*, in *Corr.Giur.*, 1995.

LUPOI M., *Il trust nell'ordinamento giuridico italiano dopo la Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985*, in *Vita Not.*, 1992.

MANES P., *Trust e art. 2740 c.c.: un problema finalmente risolto*, in *Contratto e impresa*, 2002.

MANES P., *La segregazione patrimoniale nelle operazioni finanziarie*, in *Contr. e impr.*, 2001.

MAGNO D., *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in *I contratti del mercato finanziario 2*, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, Torino, 2011.

MARANO G., *I patrimoni destinati in una prospettiva di analisi giuseconomica*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Roma, 2004.

MARCHESI M., *I fondi pensione*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011.

MARCHETTI G., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio*, in *Nuova Giurisprudenza civile commentata*, 2012.

MARCOZ C.A., *Il trust in Francia: prime osservazioni sulla legge francese istitutiva della "fiducia"*, *Studio del Consiglio nazionale del notariato*, 2008.

MAZZAMUTO S., *La responsabilità contrattuale nella prospettiva europea*, Torino, 2015.

MAZZAMUTO S., *Il contratto di diritto europeo*, Torino, 2012.

MAZZAMUTO S., *Rimedi specifici e responsabilità*, Perugia, 2011.

MAZZAMUTO S., *Il mobbing*, Milano, 2004.

MAZZAMUTO S., *Una rilettura del mobbing: obbligo di protezione e condotte plurime d'inadempimento*, in *Eur. dir. priv.*, 2003.

MEO G., *Azione "comune" e azione "individuale" contro amministratori e sindaci di società di gestione del risparmio di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. dir. comm.*, 1986, I.

MERUZZI G., *Responsabilità da contatto, culpa in contraendo e dintorni: il caso Sai-Fondiarica-Mediobanca tra vecchi pregiudizi e nuove prospettive*, *Giur. Merito*, 2007, 2, 2578.

MINERVINI G., *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Tratt. Dir. Civ.*, Vassalli, Torino, 1952.

MIOLA M., *Commento sub art. 36, Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da Campobasso, I, Torino, 2002.

MIOLA M., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I.

MÖLLERS T., *Das Haftungssystem des KAGB*, in *Das neue Kapitalanlagegesetzbuch*, a cura di T. MÖLLERS - A. KLOYER, München, 2013.

MONTALENTI P., *Riflessioni in tema di persona giuridica*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999.

MOSCATI E., *I rimedi contrattuali a favore dei terzi*, in *Riv. dir. civ.*, 2003.

NIGRO A., voce "*Investment trust*", in *Enc. Dir.*, XXII, Milano, 1972.

NUZZO M., *Il principio di indivisibilità del patrimonio*, in *Le nuove forme di organizzazione del patrimonio* (a cura di G. DORIA), Torino, 2010.

ORESTANO R., «*Persona*» e «*persone giuridiche*» nell'età moderna, in *Persone giuridiche e storia del diritto*, Torino, 2004.

ORESTANO R., *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto*, in *Azione. Diritti Soggettivi. Persone giuridiche*, Bologna, 1978.

PADOA SCHIOPPA T., *Sistema finanziario e regolazione*, in *Banca d'Italia*, Boll. Econ, 1988

PALERMO G., *Ammissibilità e disciplina del negozio di destinazione*, in *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003.

PALERMO G., *Contributo allo studio del trust e dei negozi di destinazione disciplinati dal diritto italiano*, in *Riv. dir. comm.* 2001.

PALERMO G., *Autonomia negoziale e fiducia (breve saggio sulla libertà delle forme)*, in *Riv. giur. sarda*, 1999.

PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I.

PAPPADA' D., *L'emulazione del trust in Francia*, in www.comparazionedirittocivile.com.

PARTISANI R., *I patrimoni separati: l'inopponibilità del vincolo di destinazione alle obbligazioni da fatto illecito*, in *Resp. civ.*, 2005.

PESCATORE G., *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008.

PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004.

PIRAINO F., *Adempimento e responsabilità contrattuale*, Napoli, 2011.

PROSPERETTI M. - COLAVOLPE A., *I gestori del risparmio non bancari e i canali di distribuzione*, Ipsoa, 2012.

PUGLIATTI S., *Il rapporto di gestione sottostante alla rappresentanza*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965.

PUGLIATTI S., *Gli istituti del diritto civile*, I, Milano, 1943.

PUGLIATTI S., *La proprietà e le proprietà*, in *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, 1954.

PURPURA L., *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, (a cura di) E. Ginevra, Milano, 2012.

PUTTI P., *Negoziario fiduciario*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, Torino, 2003.

RACUGNO G., *SGR e contabilità del fondo*, in *Giur. comm.* 2016.

RAGAZZINI L., *Trust "interno" e ordinamento giuridico italiano*, in *Riv. not.*, 1999.

RENZULLI V. - TUCCI A., *I fondi comuni d'investimento*, in Lener (a cura di), *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, Torino, 2011.

RESCIGNO P., *Enti di fatto e persona giuridica*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 11-12, 1982-3, II.

RESCIGNO P., *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in AA.VV., *I fondi comuni di investimento nella legge 77/1983*, Firenze, 1985.

RINALDI C., *Il riconoscimento del trust e i poteri del giudice: primi sforzi della giurisprudenza di legittimità*, in *Giust. Civ.*, 2011.

ROPPO E., voce «Responsabilità patrimoniale», in *Enc. del dir.*, vol. XXXIX, s.d., Milano, 1988.

ROPPO E., *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1986.

ROPPO E., *Par condicio creditorum sulla posizione e sul ruolo del principio di cui all'art. 2741 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1981, I. 194

RORDORF R., *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur comm.*, 2011.

SABATELLI E., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995.

SACCO R. - DE NOVA G., *Il contratto*, Torino, 2004, II.

- SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001.
- SANDRELLI G., *Raccolta di capitali e attività di investimento. note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. Soc.*, 2015.
- SANGIOVANNI V., *Il contratto di gestione di portafogli*, in *Riv.dir. banc.*, 2013.
- SANSONE R., *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?*, in *Società*, 2011.
- SANTAGATA R., *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, Torino, Giappichelli, 2008.
- SANTANGELO A., *L'investment trust: profili e strutture comparate*, in *Dir. fall.*, 1982, I.
- SANTORO - PASSARELLI F., *Istituzioni di diritto civile*, I, Napoli, 1945.
- SANTORO-PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, 9a ed., rist., Napoli, 1986.
- SARACENO M., *Le clausole regolative dei rapporti intergestori*, in *Fondazione italiana del notariato*.
- SARCINELLI M., *La Costituzione italiana e la moneta: un incontro mancato*, in *Rivista di Politica Economica*, 2006.
- SCANO A.D., *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011.
- SCHIAVELLO E., *Disposizioni di recepimento della direttiva AIFM*, in *SFEF*, 2014.
- SCHIAVELLO E., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento in una recente sentenza della Cassazione*, in *SFEF*, 2011.
- SCODITTI E., *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario*

finanziario e le sezioni unite, in *Foro.it*, 2008.

SCODITTI E., *Dal contatto sociale all'imputabilità dell'atto illecito: l'obbligazione senza prestazione nell'esperienza giurisprudenziale*, Relazione per l'Incontro di studio sul tema "Illecito aquiliano e ingiustizia del danno", Roma 29- 30 maggio 2008, Consiglio Superiore della Magistratura.

SEMINARA L., *Natura giuridica dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, 2016.

SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000.

SERIO M., *Il nucleo delle situazioni possessorie nel diritto inglese*, in *Eur. e Dir. Priv.*, 2017.

SIGNORELLI F., *La gestione individuale e collettiva del risparmio. Gli intermediari finanziari non bancari*, in *Manuale del mercato mobiliare* (a cura di F. Iudica), Torino, 2012.

SMORTO G., *Reputazione, fiducia e mercati*, in *Eur. e dir. Priv.*, 2016.

SODA A.P., *Commento sub art. 36*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998.

SMITH L., in *Commercial trusts in European Private Law*, (a cura di) M. Graziadei - U. Mattei - L. Smith, Cambridge, 2005.

SPADA O., *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002.

SPADAFORA N. – SCARPA D., *Patrimonio destinato e tutela dei creditori sociali e particolari nelle società di capitali*, in *Riv. dir. Banc.*, 2013.

SPOLAORE P., *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015.

STELLA RICHTER M. Jr, *La governance delle società di gestione del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2009.

STELLA RICHTER M. Jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I.

TAMBURRINO G., *Persone giuridiche. Associazioni riconosciute. Comitati*, in *Giur. sist. civ. e comm.* diretta da Bigiavi, Torino, 1997.

TONDO S., *Ambientazione del trust nel nostro ordinamento e controllo notarile sul trustee*, in I. Beneventi (a cura di), *I trusts in Italia oggi*, Milano, 1996.

TONDO S., *Riconoscimento del trust nel nostro ordinamento*, in Aa.Vv., *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano, 1991.

TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, in A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999.

TORRONI A., *Vincoli di destinazione ex art. 2645-ter c.c.: un tentativo d'inquadramento sistematico con lo sguardo rivolto al codice civile*, Relazione al Consiglio Notarile di Bologna presso la Scuola di Notariato *Rolandino Passaggeri* di Bologna il 26 novembre 2012.

TRIMARCHI V.M., voce «*Patrimonio (nozione generale)*», in *Enc. del dir.*, XXXII, Milano, 1982.

TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2007, II.

TUCCI A., —*Servizio*” e “*contratto*” nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, Torino, 2011.

TUCCI A., voce *Fondo comune di investimento*, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, *Dizionari del diritto privato*, Milano, 2011.

UGOLINI S., *Il trust e la nuova legge francese sulla fiducie*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2008.

URBANI F., *L'autonomia patrimoniale dei fondi comuni d'investimento: un (possibile) revirement giurisprudenziale*, in *Banca e finanza*, 2016.

VELLA F., *Le Autorità di vigilanza: non è solo questione di architetture*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2007, 2.

VELLA F. - GHETTI R., *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2016.

VENOSTA F., *Prestazioni non dovute, "contatto sociale" e doveri di protezione "autonomi"*, in *Eur. e Dir. Priv.*, 2014.

VISENTINI G., *Riflessioni in tema di fondi comuni di investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969.

VOLPE PUTZOLU G., *Fattispecie di "separazione patrimoniale" nell'attuale quadro normativo*, in M. Bianca (a cura di), *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione. L'art. 2645 ter del codice civile*, Milano, 2007.

VON SAVIGNY F.C., *Sistema del diritto romano attuale*, trad. it. di Vittorio Scialoja, I, Torino, 1886.

WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in Benazzo-Patriarca-Presti (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003.

ZACCARIA A., *«Diritti soggettivi senza soggetto» e soggettività giuridica*, in *Studium iuris*, 1996.

ZACCHEO M., *Gestione fiduciaria e disposizione del diritto*, Milano, 199.

ZACHARIE, *Handbuch des Französischen Civilrechts*, Heidelberg, 1827.

ZATTI P., *Persona giuridica e soggettività*, Padova, 1975.

ZETZSCHE D., *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen, 2015.

ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni*

separati della società per azioni, in Riv. dir. civ., 2002.

ZOPPINI A., *Le fondazioni. Dalla tipicità alle tipologie*, Napoli, 1995.

**“SOCIETA’ DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO E FONDI
COMUNI DI INVESTIMENTO
AL VAGLIO DELLE CATEGORIE DI DIRITTO PRIVATO”**

LINGUA ITALIANA / INGLESE

**CORSO DI DOTTORATO DI RICERCA IN
DISCIPLINE GIURIDICHE**

CURRICULUM
DIRITTO PRIVATO PER L'EUROPA

CICLO XXX

**“SOCIETÀ DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO E FONDI
COMUNI DI INVESTIMENTO
AL VAGLIO DELLE CATEGORIE DI DIRITTO PRIVATO”**

Dottoranda:

Alessia Salamone

Tutor:

Chiar.mo Prof. Andrea Gemma

Coordinatore:

Chiar.mo Prof. Giuseppe Grisi

A.A. 2016/2017

“SOCIETÀ DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO E FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO AL VAGLIO DELLE CATEGORIE DI DIRITTO PRIVATO”

INDICE

Introduzione

CHAPTER I Collective Asset Management

1. Saving: a legal asset with constitutional relevance.....	6
2. Asset management: from the "financial revolution" of the eighties to the issuance of Legislative Decree no. 58/1998 (TUF).....	9
3. Asset Management Companies between national and European law: Functional and Structural Features	17
4. Conflicts of interest in the collective asset management: the organisational requirements	20
5. Conflicts of interest in collective asset management: the rules of conduct	25
6. The object of managing activity: the Undertaking for Collective Investment (UCI/Oicr)	32
7. The setting up of the mutual investment fund: the Fund Regulations between “statute” and “contract”	39
8. Collective Asset Management: an overview of characterising profiles	46

CAPITOLO II La Natura Giuridica dei Fondi Comuni di Investimento: una proposta ricostruttiva

1. Il fondo comune di investimento: profili problematici.....	48
2. Verso la “specializzazione della responsabilità patrimoniale”	51
3. Le articolazioni della segmentazione patrimoniale.....	56
3.1 <i>Patrimoni segregati</i>	57
3.2 <i>Patrimoni autonomi e Patrimoni separati</i>	62
4. Il fondo comune di investimento nelle elaborazioni dottrinali.....	70

5. L'intervento della Suprema Corte di Cassazione	78
6. La natura giuridica del fondo comune di investimento nella prospettiva della Suprema Corte: profili critici ed insufficienza del modello dominicale	82
7. Verso una nuova concezione del fondo comune di investimento: una questione di metodo	90
8. La ricostruzione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento al vaglio dei recenti arresti della giurisprudenza di merito	96
9. I profili applicativi: la trascrizione degli immobili facenti parte dei fondi immobiliari	99

CHAPTER III

The Reconstruction of Relational Profile of Collective Asset Management

1. Relevant relational cases in the managed asset sector	102
2. Collective Asset Management and private mandate in comparison	103
3. The relationship between Sgr and the mutual investment fund	110
4. The relation between Sgr and the investment fund's investors	112
5. The relationship between the mutual investment fund and the investors	116

CAPITOLO IV

Profili di Responsabilità nel Settore del Risparmio Gestito

1. Gestione collettiva del risparmio e responsabilità	119
2. Il regime di responsabilità <i>ex art. 36 TUF</i>	121
3. La responsabilità degli Amministratori della Sgr per <i>mala gestio</i>	130
3.1 La pronuncia del Tribunale di Milano dell'11 maggio 2015	134
3.2 La ricostruzione del sistema di responsabilità degli Amministratori della Sgr verso i partecipanti ai fondi comuni di investimento	136
4. Una particolare fattispecie di responsabilità: la responsabilità dei partecipanti ai fondi chiusi nei confronti della Sgr	142

<i>Conclusioni</i>	146
--------------------------	-----

<i>Riferimenti bibliografici</i>	150
--	-----

Introduzione

La gestione collettiva del risparmio mediante fondi comuni di investimento è un tema di studio estremamente affascinante per gli studiosi di diritto privato: indagare su di un fenomeno articolato e complesso di matrice economico-finanziaria come quello gestorio offre al giurista interessanti spunti per vagliare, nel contesto del vigente quadro normativo nazionale ed europeo, la tenuta delle categorie dogmatiche tradizionali rispetto alle moderne istanze provenienti dai mercati finanziari.

Oggi più che mai, infatti, si richiede ai giuristi la messa a punto di modelli quanto più snelli e flessibili, in grado di adattarsi alla naturale mutevolezza del fenomeno economico e capaci di garantire la speditezza dei traffici commerciali e la comunicazione trans-nazionale, nell'ottica di consentire alle nazioni il potenziamento di sinergie economicamente vantaggiose a beneficio della collettività. Ora, i tradizionali modelli che marcano il sistema privatistico si rivelano spesso insufficienti a cogliere le dinamiche di funzionamento di fenomeni eclettici che, proprio per la connaturale essenza economica, non si prestano ad essere inquadrati secondo la sistematica di diritto privato.

Innanzitutto a questa nuova realtà il giurista di diritto continentale, proveniente da un contesto culturale che ha fatto dell'assolutezza di categorie assiologiche quali la "soggettività giuridica, l'unità patrimoniale, la declinazione della relazione tra soggetto e patrimonio secondo il canone dell'appartenenza" la base fondante del proprio ragionamento giuridico, non può che essere colto da un profondo senso di smarrimento. La macchina giuridica fa fatica a metabolizzare la centralità dei fenomeni produttivi nel moderno contesto economico-sociale e stenta a compiere il passaggio dalla visione statica a quella dinamica dei processi che sola consentirebbe una lettura dei nuovi fenomeni aderente alla realtà.

Il maturare di una sempre maggiore consapevolezza circa l'inadeguatezza delle categorie ed il venir meno del conforto delle strutture dogmatiche evocano, poi, un interrogativo più generale nella misura in cui inducono il giurista a chiedersi se ed in che termini possa discutersi oggi di una "crisi del diritto privato" innanzi al proliferare di nuovi fenomeni economici refrattari ad operazioni di sistematica sulla scorta dei modelli tradizionali. Eppure, svariate sono le questioni ermeneutiche di diritto privato che la

disciplina della gestione collettiva del risparmio solleva e che, in assenza di un organico quadro normativo *ad hoc*, è compito del giurista affrontare e risolvere. Basti pensare all'inquadramento delle società di gestione del risparmio, organizzate sì in forma di società per azioni ma il cui oggetto sociale sembra arricchirsi dell'ulteriore contenuto della "cura degli investitori", piuttosto che alla dibattuta questione circa la sussistenza o meno di soggettività giuridica in capo ai fondi comuni di investimento o, ancora, alla natura contrattuale o meno del Regolamento del fondo, alla ricostruzione dell'assetto relazionale che gravita intorno al fenomeno gestorio ed alla sottesa questione dell'applicabilità della disciplina civilistica del mandato, senza dimenticare, da ultimo, l'annosa problematica del regime di responsabilità connesso all'inadempimento dell'obbligazione gestoria e *mala gestio* del fondo. *Quid iuris?*

Sembrerebbe, invero, che il mutato assetto economico-sociale e la centralità dei mercati richiedano all'interprete l'uso di una chiave di investigazione del sistema alternativa che superando, senza tuttavia rinnegare, le tradizionali categorie dogmatiche, tenga conto dei profili di specialità dei fenomeni di matrice economica. Insomma, gli istituti di diritto privato non sono illimitatamente malleabili e occorre chiedersi fino a che punto "stressare" i modelli sia attività utile al perseguimento del fine. Il rischio è quello di snaturare le categorie tradizionali laddove, piuttosto, sembrerebbe più opportuno assumere una prospettiva di indagine che ne valorizzi il senso storico allo scopo di cogliere, prima, l'essenza dei nuovi processi e risolvere, poi, le plurime questioni ermeneutiche sollevate da un quadro normativo significativamente lacunoso e frammentato.

Si vedrà, quindi, come nel settore di indagine il giurista sia chiamato ad una rimeditazione della funzionalità degli istituti tradizionali che qui si vestono di nuovi contenuti e significati; ove, diversamente, si ostinasse a propugnare un'impavida difesa del proprio dogmatismo, il giurista non farebbe altro che abdicare alla missione di integrare il diritto positivo assegnatagli dell'ordinamento, così perdendo definitivamente la sfida di contribuire a sistematizzare un fenomeno eclettico *sui generis* come quello in esame.

In questo contesto, il presente lavoro si propone di indagare i temi della gestione collettiva del risparmio nei fondi comuni di investimento con un approccio metodologico che mira ad un'analisi sistematica del fenomeno rifuggendo, tuttavia, ogni forma di

“accanimento dogmatico” che rischierebbe, qui più che altrove, di risultare fuorviante e controproducente.

Nell’ottica dichiarata, la prima parte prende avvio dall’esame critico dell’impianto normativo nazionale e sovranazionale che regola la gestione collettiva del risparmio e gli operatori del settore - le società di gestione del risparmio - al fine di acclararne la *ratio* e mettere in risalto le peculiarità funzionali del fenomeno.

La seconda parte è invece dedicata all’analisi dei fondi comuni di investimento, ponendo particolare attenzione alla struttura ed alla funzione che l’istituto assolve nel settore del risparmio gestito; muovendo dal dato normativo di riferimento, l’intento vuole essere quello di inquadrare la natura giuridica del fondo comune di investimento mediante un’analisi di tipo comparativo che raffronti l’istituto con altre fattispecie di “patrimoni segmentati” allo scopo di coglierne affinità e singolarità, sulla scorta delle elaborazioni dottrinali, degli arresti giurisprudenziali e dell’evoluzione normativa sul punto. Siffatta analisi, infatti, si pone come necessaria e propedeutica alla ricostruzione dell’assetto dei rapporti che legano la Sgr al fondo ed ai partecipanti e, dal canto loro, i partecipanti al fondo.

Nell’ultima tappa dell’itinerario di indagine tracciato l’analisi si focalizzerà, invece, sulla valutazione dell’incidenza delle tesi sostenute sul regime di responsabilità dei gestori. In particolare, verrà presa in esame, dapprima, la fattispecie della responsabilità della società di gestione nei confronti sia dei terzi, sia degli investitori; si procederà poi a vagliare l’ammissibilità di un’autonoma ipotesi di responsabilità diretta degli amministratori delle Sgr nei confronti dei partecipanti ai fondi e, da ultimo, la configurabilità di una peculiare fattispecie di “responsabilità inversa” dei partecipanti ai fondi chiusi nei confronti del gestore.

CHAPTER 1

Collective Asset Management

§ § §

1. Saving: a legal asset with constitutional relevance

A legal reflection that seeks to investigate the issues of collective asset management and to reconstruct, on a systematic basis, its assumptions, operating mechanisms and purposes can only move from the preliminary analysis of what is the object of collective management: the concept of "saving".

Initially reconstructed in exclusively macroeconomic terms, such as resource allocation and, at the same time, as the result of the same activity, functionally destined to fuel the production cycle, the concept of "savings" has acquired its own legal dignity until having established itself in the constitutional dimension firstly as a good protected by the legislator¹.

It is through this new role that the 'saving' has exerted a significantly attractive force for the legal scholars; it has then become the protagonist of sophisticated doctrinal explorations² directed towards defining its function in the contemporary social-economical context. Within the scope of this reflexion, it has correctly been observed that the concept of saving must be read in two ways: from a private law point of view, it is a static form of private property of those individuals who have accumulated wealth; from a public law point of view though as well, it is a dynamic legal asset which, in harmony with the protection of credit and monetary stability, is instrumental to the conservation and promotion of the economic and social structure. This means that a high level of savings from the individuals is capable of returning significant benefits to the entire

¹ Art. 47 of the Constitution reads as follows: "*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*". The choice of the Legislator of constitutionalizing the protection of savings is a unique initiative (with the exception of Portugal) in the European scenario.

² F. GUIZZI, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in Il Filangieri, n. 2-3-4/2005, p. 172; C. BUZZACCHI, *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 cost. e funzioni della banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della repubblica e ordinamento dell'unione*, in *Costituzionalismo.it*, fasc. 2/2016.

economical system, benefits which are then turned into advantages for the whole community.

Hence this is the reason behind the protecting attitude of the legislator towards savings. Particularly, the regulatory interventions in this field have been split towards two directions: on the one hand, they have tried to foster the preservation of resources from direct and immediate consumption by promoting practices of financial accumulation; on the other, these same interventions have tried to predispose appropriate devices to protect savers from putting their set aside wealth in unjustified danger. From this perspective, the protection of savings is resolved in a contextual satisfaction of public and private interests; this fulfilment is functional to the more general safeguarding stability both of the market and of the entire economic and financial system, for the the entire collectivity to benefit from.

A not too different situation can be found in Europe. Although the Law of Treaties does not protect savings per se considered, it can't be said that this asset lacks of legal cover in the European legislation. The silence of the European legislator can easily be explained, on the one hand, in virtue of the attention that the European law pays to the macro system of the "internal market"³; this is inspired by values of productivity and competitiveness, in the domain of which the protection of savings is destined to remain absorbed. On the other hand, this silence can be explained by the significant regulations, with regard to the protection of the consumer, which pass first and foremost through the regulation of markets (and therefore of savings); the aim of these regulations is to guarantee the markets' smooth running in order to safeguard and benefit the weak contractual part in commercial transactions.

The perspective of those who, expressing the savings-market relation in terms of 'tool-aim', have supported the idea that the European legislator meant to indirectly protect the assets is therefore perfectly understandable; this same legislator would have protected the assets via the regulation of the market and the discipline of the consumer, the latter

³ The Art. 3 TUE declares that: "*l'Unione si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente*". J. ZILLER, *La tutela del risparmio*, cit., pp. 21 ss. Also, see articles 44, 47 co. 2, 55 e 95 TCE.

being so massively influential to justify the overlap, in the European system, of the notion of ‘consumer’ over ‘saver’⁴.

The outlined argumentative path allows to take another step.

Assets understood in their ‘dynamic’ dimension imply the existence of a system – the “asset market” (in the sub-joints of the banking, insuring and capital market) – in which savers and intermediary cooperate under the lead of a precise allocation of functions: the set aside wealth is given by the former to industry technicians for either conservation and/or reallocation. Clearly, then, the system wants to assign to the intermediaries the role of ‘protagonists’ of the relevant market: as collectors and managers of assets, they provide a service of constitutional relevance the efficacy of which depends on the good operation of the markets⁵.

In this context, the sensitivity of the interests at play underlies a need for protection of the phenomenon which, in the context of freedom of economical initiative, expresses itself in a twofold direction of (a) prevision and (b) control. It is necessary, regarding the intermediaries, to anticipate specific requirements of professionalism and expertise aimed at avoiding the devaluation of provisions and at promoting their profitability; on top this, general behavioural rules of correctness, diligence, transparency and information for the savers in the operations of asset management should be taken into consideration as well. The second direction in which this need is expressed is towards the control and supervision of the asset market as the field on to which the game over the efficacy of the economic system and of the competitiveness of the nation is played.

⁴L. DI NELLA, *Mercato e autonomia contrattuale nell'ordinamento comunitario*, Napoli, 2003, p. 181; S. DETTORI, A. ZITO, *Risparmio* (tutela del), cit., pp. 1745 ss., per un’analisi della politica comunitaria in ambito di servizi di investimento e mercati mobiliari a partire dal Piano di azione del 2000 intitolato *Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d’azione*.

⁵The survey will be limited to the financial market, interested sector for the purpose of this work. Particularly, the financial market is defined in literature as “l’insieme degli scambi e delle attività aventi ad oggetto i valori mobiliari o gli strumenti finanziari”. ART. 1 of the TUF, commi 1 bis, 1 ter e 2, defines the property values and the financial instruments; on top of actions and obligations (art. 1, comma 1 bis, lett. a) e b), government securities feature as well (art. 1, comma 1 ter), units in collective investment undertakings (art. 1, comma 2 lett. c) and derivative instruments for the transfer of credit risk , cc.dd. derivative (art. 1, comma 2, lett. h). In the financial market the main operators are the financial issuers and intermediaries: whilst the former are enterprises that issue transferable securities and financial instruments, the latter provide to the distribution and placement of such assets at the savers. The financial intermediaries play a vital role in the management of savings because they enable the meeting between the supply of transferable securities or financial instruments input in the market by inputting enterprises and the demand originating from the savers, in a perspective of containment of the risk through the diversification of investments.

From a practical point of view, such need for protection requested then the awarding of the role of verification both of the possession for intermediaries of the technical requirements prescribed by primary and secondary regulations, and also of the correctness of their operating in the area of asset management activities, with the final goal of the efficiency and good functioning of the markets through specific structures – Consob and the Banca d'Italia, each with its own competencies.

2. Asset management: from the "financial revolution" of the eighties to the issuance of Legislative Decree no. 58/1998 (TUF)

Historically, the asset management service posed as individuals assets management⁶, consisting of the supply of services and investment activities⁷ that concerned financial instruments requested by individual investors; this service has typically been characterised by those investors' power to issue binding instructions to the intermediaries in regards to the operations that must be executed.

However, individual assets management through banking channels has always constituted a particularly expensive service (due to the capitalisation required and to the management expenses of the banking enterprises⁸) that badly suited the savers' needs, them being careful in the individuation of financial investment forms able to preserve the real value of their wealth and, with time, increase it. Therefore, savers' interest incrementally moved towards the pursuit of alternative channels to employ the accumulated wealth; these alternatives would then be suitable to face the investment

⁶ The exercise of said activity is reserved – in accordance with the artt. 18 and 19 TUF – solely to investment enterprises - Società di Intermediazione Mobiliare (SIM) and foreign investment enterprises – and to banks, that proceed following authorisation of Consob, after communicating with the Banca d'Italia.

⁷ According to art. 1, comma 5, TUF, "Investment services and activities" shall mean the following activities where they concern financial instruments: a) dealing for own account; b) execution of orders for clients; c) subscription and/or placement with firm commitment underwriting or standby commitments to issuers; c-bis) placement without firm or standby commitment to issuers; d) portfolio management; e) reception and transmission of orders; f) investment consultancy; g) management of multilateral trading systems

⁸ M. PROSPERETTI - A. COLAVOLPE, *I gestori del risparmio non bancari e i canali di distribuzione*, Ipsa, 2012.

demand with structures leaner in terms of organisation, management and control authority.

In this context, an effective answer has come from those enterprises working in the field of collective asset management that, because of the peculiar characteristics of their service, are capable (rather than the banking ones) of distributing the fixed costs of an administrative savings activity among a high number of investors, which means optimising the revenues. Another aspect was also crucial in favour of collective asset managers: the research of new investment methodologies, combined to other contingent factors (such as, for instance, inflation, technological progress, interest rates, the involvement of public market powers⁹) triggered, beginning in the 80s, a financial innovation process that has revolutionised the layout of financial markets and has definitely consecrated the success of the collective asset management's model.

It has to be highlighted here that from early on, being an organic discipline of financial activities absent¹⁰, such mode was characterised by being utterly 'wild' (pardon the expression): the demand for innovative financial instruments had, in fact, been the leverage for the proliferation of unprecedented figures of non-bank intermediaries, carrying on activities consisting of heterogeneous and complex transactions whose common roots were exclusively found in their possibly being performed by anyone, outside of any sector authorisation and regulation. From this, the barbarisation of the entire financial system: the sovereignty of the "jungle of non-bank financial assets" which found in its practice its only disciplinary source came alongside traditional activities. In other words, circumstances were not properly propitious for the market development.

In this context, the friction with the constitution was inevitable. As it has already been said, the constitution requires that the assets' economical redeploying happens in a regulated context and under the surveillance of competent authorities; the reasoning

⁹ On the major causes of financial innovation that began at the beginning of the eighties there is a substantial convergence of opinions in doctrine. For further information, T. PADOA SCHIOPPA, *Sistema finanziario e regolazione*, in *Banca d'Italia*, Boll. Econ, 1988 n. 11 41 e ss.; G. ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano, 1988, 216; S. PREDA – L. ANDERLONI – C. PORZIO, *L'innovazione finanziaria in Italia: un'analisi empirica*, in Preda (a cura di), *L'intermediazione finanziaria in evoluzione. Un osservatorio internazionale*, Milano, 1988, 4.

¹⁰ The regulation in question was reduced to L. 23 March 1983, n. 77, " Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare " which had set up a special company for the management of savings organized in the form of SpA.

behind this doesn't only aims to protect the individuals, but it also creates a favourable substrate for a more efficient market functionality.

Even by looking at the experience recorded in other European states, a structured legislative intervention to systematise a sector, that had been left, up to that moment, to the disorganised anarchy of technical experts of the field, was much needed; this intervention was supposed to be able to transform the changes of the socio-economical tissue into punctual and coherent laws, and it is at that point that the first legal interventions of the field took place¹¹.

Two different goals were achieved by the legislator within this reformative process: on the one hand, a minimal regulation for all those subjects that were operating in the financial sector but were not already subjects of special laws (similarly to French and English models based on a multifunctional but still specialised intermediary¹²) was established; on the other, all the operators already object of regulation on the basis of special laws were removed from the scope of application of the new discipline.

The result has not been optimal, though. An excessively strict system came out of there, focused on an operative specialisation of the intermediaries – who could alternatively manage transferable securities, real estates, open-ended or close-ended funds – that slowed down financial operations and stopped the development of financial markets.

Critical aspects of this system were highlighted and soon enough it became clear that the strict segmentation of the activities exercisable by asset managers – on which the L. n. 77/83 was based – was not going to be able to insure and promote the competitiveness of the national intermediaries; it would have been more convenient instead to reform the discipline in the sense of bringing the various subjective types into

¹¹ Reference is made, in particular, to L. 2 January 1991, no. 1 "Disposal of brokerage business and provisions on the organization of securities markets"; the d.l. 3 May 1991, n. 143, "Urgent measures to limit the use of cash and bearer securities in transactions and to prevent the use of the financial system for money laundering", converted with L. 5 July 1991, no. 197, Chapter II of which was subsequently transposed, albeit with certain modifications, in Title V of the TUB; Legislative Decree no. 84 of 25 January 1992, "Implementation of Directives No 85/611 / EEC and No. 88/220 / EEC on collective investment in the form of a variable-value investment company (SICAV); , No. 344, "Establishment and discipline of closed mutual funds", Law 86 of 25 January 1994, "Establishment and discipline of closed mutual investment funds".

¹² G. FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari e il testo unico* in AA.VV., "La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al testo unico della finanza" curated by Ferrarini e Marchetti, Roma, 1998, p.28.

one single multifunctional manager, authorised - with prior permission - to manage individual portfolios as well as others' collective assets, being the use of assets received in closed-ended funds rather than open-ended ones completely indifferent for the purposes of the applicable discipline.

Two essential instances have defined this new process of law innovations: (i) the issuing of the TUB in 1993 that delivered the passage from a fragmentary sectoral legislation to an organic system; and (ii) the d.lgs. 23rd of July 1996, n. 415, which started that legislation reform which would have eventually peaked with the issuing of the d.lgs. 24th of February 1998, n. 58, better known as the Testo Unico della Finanza (TUF).

It has exactly been via the issuing of the TUF that the process of integration of the collective asset managers reached its maximum completion. As a matter of fact, the present formulation of the art. 32 *quater* TUF ("Reserve Assets"), Title III ("Collective Asset Management", identifies and defines those subjects that the Banca d'Italia, after having spoken to the Consob, can authorise to professionally exercise collective savings management services, distinguishing between the asset management companies (Sgr), the open-ended investment companies (SICAV), the investment companies with fixed capital (SICAF), the EU companies that manage Italian UCITS, the EU and the NON EU GEFIA that manage an Italian FIA¹³. The reserve assets seems explainable with the *c.d. need for protection* of the investors and, in other words, with the need (also felt by the legislator) of letting only highly qualified subjects carry out potentially dangerous activities in order

¹³ These are: (i) collective investment undertakings in Italian securities (UCITS): the common investment fund and the SICAV falling within the scope of Directive 2009/65 / EC (Article 1 (1) (m) TUF); (ii) EU FIA Manager (GEFIA UE): the company authorised under Directive 2011/61 / EU in an EU country other than Italy, which carries on the management of one or more FIA (Art. 1 (1) (p) TUF); (iii) Non-EU FIA Manager (non-EU GEFIA): a company authorised under Directive 2011/61 / EU with registered office in a non-EU country that carries out management of one or more FIA (Article 1, paragraph 1 (q) TUF); (iv) "Alternative Italian OICR" (FIA Italian): the joint investment fund, the SICAV and SICAF falling within the scope of Directive 2011/61 / EU (Article 1 (1) (m)) TUF). Except for SGR, SICAV and SICAF, other entities can now be authorised to carry out management activities in Italy under the new rules governing the cross-border operation of financial intermediaries as per Directive 2009/65 / EC (AIFMD), implemented by D. Lgs. Of March 4, 2014, no. 44. For the sake of completeness, it should be noted here that a further step towards the complete homogenisation of the manager has been made with the Banca d'Italia's decision of 21 June 2007 amending the then existing Regulation of 14 April 2005 on collective asset management. At that venue, the reserve of assets provided for by the secondary legislation in favour of the speculative SGR, companies exclusively authorised to manage the homonym funds.

to minimise the risk of losing investment value, absolutely coherently with the constitution¹⁴.

The elaboration of a *corpus* of diverse sectoral rules aimed to ensure a careful enterprise management (or, according to an economic and legal conception, a reduction of those “transaction costs” linked to one of the “agency” conflicts usually found in companies characterised by the separation of property and control¹⁵) had the positive effect of generating trust in the financial market operators, ensuring a significant expansion of the assets market for the benefit of the entire economy, as expected. The analysis of the national market trends recorded – at least up to the financial crash of 2007¹⁶ - a progressive growth of the assets entrusted to the collective management¹⁷.

¹⁴ The legislator technique - fully shared - complies with the Constitution: an assets protection can only go through the regulation and supervision of the sector in order to prevent becoming true of forms of abuse perpetrated by intermediaries. The sector supervision is entrusted to two competent Authorities, Banca d'Italia and Consob, on two levels: (i) in principle, by controlling access to the market (authorisation for the exercise of the activity - art 34 TUF); (ii) during the provision of services, through the exercise of supervisory powers, c.d. "Permanent vigilance". Article. 5 TUF, in fact, between the purposes of the supervision expressly provides, b), the protection of investors.

¹⁵ In general, L. ENRIQUES - H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class, in R. Kraakman - J. Armour - P. Davies - L. Enriques - H. Hansmann - G. Hertig - K. Hopt - H. Kanda - E. Rock, The Anatomy of Corporate Law, Oxford, 2009, 79 s.; C. ANGELICI, La società per azioni, Principi e problemi, in Trattato di diritto civile e commerciale, already directed by A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni and continued by P. Schlesinger, Milano, 2012, 401 s., 420 ss.; G.C. RIVOLTA, Diritto delle società. Profili generali, in Trattato di diritto commerciale, founded by V. Buonocore, directed by R. Costi, Torino, 2015, 219; A. CETRA, La persona giuridica amministratore, Torino, 2013, 132.

¹⁶ The report drawn up by the Italian Banking Working Group on the Banca d'Italia's initiative in February 2008 identifies three main causes underlying the crisis of mutual funds: (i) a distribution structure mainly centred on banks and intermediaries controlled by banking groups; (ii) asymmetries in transparency regulation and (iii) a tax regime for Italian mutual funds less favourable than that for foreign funds.

¹⁷ The regulatory asymmetries regarding transparency between mutual funds have been largely removed by the Consob Communication 2 March 2009, no. 9019104, which, in the framework of the transposing legislation of the c.d. MiFID I has established rules of conduct to be met by intermediaries in placing low-liquidity products in order to provide truthful, detailed, and accurate information to the customer.

At the European level, other actions aimed at supporting the collective management market development, deserve to be included:

- (i) Directive 2009/65 / EC, c.d. UCTIS IV, introducing a number of measures to promote greater integration of the European managed savings market with cross-border operations of management companies. In this respect, the Directive recognises the full functioning of the European "passport" for management companies already introduced under the c.d. Directive. UCTIS III; harmonises the merger procedures of cross-border UCITS; create structures c.d. “master feeder”, which may invest at least 85% of their assets in another fund, defined as master, in derogation of the portfolio diversification rules that characterise the management of UCITS. For the remaining percentage of assets ($\leq 15\%$), the Directive also lays down constraints that allow the ‘feeder’ to invest solely in liquid assets or derivative financial instruments for hedging purposes);

-
- (ii) Directives n. 2010/42 and 2010/43 which among other things attribute to management companies the establishment of harmonised UCIs in a country other than the settlement country and dictate rules on the organisation and controls of SGRs and UCIs risk management;
 - (iii) Directive 2011/61 / EU, c.d. AIFMD, which modified the discipline on fund managers c.d. alternatives (ie those "non-UCTIS"). As suggested in the same section of the rule, it is concerned not only with the alternative investment funds (hereinafter also referred to as "FIA"), because of the great heterogeneity of the same in the various Member States of the Union which would complicate its harmonisation (recital 10 of the Directive), but its managers (hereinafter also referred to as "GEFIA"). The scope of application of the Directive is therefore limited to FIA managers. The latter are identified by "difference" as those funds that are not the Investment Property Bodies referred to in the cd directive. "UCITS IV", ie hedge funds, private equity funds, venture capital, real estate, commodities, infrastructure and other types of institutional funds. This discipline is concerned with regularising and rationalising the fulfilment of Community managers by centralising the authorisation to manage and market the functions of the GEFIA Home Authorities. The Directive also aims to bring the GEFIA's solidarity and transparency regime into line. The Community scheme is subject to certain temperaments or GEFIA dimensional thresholds or the nature of the investors to which the FIA shares are marketed. Such discipline does not apply (ex Article 3 of the Directive) to those GEFIAs which will manage FIA should have as their sole investor the GEFIA themselves, their parent companies, their subsidiaries or affiliates, provided none of these investors is an FIA for itself. GEFIA must ensure an apical remuneration policy that reflects sound and effective risk management and does not encourage risk taking that is inconsistent with the profile of managed funds; an effective policy for the management and disclosure of conflicts of interest according to a similar scheme to what was already known in the Italian experience with Art. 25 of the Joint Regulations of the Banca d'Italia and Consob of 29 October 2007 on the organisation and procedures of intermediaries; a risk management and liquidity policy; organisational arrangements appropriate and appropriate for the good management of funds;
 - (iv) Directive 2014/61/ EU, c.d. AIFMD, which introduces a harmonised "European passport" regime for operators and a harmonised regulatory framework for all alternative product managers with a view to improving the functioning and transparency of alternative fund managers. The Directive applies to non-EU GEFIA and GEFIA which manage and/or market FIA EU;
 - (v) Directive 2014/65 / EU, c.d. MiFID II, in accordance with the provisions of Art. 9 of the European Delegation Act 2014. In fact, Directive 2004/39 / EC on financial instruments markets (MiFID I) has been partly reintroduced in the so-called Directive. MiFID II and partly replaced by Regulation (EU) No. 600/2014 (the so-called MiFIR). With subsequent acts - Directive 2016/1034 / EU and Regulation (EU) 2016/1033 - the date of application of MiFID II and MiFIR was fixed on 3 January 2018. The new regulation, in pursuit of the same aims of MiFID I - creating a single market for financial services in Europe to ensure transparency and investor protection - confirms the fundamentals of 2004, providing for provisions requiring precise investment information providers to provide information to their customers by dictating discipline of potential conflicts of interest between the parties and requiring a proper profiling of the saver. In this context, MiFID II further strengthens investor protection, in particular by anticipating product governance measures and product intervention powers, and by introducing independent advice and reducing the scope of execution only through a further delimitation of the category of qualifying financial instruments as "non-complex" (ie, bonds and other debt securities not listed on a regulated market - or on an equivalent market in a non-EU country - or on a multilateral trading system as well as instruments incorporating a derivative or structure that make it difficult for the customer to understand the risk associated with the operation, the structured UCITS referred to in the second subparagraph of Article 36, p. 1, of Regulation n. 583/2010 as well as structured deposits). In particular, 'product governance' is articulated in a set of rules and requirements that, in order to prevent or otherwise contain

If this is the situation – and if the economic development derives in some way from the legal and systematic efficiency – it could then be possible to state, in an ongoing perspective, that the ability of single nations to adopt strategic choices for the achievement of costs and revenues synergies would be improved through constant legal rationalisation (if combined with a neat transnational information flows that permitted the circulation of models); this could then represent the key to increase market efficiency and competitiveness with less difficulty and the containment of costs.

However, it cannot be said that the legislator learnt from the past: nearly twenty years after its entry into force, the TUF's action of systematising the savings market has remained an isolated case in its specific field. Despite the profound changes that have marked the economic and social fabric, the savings market is faced now with fragmentary regulatory interventions; these interventions operate on specific and contingent aspects, but don't have power – as instead they should – to organically control the same management activities on which the challenge of efficient protection of savers, the confidence in companies and the momentum of the markets is played.

It must be added that, despite the significant expansion of the savings market, the legal aspect of a phenomenon, first of all economic, has not been subject to homogeneous and in-depth studies. Still, from the point of view of the legal and systematic classification, the phenomenon of the collective asset management poses many interesting problems to the law scholar that approaches the subject critically, if not to resolve them (this would probably be a way too ambitious project), at least to analyse them proactively and in a reconstructing way, keeping in mind the compared figures¹⁸.

mis-selling phenomena, require intermediaries to comply with a set of organisational and conduct rules that concern not only the distribution phase, but also the collective implementation of the financial instruments to be devoted to customers.

- (vi) Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council c.d. UCTIS V aimed at increasing the level of harmonisation of the UCITS custodian's discipline, providing the management companies with sound and prudent remuneration policies and incentives, and strengthening the sanctions regime, as well as the powers of intervention of the national and European Supervisory Authorities. The transposition of the Directive into the domestic regulatory system led to the revision of the TUF, the Banca d'Italia-Consob Regulations of 29 October 2007, as subsequently amended and amended ("Joint Regulations"), Banca d'Italia Rules on Collective Management of saving, Consob Regulation of May 14, 1999, no. 11971 (c. "Issuer Regulations").

¹⁸ In Europe, the phenomenon of collective asset management is subject to a large body of common rules aimed at the harmonisation of domestic disciplines in order to facilitate trade and facilitate the integration of financial markets, while safeguarding savers from abusive and opportunistic conduct by intermediaries (see note n.16).

Before trying any systematic conclusions, in the kind of investigation offered here, there seems to be three different aspects onto which reflect:

- (i) there is first and foremost the need to investigate the characteristics and operating mechanisms of assets management companies that savers give their wealth to in function of the yield of an annuity by investing, not in the perspective of conducting a case-by-case investigation, but rather of grasping and outlining the structural and functional peculiarities of collective asset management;
- (ii) At the same time, it is important to better understand the instrument through which collective management is carried out in order to clarify the operating methods and purposes of the UCIs;
- (iii) then, the dogmatic problem of the legal nature of the common investment fund can be isolated, given that it is necessary to look at the reasons why it is considered that the theories developed by the dominant doctrine are not shared or the solution adopted by the Supreme Counsel in the sole arrest on the topic.

In common law systems, however, the original paradigm of collective asset management is represented by the Trust: generally speaking, cc.dd. Unit trusts (UK), in which a professional trustee - in turn, a capital company - is responsible for managing the assets of the fund in the interest of the beneficiaries who subscribe (buy) a stake. The amount paid by the subscriber-beneficiary becomes the property of the trustee, who invests it according to the criteria indicated; the resulting income is available to beneficiaries-subscribers, who can surrender their unit (in the open-ended model, the trust manager is obligated to buy it): cfr. M. KOVE - G. BOGERT, *The Law of Trusts and Trustees*, Eagan (MN), 2007-2013; D. WATERS, *The Institution of the Trust in Civil and Common Law*, in *Recueil de Cours* (1995), 327; R. SITKOFF, *Trust as "Uncorporation": A Research Agenda*, in *U. Ill. L. Rev.* (2005), 38 In addition to the unit trust, the English system also knows the investment trust, which, despite the denomination, is a closed-ended capital company, as well as the investment company ("Open-Ended Investment Company"), introduced positively in the transposition of European law. E. LOMNIKA, *Collective Investment Schemes*, in *Financial Services Law*, curated by G. WALKER - R. PURVES - M. BLAIR, Oxford, 2014, nn. 18.66 ss., 868 ss.; L. SMITH, in *Commercial trusts in European Private Law*, curated by M. GRAZIADEI - U. MATTEI - L. SMITH, Cambridge, 2005, 459 ss.. Even Italian doctrine already in the early times had been able to see in the trust the antecedent of the model of collective asset management, see T. ASCARELLI, *L' "investment trust"*, in *Banca borsa*, 1954, I, 178 ss.; B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 498 ss.; R. LENER, *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare*, *Riv. Delle Soc.*, 1989, 1050 ss.

3. Asset Management Companies between national and European law: Functional and Structural Features

Asset Management Companies (SGRs) are the players on the relevant market¹⁹ in the form of joint-stock companies and represent for savers an opportunity to professionally manage a portion of their assets. With a tautological arrangement, the reformed TUF, to the lat. o) of art. 1, defines them through the object of their business,

¹⁹ The natural opening up of the financial market means that the phenomenon of collective asset management lies in a transnational dimension, thus requiring the legislator to set up rules that facilitate the cross-border operation of managers and promote market integration. This has led, at European level, to the right of SGR and other entities authorized to freely deliver collective asset management services in each State, EU or non-EU, without obligation to establish branch offices, with reference also to activities outside the scope of the UCTIS V and AIFM directives. To this end, the need for control of the phenomenon has been translated, on the internal side, in the task of the Banca d'Italia to regulate "... *le condizioni e le procedure in base alle quali le SGR sono autorizzate (...) per operare in via transfrontaliera negli Stati UE e non UE nei casi esclusi dall'ambito di applicazione delle direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE*".

The proclamation of the aforementioned principle has translated, at European level, in the introduction of an innovative authorization scheme to operate as fund managers within the EU through a cd. European passport (which may be granted by all Member States) and to establish, manage and market non-European funds throughout the Union without the need to establish a seat in the State of establishment of the Fund and independently of whether or not the management is in the Union.

From a subjective point of view, European legislation has dealt with the UCTIS and AIFM Directives of the rules governing the collective asset management, distinguishing between (i) EU management companies (already a harmonized management company) which, within the meaning of the UCITS Directive, the management of one or more UCITS in an EU country other than Italy, and (ii) an EU FIA operator (GEFIA) which, under the AIFM Directive, management of one or more FIAs in an EU country other than Italy.

For the purpose of cross-border marketing of funds, it is foreseen that the granting of the authorization is preceded by a preliminary investigation by the competent authority of the country of origin of the manager who, in the event of a positive outcome, transmits the dossier to the Authority competent in the Host State.

In light of the new principles, pursuant to art. 41 *bis* and ss. TUF, are beneficiaries of the free movement, with the right to provide services and establish branches in the national territory, in the same way EU management companies, GEFIA EU and non-EU GEFIA. In particular, the GEFIA EU may carry out collective asset management in Italy for which they are authorized under Union provisions in the freedom to provide services or through the establishment of branches provided that the Banca d'Italia is informed by the competent authority of the State of origin and therefore without the need for prior authorization by the Italian supervisory authority, which, on the other hand, constitutes a barrier to entry in the Italian market. Otherwise, for non-EU GEFIAs that choose Italy as a reference country within the meaning of the AIFM Directive, the prior authorization of the Banca d'Italia, in agreement with Consob, is required in order to manage Italian FIA and FIA UE or to market FIA managed on the territory of the Union. TUF legislation then distinguishes between the sale of shares or shares of UCITS to those of the FIA by implementing the provisions of the AIFMD and, secondly, between the reserved FIA and the non-reserved FIA, providing that they are subject to prudential rules to contain the risk. In particular, as regards the FIA, the legislation provides that, in implementation of the AIFM Directive, the marketing of such products to professional investors shall be effected prior to notification to Consob, which shall promptly inform the Banca d'Italia; Notwithstanding, the sale of FIAs in the territory of the State to retail investors must also be preceded by a special notification to the supervisory authority but, in addition, there is a stronger regime of controls in this regard because of the greater need for not professional investors' protection.

stating that SGRs are "a società per azioni having its registered office and head office in Italy authorised to provide the service of collective portfolio management" - in mind of Lat. n) - is " the service which is carried out through the management of UCIs (Undertaking for Collective Investment) and of the relative risks"²⁰. In essence, the typical business activity of SGRs consists and runs out in the collective and for valuable consideration management of the assets accumulated in the collective interest of UCI participants in order to increase their value; to this end, the SGR (and other authorised subjects under European law) is responsible for the establishment and subsequent operation of the UCI²¹.

From these first provisions that denote the singular scope of operations of the management companies (in turn, SpA), there is, evidently, a first profile of specificity that connotes the intermediaries discussed: the object of the asset management companies is structured in a very peculiar fashion with respect to the traditional model of joint-stock

²⁰ In the mind of art. 1 TUF, lett. k), the UCIs are the "*ody set up to provide the service of the collective management of assets, the capital of which is obtained from multiple investors by the issue and offer of units or shares, managed upstream in the investors' interests and independently by the same and also invested in financial instruments, credit, including credit backed, in favour of subjects other than consumers, by the UCITS capital, equity or other fixed or non-fixed assets, on the basis of a predetermined investment policy*". Leaving to the next paragraph an analysis of the profiles that characterize the object of the SGR's typical activity, it can be anticipated here that collective asset management can be understood, in a brutal summary, as that complex of financial transactions involving assets (transferable or real estate) constituting the UCI.

²¹ In its original version, the TUF provided for the possibility that the management company, in an assessment based solely on the plan of opportunity, could entrust in the regulations of the management of the mutual investment fund (and hence, when establishing it) management functions to another asset management company by entering into a written agreement and thus implementing a split between management and promotion divided between two distinct entities. The adoption of the various possible organizational models did not, however, affect the fulfillment of the obligations towards the participants, compared to which the two companies constituted a "subjectively complex part" and the law expressly provided that even in the event of the division of the activities, both companies were jointly and cooperatively liable for investing in the management and/or promotion activities. In the original discipline, this solidarity regime was, as evidence, deemed necessary and functional for the protection of fund participants, in order to preserve them from anomalies in the performance of the functions. With the transposition into the internal order of the dir. AIFM - in the mind of whose art. 5, par. 1, it is foreseen that "... *Gli Stati membri provvedono affinché ciascun FIA gestito nell'ambito della presente direttiva abbia un GEFIA unico, responsabile del rispetto della presente direttiva*" - la distinzione tra Sgr promotrice e di gestione viene meno. Infatti, alla luce della rivisitata definizione di gestione collettiva del risparmio presente nel TUF, non si rinviene più il riferimento alle attività di "*promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e amministrazione dei rapporti con i partecipanti*" and "*commercializzazione di quote o azioni di Oicr propri*" as constituting activities of the same service. On the theme see L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, 213 ss; G.B. BISOGNI, *I modelli organizzativi della s.g.r. (società gestione risparmio)* nella prestazione del servizio di gestione collettiva, in *Società*, 1998, 1137; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010, 196 ss.

companies, since, unlike what happens with SPAs, the SGR's action is not directed (at least, not exclusively) to the promotion of the own assets, but rather to the care of the interest of others, which is therefore outside the company's structure.

In this context, where the protection of the interests of investors constitutes lifeblood and nourishment of the SGR's action, the conflict between the personal interest of the management company and the corporate one of the investors community (which is situated, to additionally complicate the system, alongside the traditional conflicts of interest in the corporate sector) represents a structural cost that imposes on the legislator the provision of regulatory techniques adequate to prevent and reduce the risk for the SGR to trade its primary vocation and slip in the insidious ground of pursuing the sole interests of its members, in carrying out its activity. And the realisation for such risk to become concrete is not such an unlikely scenario: assigning, in fact, to SGR (in turn, joint-stock company) a kind of "altruistic" mission, not aimed at the benefit of its members (or not directly) implies perhaps such a perversion of the corporation model that it is impossible not to think that the SGR may give way to temptation to "do its own interests." This is, therefore, the dilemma that intrinsically connotes the management companies and must induce the interpreter with a critical eye to proceed with caution in transposing the corporate discipline into the peculiar saving management phenomenon and, more generally, to guide him in solving new problems whenever it is called to face a regulatory vacuum.

Now, this risk is clear to the legislator who, in view of a hoped containment of it, acted on two levels, dictating rules that, on the one hand, affect the organisational profiles of the SGRs and, secondly, impose on the intermediaries the observance of specific rules of conduct in the interactions with investors and, more generally, in carrying out their collective asset management. If such a solution is or not adequate to counteract any deviations of the SGR from the care of the interests of UCI participants it is a consideration that goes beyond the analysis of the regulatory framework.

4. Conflicts of interest in the collective asset management: the organisational requirements

The conviction according to which, especially in particularly sensitive sectors of the economy and for not merely private but also of constitutional importance overriding interests, self-regulation does not constitute an adequate safeguard instrument to prevent and reduce the risk of abuse against investors can be considered well rooted nowadays. By contrast, the pre-elaboration of detailed rules with regard to business organisation profiles and governance systems - for the purposes that interest here - enables an efficient administration of management companies, with the clear aim of governing that ontological conflict of interests that the SGR falls due to its structural and functional peculiarities²²; and this is in the primary interest of the protected individuals and of the general community that would benefit from a more competitive market²³. In this perspective, the numerous interventions on the point of a legislator, more and more

²² Observe on this point: M.S. RICHTER, *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Rivista delle Società*, fasc. 1, 2016: "... può dirsi che il dilemma del governo delle società di gestione del risparmio risulta dalla somma di tutti i tradizionali problemi di corporate governance e di quelli di fund governance. Ovviamente questa peculiarità, che si traduce in complessità, può essere descritta anche in termini più tradizionali per il gius-commercialista, che allora potrà interrogarsi su quale sia l'interesse della società di gestione del risparmio e, in particolare, se e come esso si arricchisca degli interessi dei sottoscrittori del fondo, degli investitori i cui capitali sono gestiti dalla società di gestione del risparmio"; M.S. RICHTER jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 196 ss.

²³ Observe on this point: M. S. RICHTER, *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Rivista delle Società*, fasc. 1, 2016, pag. 104 e ss.: "La evoluzione della disciplina del governo societario dei gestori — e cioè delle varie tipologie di società di gestione collettiva del risparmio (Sgr, Sicav e Sicaf) — si iscrive nel vasto processo di trasformazione che il diritto societario e, più in generale, il diritto dell'impresa viene subendo da alcuni decenni. Ci si riferisce alla progressiva crescita dei principi, delle regole e, più in generale, dell'attenzione, anzitutto da parte dei legislatori e dei regolatori, ai profili relativi al governo della società e alla organizzazione della impresa; a profili, dunque, concernenti, per così dire, l'interno della impresa regolata, e non (se non indirettamente) i suoi rapporti e le sue relazioni con l'esterno ... È chiaro che al fondo di questa accentuata attenzione per i profili relativi al governo della società riposi il convincimento per cui non è sufficiente, soprattutto ove l'attività d'impresa riguardi settori in cui rilevano particolari interessi generali, lasciare la organizzazione della stessa, e quindi anche la determinazione dei suoi sistemi di governo, integralmente alle scelte dell'autonomia statutaria. D'altra parte, è appena il caso di ricordare al riguardo due circostanze tra loro collegate: per un verso, che lo stesso diritto delle società commerciali si informa da sempre ed in generale alla idea che in tanto si può esercitare l'attività di impresa facendo ricorso alla forma societaria in quanto ci si avvalga del modello o di uno dei modelli predefiniti dall'ordinamento (c.d. principio di tipicità delle società); e, per altro verso, che per particolari settori dell'economia (in sostanza quelli costituenti ordinamenti settoriali) si è sempre più di frequente imposto il ricorso proprio alla forma societaria [e poi in particolare a specifici tipi societari] per consentire l'esercizio dell'attività di impresa, proprio perché in tal modo si garantiva il ricorso ai modelli organizzativi più evoluti e articolati (e si limitava la maggiore discrezionalità dell'imprenditore nell'organizzazione delle strutture aziendali)".

focused on carefully providing specialised technicians with a specific and punctual discipline, must be read under this perspective.

First of all, the legislation requires that the establishment and operation of SGRs be subject to the issuance of the authorisation by the Banca d'Italia, which proceeds to it, after consulting the Consob, when it is found that they are in possession of standardised requirements by the legislator²⁴ with reference, in particular, to the corporate company form, the share capital, the structure of the company, the program of activities (which must include the constitutive act and the statute of the company), and the suitability of the directors and of the participants²⁵.

In this context, the reserve of the asset management to companies constituted in the form of SpA, represents a first investor protection instrument, as it guarantees the use of structured and complex organisational systems and is therefore more likely to contain the risk of conflict.

In the same sense, we have to read the SGRs governance guidelines, both of primary and secondary rank, since the Regulations issued by the Banca d'Italia and Consob on

²⁴ Following the granting of the authorization, the Banca d'Italia subscribes the SGR to a special register (Article 35 TUF). By virtue of the delegation contained in art. 34, paragraph 3 of the TUF, the Regulation of Banca d'Italia specifies the cases of termination of the authorization. In particular, the Banca d'Italia declares the revocation of the authorization and proceeds with the deletion of the register if (i) one year has elapsed since the granting of the authorization and no management of the UCI has been initiated; (ii) after the establishment of a joint investment fund, the SGR interrupts the management business for more than six months.

²⁵ In particular, in the light of Art. 34 TUF, the Banca d'Italia shall issue the authorization where it appears that the SGR: "a) the legal form adopted is that of a *società per azioni*; b) the registered office and the head office of the company are in Italy; c) the paid-up capital is not less than that established on a general basis by the Bank of Italy; d) the persons performing administrative, management and control functions are suitable under Article 13; e) the shareholders indicated in article 15, subsection 1, have the requirements and meet the criteria laid down by Article 14 and the disqualification conditions contemplated by Article 15, subsection 2, do not exist; f) the structure of the group of which the company is part is not prejudicial to the effective supervision of the company and at least the information required pursuant to Article 15 is provided; g) a programme of initial operations and a description of the organisational structure have been submitted together with the instrument of incorporation and the Articles of Association; h) the name of the company contains the words "*società di gestione del risparmio*".

October 29, 2007, art. 6, paragraph 2 bis, TUF²⁶, c.d. "Joint Regulation"²⁷ widely deals with this topic. In particular, it is expected that the corporate governance framework will be such as to ensure the pursuit of sound and prudent management, risk containment and asset stability, as well as fairness and transparency in the conduct of management (and other services exercisable by SGRs).

And yet, in terms of the rules²⁸ on the composition and functioning of the corporate organs, the new rules require that the company exponents (and, therefore, first of all, the

²⁶ According to comma 2 bis, Art. 6 TUF: “*The Bank of Italy and Consob shall jointly govern the obligations of authorised persons, by regulation and in reference to the provision of investment services and activities, together with collective asset management services, on matters of; a) corporate governance, general requirements of organisation, remuneration and incentive systems; b) business continuity; c) administrative and accounting organisation, including establishment of a department pursuant to paragraph e); d) procedures, including internal audit, for the correct and transparent provision of investment services and activities together with collective asset management services; e) monitoring of compliance with regulations; f) company risk management; g) internal audit; h) top management responsibilities; i) complaint handling; j) personal transactions; k) outsourcing of essential or important operations, services or activities; l) management of conflict of interest potentially prejudicial to customers; m) record keeping; n) procedures including internal audit, for the receipt or payment of incentives*”.

²⁷ The c.d. Joint Regulation was finally reformed with the amendment issued jointly by Bank of Italy and Consob on April 27, 2017. The revision of the Regulation was necessary in order to allow the Italian regulatory framework to be adapted to European discipline, following the adoption of the Directive UCTIS V, with particular reference to the remuneration of managers in order to achieve an organic and coherent regulatory framework for the entire asset management sector.

In this regard, it should be noted that the Regulation uses a complex technical regulation which, in part, refers to the general framework for financial intermediaries and, on the other hand, directly refers to the rules relating to managers. Thus, an extremely complex picture arises, also owing to the need to coordinate sectoral legislation with the superordinate sector, and hence with EU Regulation n. .231/2013 which generally governs organizational requirements and government rules of the manager.

In summary, the special discipline of some of the norms of principle (Art. 4) that, to be formulated in general terms and to be contained in a secondary rank rule, have little perceptive value. In addition, the Joint Regulation does not regulate directly the company’s organs (which vary according to the model of administration and actual control adopted) but the functions of strategic oversight, management and control, which must operate and be properly disseminated among the various organs existing within the SGR.

Among the most significant rules, we can notice Art. 7, according to which: “*... la società di gestione del risparmio: a) definisce una ripartizione di compiti tra organi aziendali e all’interno degli stessi tale da assicurare il bilanciamento dei poteri e un’efficace e costruttiva dialettica; b) adotta idonee cautele, statutarie e organizzative, volte a prevenire i possibili effetti pregiudizievoli sulla gestione derivanti dall’eventuale compresenza nello stesso organo aziendale di due o più funzioni (strategica, di gestione, di controllo); c) assicura una composizione degli organi aziendali, per numero e professionalità, che consenta l’efficace assolvimento dei loro compiti*”, and for which “*i verbali delle riunioni degli organi aziendali illustrano in modo dettagliato il processo di formazione delle decisioni, dando conto anche delle motivazioni alla base delle stesse*”; the rules on the repartition of duties and responsibilities between “organo con funzione di supervisione strategica” (art. 8 and 31), “organo con funzione di gestione” (art. 9) and “organo con funzioni di controllo” (art. 11); or also that on the strategy for the exercise of the rights inherent in the financial instruments pertaining to the managed funds (art. 32).

²⁸ In particular, Regulation (EU) No. 231/2013, art. 21, provides, firstly, that the board of SGR, SICAV and SICAV has “adequate knowledge, skills and collective experience to understand the activities” of companies and “in particular the main risks inherent in such activities and to in the active ” in which the assets under management are invested; and, on the other hand, that every member of the management acts, in addition to “honestly and integrity,” with “independence of judgment”, thus calling into question, though

members of the administrative and control organs) be "suitable" for the purposes of hiring and maintaining the charge. Significant in these regards is the art. 13 TUF, which stipulates that those subjects performing administrative, managing and supervisory duties must meet the requirements not only of professionalism and integrity, but also of "independence", as well as meeting "criteria" of competence and fairness, as guarantee of whom however the law places significant enforcement means, such as the internal self-assessment process to verify the regularity and continuity of the requirements imposed on individual directors and supervisory authorities; these means are put in place also to verify the overall appropriateness of the organ, as well as, moreover, of the adoption of the appropriate measures of contrast to any eventually identified critical aspects.

With a strict rule on closed-ended fund governance, art. 37 TUF also provides for the guarantee of independent experts, the cautions to be observed in the case of assignments or transfers of assets to a closed-ended fund and governs the organisation of closed-ended funds investors meeting, an irreplaceable instrument of investors' protection, constrained in this case, unlike with other types of funds, in their investment for a certain time period.

Always according to this same perspective must also be interpreted the rules on the separation – in terms which will be better developed later in the research - between the assets of the SGR and the assets of the managed UCI or, moreover, the role of the custodian bank, as a third party, to which belong both the burden of custody of the financial instruments included in the UCI, of other liquid assets (if not entrusted to other entities), and a function of monitoring and controlling the legality of the transactions settled by the SGR on the same²⁹; all accompanied by the provision of an *ad hoc* liability

in absolutely generic terms, the requirement of independence. These are two extremely important prescriptions, however, which, using general clauses, require a period of concrete application to be evaluated in their concrete impact on the corporate governance of the directors.

Furthermore, on a general plan, the operator is required to have "... sufficient staff with the qualifications, knowledge and skills needed to fulfill the responsibilities assigned to him", naturally in relation to the nature, size and complexity of the individual (Article 22), and "... establish, implement and maintain decision-making procedures and an organizational structure that clearly and documented the hierarchical relationships and the division of functions and responsibilities" (art. 57, paragraph 1, lett. A).

²⁹ More in detail, refer to art. 48 TUF, the core of the custodian's control activities, is the duty to ascertain the legitimacy of the issue and redemption of units and the allocation of the fund's income, the correctness of the calculation of the value of the shares (that is to say, on behalf of the management company), to ensure that in the fund's operations the counterparty is reimbursed to it under the terms of use. Finally, the depositary manages the investment instructions materially, after controlling legitimacy, thereby covering the essential role of supervision and prevention of prejudicial behaviors for the participants.

regime of the custodian bank for the alleged breach of its obligations³⁰. The presence in the system of a third depositor acting "independently and in the interests of UCI participants" must surely be considered positively as it constitutes - at least in the legislator's intentions - a significant supervisor authority to avoid the abuse of discretion of the SGR, if it were not for a single important system flaw: in our legal order we allow the bank present in the SGR's ownership structure to cover the role of custodian bank. The result is (certainly not appreciable) to burden the system of a further conflict of interests which, as a typical Italian paradox, concerns both controller and controlled.

Last but not least, the regulatory function of the savings market's sector that the legislator has jointly assigned to the Banca d'Italia and Consob, each with its own defined scope of competence, can not be ignored in order to protect investors and, more generally, in order to safeguard the competitiveness, stability and sound functioning of the financial market. Generally speaking, the Banca d'Italia is competent in terms of risk containment, asset stability and sound and prudent management, whereas Consob exercises its supervisory powers with reference to the transparency and fairness of the Bank' intermediaries. In order to enforce the supervisory function, the legislator subsequently articulated a constant flow of information between management companies and

³⁰ The TUF, art. 49, deals with the responsibility of the depositary in a twofold way: (i) a general responsibility towards the SGR and the UCI's investors for the breach of obligations associated with the deposit activities; and (ii) a specific responsibility to the UCI and its investors in the event of loss of financial instruments held in custody directly or, where appropriate, by the use of a third party to which custody has been delegated, or in the case of any other loss or damage suffered or incurred by the fund or its investors. The depositary may be exempt from the prejudicial consequences of the acts attributable to it, in the first case where it proves that the loss occurred as a result of an outside event outside its reasonable control; in the second case, if the custodian demonstrates the lack of intentional or guilty conduct leading to any other loss suffered by the UCI and / or the subscribers. The dominant doctrine is that, in the first case, it is a contractual liability due to the conventionality of the relationship that is established with the SGR; otherwise, in the second case, the custodian bank is responsible for violations committed pursuant to art. 2043 c.c. However, this reconstruction does not seem to take the mark and does not satisfy the instances of investor protection when the conditions under which the second case of liability (see about this, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 198 ss; A. FERRARIS DI CELLE - B. SZEGO, in Alpa - Capriglione (curated by) *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 394, 1998; F. BRIOLINI - M. MIOLA, *Commento all'art. 36, in Commentario al TUF*, diretto da G.F. CAMPOBASSO, Torino, 2002). Different conclusions would be reached, however, where relying on and trusting protection expectations that the subscription of UCI's shares invests in the investors were valued. In such a case, it would result in a form of contractual liability from "social contact". Finally, it is necessary to point out the novelties introduced by the UCITS V Directive with regard to the liability of the depositary: it is foreseeable here that, from a subjective point of view, both the UCI and not the SGR are the beneficiaries of the protection scheme, yet by introducing a valid argument based on the autonomous and split from the SGR nature of the investment fund.

supervisory authorities and conferred powers on the authorities in order to ascertain compliance of the management with the criteria of sound and prudent management and sectoral legislation, and this, in view of the effectiveness of the supervisory powers assigned. The provision of a structured surveillance system - which would operate according to fairness in the mediation between the interests of intermediaries and investors - was an as obligatory as necessary solution, taking into account the peculiarities of collective asset management: here, the width of the mandate conferred to SGRs precludes the mass of investors from observing the operator's operation and in this context the presence of competent third parties and outsiders in relation to the managing situation is capable of overcoming the investor's power deficit to interfere in management activities thus neutralising the risk of "opportunistic" behaviour.

5. Conflicts of interest in collective asset management: the rules of conduct

Now addressing the analysis of the second of two levels of operation of the measures to contrast conflicts of interest in the managed asset sector, a significant set of standards - in line with the solutions adopted in the European context³¹ – prescribes to the managers the obligation to comply with behavioural standards of diligence and fairness, with the aim of encouraging the management of the socially informed enterprise to care for and promote the interests of investors, while also at the same time reducing as much as possible the risk of a personal kind of management.

³¹ For example, in the German system, the management company is required to operate “*con la competenza, diligenza e accuratezza necessarie*” (p. 27, Abs. 2, Nr. 1, KAGB): that is, according to the professional diligence of the investment activity, which requires, in the first place, an adequate information and valuation process of the technical characteristics of the product and the diversification of the risks. For a thorough discussion, see D. ZETZSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen, 2015; J. KÖNDGEN, p. 9, in *Investmentgesetz*, curated by H. BERGER - K. STECK - D. LÜBBEHÜSEN, München, 2010, Rdn. 23 ss., 127 s.; H. FLEISCHER - K. SCHMOLKE, *Klumpenrisiken im Bankaufsichts, Investment- und Aktienrecht*, in 173 ZHR (2009), 667 ss.; T. MÖLLERS, *Das Haftungssystem des KAGB*, in *Das neue Kapitalanlagegesetzbuch*, a cura di T. MÖLLERS - A. KLOYER, München, 2013, Rdn. 648 ss., 255 s.s.

In the French model, the rules of conduct are uniform for management companies and Sicav, regardless of its legal nature: cfr. art. L. 214-9 Cod. mon. fin. V. T. BONNEAU, *Droit bancaire*, Paris, 2013, n. 910, 666); A. COURETET - H. LE NABASQUE - M. COQUELET - D. PORACCHIA - A. RAYNOAUD - A. REYGROBELLET - D. ROBINE, *Droit financier*, Paris, 2012, n. 797, 559. Of primary interest is Art. L. 214-20 Cod. Mon. fin. which has positivized the task of diversifying the managed assets. It deserves to be recalled, moreover, art. X - 6: 107 DCFR (“*Obligation to invest*”).

The full understanding of the scope and the *ratio* of such discipline requires a more in-depth reflection on the concept of collective asset management.

Explaining the contents of collective asset management is not an easy task. In fact, the operator who approaches the material encounters many obstacles, having to keep up with a plurality of normative texts of primary and secondary rank that bounce the jurist from one definition to the other³². Furthermore, the regulatory framework is constantly involved in innovation and reformulation processes under the driving force of two phenomena: on the one hand, the need to adapt to supranational legislation; on the other hand, the systematic need to better legally frame a new and constantly changing phenomenon, whereby traditional legal categories are often inadequate to capture all the nuances and, consequently, the given protection results insufficient.

It has already been discussed about art. 1 TUF³³ lat. n) that defines the collective asset management as "*the service which is carried out through the management of UCIs and of the relative risks*", which must be added to the provision of art. 33 TUF, which enhances the object of the management companies' activity, specifying that "*asset management companies manage the equity and risks of the UCIs and they provide for the administration and marketing of the UCIs which they manage*" and, in paragraph 2, enumerates other services that can be provided by SGRs³⁴.

Here it is worth noting that, in relation to the "previous editions"³⁵ which are particularly specific and, in this case, sketchy, the current art. 1 - for the purposes here

³² F. SIGNORELLI, *La gestione individuale e collettiva del risparmio. Gli intermediari finanziari non bancari*, in *Manuale del mercato mobiliare* (a cura di F. Iudica), Torino, 2012, p. 176; P. CARRIÈRE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le SICAF: luci e ombre*, in *Rivista delle soc.*, 2014, p.453.

³³ The TUF was last amended by Legislative Decree no. 254 of December 30, 2016, in order to transpose the c.d. MiFID II, in accordance with the provisions of Art. 9 of the European Delegation Law 2014

³⁴ On paragraph 2 of art. 33 TUF, the SGR may also: a) provide portfolio management services; b) establish and manage pension funds; c) carry out connected or instrumental activities; (d) provide the ancillary services referred to in Article 1 (6) (a), limited to the shares of managed UCI; (e) to provide advice on investment; f) to market shares or shares of UCI managed by a third party, in accordance with the rules of conduct established by Consob, heard from the Banca d'Italia; g) to provide the reception and transmission of orders, if you are authorized to provide the FIA management service.

³⁵ In the previous text, the collective asset management could be in: (i) promotion, establishment and organization of mutual funds and administration of relations with the participants; and (ii) the management of UCI's assets, either of its own or of another institution, by means of an investment involving financial instruments, credits or other movable or immovable property. The changes introduced in 2014 have thus excluded from the textual data the distinction between the two types of assets exercisable by SGR. This split made it possible to distinguish between SGR "of promotion" and "SGR" of management,

concerned - has a wording in more general terms capable, rather than in the past, of clustering a category of operators which, for the purpose of providing collective asset management, is the recipient of a corpus of rules in the perspective of ensuring the highest level of investor protection. The frequent recurrence of abusive phenomena in the past has led the legislator to change the approach in favour of a broader definition of the law that will enable the legislator to implement the conquered "Reserve of activity". In other more pragmatic terms, for collective asset management, it is to be understood the whole of investment and disinvestment transactions relating to the assets (transferable securities or real estate funds) that constitute the UCIs, at the completion of which exclusively the management asset companies are authorised, which proceed according to standardised criteria, in the interest of the collective of investors.

It is, above all, a collective management, in the sense that there is in no way space for individual and customised management, following the criteria and techniques of asset allocation in the shared interest of investors. It is therefore management "*in the interest*" and "*on behalf*" of the investors, to which the SGR provides "*according to the obligations and responsibilities of mandating party*". In these exact terms is expressed art. 36 TUF with a norm that animated and still animates the lively debate with reference in particular to the systematic reconstruction of the relational fabric linked to the managing phenomenon and of the system of the intermediary's responsibility. This aspect deserves

depending on the service actually provided. The overall result of the investment could therefore be the result of combining the activities of two distinct companies, engaged in two different stages of managing others' assets.

The aforementioned approach was without effect, but had an impact on the managers' liability regime towards investors: it can be anticipated that the former art. 36, paragraph 5, TUF, provided for the solidarity of the Sgr management and the promotion of investors. See *Relazione illustrativa allo schema di D. Lgs. 4 marzo 2014 n. 44*, p. 16. On that observes F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, pag. 202, "*oggi sembra che le dette attività debbano essere esercitate congiuntamente dalla stessa Sgr*". It is a reading that seems to find comfort in the *Relazione illustrativa al D. Lgs. 4 marzo 2014 n. 44* which states: "*l'attuazione della direttiva AIFMD comporta il superamento del modello italiano che [consentiva] alle Sgr di prestare disgiuntamente le attività di gestione di patrimoni e di promozione*".

Still, the UCIs were only mutual investment funds and variable-capital investment companies (SICAVs), constituted respectively in "contractual" and "corporate" terms respectively. As a result, the collective asset management could only be related to mutual funds or to the SICAV. Observes P. CARRIERE, *op. cit.*, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. delle Soc.*, 2014, pag. 451 e ss.: "*risultavano, dunque, sostanzialmente sottratte alla riserva [di attività] tutte quelle modalità di svolgimento dell'attività in questione che – pur venendo a integrare nella sostanza [...] un servizio gestorio di patrimoni "in monte" – non fossero formalmente riconducibili ad alcuno dei due (soli) schemi operativi allora disponibili agli operatori per il suo svolgimento (fondi comuni di investimento e Sicav)*".

an ad hoc in-depth study further in the discussion, but it is useful here to anticipate that the content of the obligations to be borne by the operator draws on the discipline of the mandate and, consequently, on the ensemble of professional diligence obligations that conforms to the conduct of the authorised representative (*agent*)³⁶.

In short, collective asset management is first of all management of others interests and, in this context, the anticipation of the principal behavioural obligations for the manager is to guarantee pursued aims execution and an instrument to counter the risk of emergence of conflictual situations³⁷.

It is in this framework that the principles set out in art. 21 TUF, paragraph 1, in which “*in providing investment and non-core services and activities, authorised intermediaries must ... act diligently, fairly and transparently in the interests of customers and the integrity of the market*”. This is much more than just a legal provision, it is a real proclamation of what is the interest that the SGR has to pursue in performing its activities: the protection of investors (and not that or only that of the shareholders) and, more generally, the protection of the integrity of financial markets.

In the same sense have to be read the provisions of the following paragraph 1 bis of the same Article 21, under which management companies “*a) shall adopt all reasonable measures to identify and manage conflict of interest which may arise with the customer or between customers, also by the adoption of appropriate organisational measures, in order to avoid a negative impact on the interests of the customer; b) shall clearly inform customers, prior to acting on their behalf, of the general nature and/or sources of conflict*

³⁶ See Cass., January 15, 2000, n. 426, in Contracts, 2000, 911 sec., with A. ANGIULI's note, which had already established that, in the matter of mandate conferred for the management of equity securities, the agent's diligence, as well as good faith and fairness in the performance of the benefit due (Articles 1710, 1175 and 1375 cc), it has a particularly good content, since it is a contract that gives a party a peculiar and pre-eminent position (having the power to control the stock market), so that the risk inherent in the financial transactions agreed on by origin and in a generic manner with the dominion is properly distributed according to the abovementioned contract integration rules applied under particularly rigorous charges, without confusing the uncertainty of the stock exchange transactions with the "ruininess" of the same and with the pure and unjustified gambling by the agent-representative, in that case in the face of any significant losses suffered by the client (and accepted by the agent himself), the agent must be considered to have performed the due diligence, taking into account the natural risks of the transactions (and not avoidable despite behavior due to prudence and ingenuity).

³⁷ It should be stressed that, as far as risk management is concerned, the solutions developed by the legislator in the context of collective asset management confirm the address already established at Community and domestic level, according to which the existence of potential conflicts of interest does not in itself harm the interests of protected subjects, does not prevent action and does not require the imposition of prohibitions, but otherwise imposes the establishment of appropriate management mechanisms.

of interest where measures taken pursuant to paragraph a) are not sufficient to ensure, with reasonable certainty, that the risk of damaging the interests of the customer is avoided; c) shall perform independent, sound and prudent management and take measures to safeguard the rights of customers with regard to their assets”.

The need to protect relevant interests is then taken on again and emphasised in art. 35 *decies* TUF, which in the newly-reformed version³⁸ thus states: “... a) *must operate diligently, correctly and with transparency in the best interests of the UCIs managed, the relative investors and the integrity of the market; b) they must be organised in a manner which reduces to a minimum the risk of conflicts of interests also between the assets management and, in the case of a conflict of interests, they must act in order to ensure, in any case, fair treatment of the UCIs managed; c) they must adopt appropriate measures to safeguard the rights of the investors of the UCIs managed and they must have adequate resources and appropriate procedures to ensure the efficient performance of the services; d) they must ensure equal treatment to all the investors of the same UCI ...; e) they must provide, in the investors' interests, for the exercise of the voting rights inherent to the financial instruments of the UCI managed, unless otherwise ruled by law*”³⁹.

It is always in the above-mentioned perspective that must be framed, then, the paragraph 2 *novies* recently inserted in art. 6 TUF⁴⁰, according to which: “...*The shareholders and directors of qualified subjects, without prejudice to the obligations under Article 2391, first subsection, of the Italian Civil Code, shall refrain from deliberations in which they have a conflicting interest, on their own behalf or that of third parties*”.

It could be inferred from the special discipline that the rules of conduct in question are nothing other than a repetition of the principles already enacted generally by the legislator on obligations and contracts. But it will certainly not go undetected to the attentive interpreter the fact that the provisions in question exhibit an innovative scope

³⁸The discipline governing the rules of conduct to be followed by the SGR and the right to vote were first contained in art. 40 TUF. Subsequently, d. lgs. n. 44/2014 has included section III "Common Provisions and Derogations" within the TUF, which mentions certain provisions common to SGR, SICAV and SICAF, subsequently amended by Legislative Decree no. 66/2015.

³⁹The same principles are referred to art. 45 and ss. of the Joint Regulation as well as at community level, at Articles 14a and 14b of Directive c, d, UCTIS (2009/65 / EU).

⁴⁰Article. 6 TUF has been amended as a result of the entry into force of Legislative Decree no. 72/2015.

where traditional standards of conduct are enriched here with new content in relation to the structural features of the savings market and the dual purpose (investor protection and market protection) that the legislator intends to pursue. And so, the "diligence" referred to will not be the mere diligence of the good family man referred to in art. 1176 c.c.; likewise, the "correctness" demanded will not be the one generally required to fulfil the obligations according to art. 1175 c.c. In other words, the professional nature of the SGR's activity requires the provision of highly qualified conducts, so the diligence and correctness required must necessarily be of a higher degree than that payable by any other debtor. To confirm, it is expected that SGRs will operate according to the principle of "*best execution*" in adopting all necessary and useful measures to achieve the "best possible result" in the interests of clients.

The obligation to act diligently requires that the manager establish a direct and constant communication flow with investors in order to acquire reliable and up-to-date information that will enable them to monitor - throughout the contractual relationship - the compliance and consistency of the savers' choices with respect to the investment objectives and strategies of the managed UCI⁴¹. Here's how diligence connects and blends with transparency in an effort to counteract the natural asymmetry of information between the manager and the saver that connotes the financial market: transparency, in short, acquires a new prevalence and is unpublished in view of the integration and extension of the same information obligations. The intermediary is specifically called upon to provide the client - when the contractual relationship is established - with all information useful to guide the individual saver in the investment choices. Can therefore be noted here a movement towards a positive construction of an intermediary-investor relationship, which if, on the one hand, imposes specific information obligations on the manager, on the other hand, wants more and more aware and active savers in determining investment choices according to their financial needs, due to the diversification of the financial offer (with increasingly complex products today) and to the international vocation of markets.

⁴¹ The intermediary is specifically called upon to provide the client – at the stage of the instauration of the contractual relation - with all the information useful to direct the individual saver in the investment choices. F. SIGNORELLI, *La gestione individuale e collettiva del risparmio. Gli intermediari finanziari non bancari*, in *Manuale del mercato mobiliare* (curated by F. Iudica), Torino, 2012, p. 165 ss.; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta*, in *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, (a cura di R. LENER), Torino, 2011, p. 119.

It is a challenge for savers, who must elevate their financial literacy level, and it is a challenge for the supervisory Authorities, called to complement the traditional monitoring tasks with effective communication tools with citizens⁴².

Lastly, the principle of "*fair treatment*" deserves to be reported as one of the novelty elements of the system: with a closing clause, the reformed art. 21 TUF introduces "fair treatment" as a rule of action for intermediaries, which, adequately contextualised, can only be read in the sense of a supreme affirmation of the prevalence of the investors' interests and the market on the personal one of the SGR in resolution of situations of conflict. This further confirms that the purpose of protecting the individual in the sector in question merges with the more general need to safeguard the stability and integrity of the financial market, in the sense that the breach of the rules of conduct in relationships with individuals is able to engage a chain reaction in which the final epilogue is the compromise of market reliability.

The conducted analysis allows some conclusive reflections.

If in the asset management sector, the ultimate goal is to increase the value of initial investor savings, the size of risk management becomes an integral part of the asset managing activity itself: the more the risk profiles are reduced, the more likely it is that the investment activity registers a useful result for the benefit of the savers.

Compared to the managed asset sector and the subtle interests underlying, the tools of prevention and contrast of conflict situations are, however, insufficient: the practice, in fact, registers more than some episodes where disclosure obligations get disregarded or translate into an articulated and complex flow of statements, sterile from the point of view of customer protection. In other words, it seems possible and obligatory to do more, and in this sense it may be useful to focus as much as possible on the types of customers in an attempt to identify, for each of them, the typical conflicts to be standardised, and hence, to manage them beforehand.

⁴² In this sense, there are numerous "financial education" initiatives promoted by the supervisory authorities with the aim of presenting financial market discipline and its novelties in an immediate and direct language, focusing in particular on the safeguards provided for savers and the obligations imposed on financial intermediaries. See, for example, *I servizi di investimento. Cosa sono e quali tutele sono previste per i risparmiatori*, ottobre 2012, Consob, Divisione Tutela del Consumatore.

6. The object of managing activity: the Undertaking for Collective Investment (UCI/Oicr)

The regulation of the phenomenon of alternative investment has been achieved mainly by means of the capillary discipline dictated by the active subjects of the collective asset management; otherwise, the aspect of the object of the management activity and, therefore, “the mutual investment funds” (beyond any theoretical discovery regarding the legal nature of the UCIs that will be discussed later on) has not been the subject of efficient exploration by the legislator, as there are many outbreaks of doubts and perplexities feeding the doctrinal salons.

A first problem concerns the systematic aspect: the jurist who investigates mutual funds is destined to collide with a framework of complex sources, as is well known, between European regulations and directives, national transpositions and national rules of Community origin.

The current internal regulatory framework, then, is characterised by a wide deregulation of the topic: the regulation of the various types of funds has been passed by the legislator to a regulation of the Minister of Economy and Finance – after consulting the Banca d’Italia and the Consob - whose task is to determine the general criteria to be met by mutual investment funds (art. 39, comma 1, TUF)⁴³.

In short, a jagged regulatory fabric that, without much difficulty, often falls into some misalignment and functional deficiency.

⁴³ Thus, art. 39 TUF, which is reproduced here for exhibition convenience: “*The Ministry of Economy and Finance, with regulations adopted after consultation with the Banca d’Italia and Consob, determines the general criteria which Italian UCIs must respect regarding: a) the object of the investment; b) the investor categories to which the offer of units and shares are destined. c) whether the fund is open-ended or closed-ended, and the participation procedures, particularly the frequency of unit issue and reimbursement, and any minimum subscription amount and the procedures to be followed; d) the minimum and maximum duration, if any; e) the conditions and procedures for acquiring or conferring assets, both during and after the constitution of the fund. 2. The regulations contemplated by subsection 1 also establish: a) the non-professional investor categories to which the Italian reserved AIFs can be offered, according to the procedures contemplated by article 43; b) the accounting registrations, the statement and the periodic prospectuses which the asset management company must draw up, in addition to those required of commercial enterprises, as well as the obligations to publish the statement and periodic prospectuses; c) the cases in which the asset management company must request admission for the listing of the fund units on a regulated market; d) the requisites and remuneration of the independent experts referred to in article 6, subsection 1, letter c), number 5)*”.

If this is the case, a reconstruction of the starting point and the definitive framework that looks at simultaneously both the supranational and national norms seems - more than fortuitous, in all fairness - a true and proper mandatory passage in the ongoing investigation. It should be added here that the transposition of Directive c.d. "AIFMD" (2011/61 / UE) has played a significant role in the review of the set of definitions, showing an effort of rationalisation of the system which, although not fully accomplished, can be considered appreciable towards a clearer description of relevant facts in the concerned sector⁴⁴.

What has certainly not changed is the articulation of the system into a set of "Chinese boxes", a category and subcategory ensemble in which the point from which it is necessary to start is certainly the collective investment fund (UCI).

The TUF, to Lat. k) of art. 1, provides a definition of it, here to be recalled again for exhibition organics: "*body set up to provide the service of the collective management of assets, the capital of which is obtained from multiple investors by the issue and offer of units or shares, managed upstream in the investors' interests and independently by the same and also invested in financial instruments, credit, including credit backed, in favour of subjects other than consumers, by the UCITS capital, equity or other fixed or non-fixed assets, on the basis of a predetermined investment policy*".

It is inferred, then, that today the UCI are to be found in function, not so much of the legal form (as in the past), but of those elements that characterise the capital of the UCI itself, namely, (i) the modality of capital raising and (ii) the type of investment activity of the capital raised.

⁴⁴ The c.d. AIFMD has been transposed into our order by means of Legislative Decree n. 44, more than eight months after the expiry of the deadline set by the Community legislator for transposition (July 22, 2013), when most other Member States had already enacted implementing provisions (for a concise picture of the state of transposition of Directive in other European countries cfr. *AIFMD: the road to implementation*, curated by Ernst&Young e AIMA (Alternative Investment Management Association), 2013. It should also be noted that, as a result of the customary use of the delegation instrument (requiring secondary regulation to transpose the entire scope of the Community framework in question), most of the modifications introduced to the TUF with d.lg. n. 44/2014 only became effective at the time when the implementing provisions adopted by the competent administrative authorities became effective. This took place on 3 April 2015, when the Decree of the Ministry of Economy and Finance entered into force 5 March 2015, n. 30 on the structure of UCI (the Banca d'Italia and Consob had in the meantime completed, on January 21, 2015, the issuance of the regulatory discipline of their competence). The delays in the implementation of the Directive have led to significant disadvantages for Italian managed asset operators and strong complexities for the operation of foreign managers in Italy.

Moving from the first profile, the legislation provides that the capital of an UCI are raised by a plurality of investors by issuing shares⁴⁵, where "raising" must be understood as the business of who, by promoting as a manager of an other's investment, proposes third-party savers to purchase a financial product⁴⁶.

In regards to the second aspect, the analysis of normative regulation and doctrinal insights returns the framework of an investment activity that is based on the intermediary's managing acts and the aims pursued. Basically, investment activity is based on asset purchasing and transfer - according to investment strategies characterised by a risk fragmentation approach - functionally coordinated to maximise the savers' investment and, consequently, to generate returns, from an exclusively financial point of view, which is apart from the logic of business activity⁴⁷.

The choice of the Community legislator to regulate the UCI in an objective way, depending on the activity in which they are made concrete and abstracting them from their legal status, is explained by the need (i) on the one hand, of extending the forms of service exercised by collective asset management services so that the "reserve of activity" covers all forms of asset management which, regardless of the specific purposes for which they were established and organised, have the nature of a collective investment

⁴⁵ On this point, the main innovation from the past concerns the elimination of any reference to the "public" at which the collection takes place. Before d.lg. n. 44/2014, the public management target was ambiguously framed and there was a risk of not correctly identifying the boundaries of the collected business. The reformed, on the other hand, operates according to a different criterion: for the purposes of applying the TUF's discipline, the investor's professionalism is irrelevant, since discipline debated is not only aimed at the protection of savvy savers, even before regulating the risks that collective management activities, like other forms of financial intermediation, are generated for the entire system and in particular for markets where managers direct their investments. It is clear from this perspective that a hedge fund, albeit reserved for the participation of only professional investors, has a "destabilizing" effect on the market potentially greater than a hedged fund with anchored management at a market benchmark and destined to the retail public. This justifies the abandonment, in the subject matter, of the subjective categories used in public offering (and only based on the protection criteria of potential investors) and the use of more stringent criteria for identifying collection activity. G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in Riv. delle Soc., fasc.02-03, 2015, 387.

⁴⁶ It is the very text of the directive that sets the collection as a true activity in a more marked way than the Italian transposition regulation: an AIF is identified by the fact that the body collects capital (raising capital) from a plurality of investors (Article 4, paragraph 1 (a) (1): note the use of the active form of the verb).

⁴⁷ About this, see, *ex multis*, F. CHIAPPETTA, *Holdings e disciplina della prevenzione dell'utilizzazione del sistema finanziario a scopo di riciclaggio*, in Dir. banca merc. fin., 1996, I, part. 96 ss.; F. MAZZINI, *Le società di partecipazione e le società holding*, in V. Santoro (curated by), *Le società finanziarie*, Milano, 2000, 473 ss.; L. CRISCUOLO, *Gli intermediari finanziari non bancari. Attività, regole e controlli*, Bari, 2003, 144 s.; V. TROIANO, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in F. Capriglione (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, 592 ss

undertaking; and (ii) on the other hand, by the need of ensuring the effectiveness of the discipline and of the harmonisation in the face of a variety of forms of UCIs existing in the various Member States. This is entirely consistent with the decision-maker's choice to regulate the activity of managers regardless of the legal form in which they are held.

On the morphological aspect, the UCIs are part of collective investment undertakings (Italian and EU UCIs) and Alternative Investment Funds (FIA Italian, EU and non-EU); the latter, in turn, include mutual, venture capital and social entrepreneurship funds.

For the purposes here concerned, therefore, it can be asserted that mutual funds are collective asset investment bodies, belonging to the FIA *species*; the investigation must then address what is to be understood in concrete terms of the FIA and what is their characterisation over UCITS, likewise types of UCIs.

Well, the legislator defines the FIA by subtraction, so that FIA are those UCIs that are not deductible between UCITS. So far, nothing to argue with; the regulatory framework appears *prima facie* consistent and functional with the aim of regulating the market for collective investment products according to the standardisation of the relevant features of capital raising modalities and investment activities, in the sense that a defective product of one of the required requirements would remain reasonably unrelated to the market. However, there is a problem where the national legislator does not directly deal with the specification of the contents of the UCITS by restricting itself, in fact, to a pure referral to European regulation and, therefore, to Directive c.d. "UCITS IV" (n. 2009/65/EC).

It is therefore necessary to move on to the European sources aspect. From the Directive's installation emerges, in the evidence, the characterisation of the category for the narrow scope of financial activities in which assets can be invested, in accordance with liquidity parameters, easy determination of the value of the participation shares and the containment of the risks, depending on the "open" nature of the UCITS which give investors a disinvestment right that can be exercised at any time and can exceptionally only be compressed by the manager.

In essence, in the system outlined in the Community Directive, the notion of UCITS is built on the identification of eligible investments and on the principle of risk sharing⁴⁸, but remains in many respects opaque so as not to allow an exact perimeter of the regulated phenomenon. It is not clear whether the funds that should be considered belonging to the category are only the ones which invest the capital raised by the savers in listed securities as a whole (hereby generalising for the purpose of exhibiting the target assets in which the eligible investments are funded); or if, rather, the funds which only invest part of the assets are legitimate too (and, therefore, belonging to the category but *contra legem*). And the question is replicated in the same identical terms with reference to the second of the requirements mentioned, that of "risk sharing": is a fund covering risk sharing measures other than those laid down by the Directive nevertheless a UCITS but illicit, or is it to be placed outside the area of harmonised UCITS?

⁴⁸ Article 1 of Directive 2009/65 / EC must be supplemented with Articles 50, as regards the object of the investment, and 52 with respect to the risk-sharing measures, with reference to the content of the requirements for identifying UCITS. In particular, as far as the first requirement is concerned, the defining norm intersects with the one (seemingly) preceptive contained in art. 50. This second one imposes a strict perimeter of the assets in which capital can be invested, largely coinciding with securities and instruments of the quoted financial market (the stock of target assets is actually much more diverse but for our purposes we can stop here). It is a provision with seemingly delimitative and exclusionary function: the Italian text is, in the first place ("gli investimenti di un OICVM devono comprendere uno o più dei seguenti beni"), less happy than other versions, for which it is clear that investments can not comprise one or more of these assets (in the French version "les placements ... sont constitués uniquement ..." by the same, in the English one "shall comprise only" the same) but the doubt is escaped by the next second comma, which excludes, except for the 10% of the fund assets, any other type of transferable or asset. However, these are not, precisely because of their precarious and non-definitive nature, the provisions that make it clear whether all funds intending to programatically acquire listed securities should (almost entirely) concentrate their resources on this type of investment, or whether they are funded funds whose capital is only partly allocated to them. The definitive standard, however, is pertinent in this regard in pointing out that the directive concerns bodies whose "exclusive" object is investing in listed securities: hybrid funds therefore remain (not irregular in relation to it, but simply) outside the its area of application. Consequently, Art. 50 has no preclusive character, but, contrary to the appearance, concessional or, if so desired, interpretative of the concept of exclusivity (for the opening permitted by the aforementioned second paragraph, with respect to the exclusivity of the object). More complex is the reading of the second requirement, the one of risk sharing.

Beyond the generic data, art. 1 does not go. It is instead art. 52 ss. to declare this principle in percentage terms, raising the question whether they agree to the identification of the case or, if defined elsewhere, they imperatively set the conformation that each fund must assume. The verbal formula used ("A UCITS invests ...": Article 52) does not help (of course, the German text is also the same), but on the other hand, even the versions that use tax-exemptions ("Shall invest", "no peut investir"). See M. CIAN, *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in Banca, Borsa, Titoli di credito, fasc. 3, giugno 2017, pag. 293 e ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, 197 ss., part. 214 ss.

In fact - and the following is also confirmed in recital 10 of Directive 2011/61/EU - the layout of the UCTIS IV directive is aligned with the choice of the European legislator - as mentioned above - to harmonise not the products, but the managers (from the point of view of the activity), leaving instead the regulation of the formers at the national level. The criticisms found are, then, at the level of the regulatory technique used by the domestic legislator who, in defining the FIA by subtraction, should have at least made it sure there was a timely perimeter of the scope of UCITS on European level.

However, the problem seems to fade if we move on the level of secondary regulation. In fact, Banca d'Italia has recently intervened dictating a widespread discipline of the FIA⁴⁹, since, as it is well known, the provisions of the TUF lay down general principles applicable to all FIAs leaving the detailed rules to the Authorities of the sector that, better than the legislator, possess the technical knowledge needed to draw precise regulations, capable of marking the needs of the market and consequently implementing a more prominent protection of relevant interests.

Despite the core of common features to all FIAs, the analysis of regulatory discipline allows them to be classified on the basis of the periodicity of the settlement of

⁴⁹ Reference is made to the c.d. Regulation on Collective Asset Management, issued by the Banca d'Italia with Regulation of January 19, 2015, which was amended recently by a Regulation of December 23, 2016 for reasons of organicity and systematicity as a result of changes made to TUF (i) d.lgs. n. 71/2016 which has transposed Directive 2014/91/EU into our system, with regard to custodian functions, remuneration policies and UCITS sanctions, and (ii) from d.l. n. 18/2016 (converted with Law No. 49/2016), which contains provisions on collective asset management to encourage credit to businesses. The Measures also take into account the provisions contained in the Delegated Regulation (EU) of 17 December 2015, n. 438/2016 (the "UCITS Regulation"), which integrates Directive 2009/65 / EU as regards the obligations of depositors.

In order to summarize the most significant changes, in particular, (i) with regard to the minimum content of the real estate FIA management regulation, it was specified that the SGR will have to calculate the leverage of the funds according to the method of commitments, as provided for art. 8 of Delegated Regulation (EU) n. 231/2013; (ii) it has been integrated the discipline governing the remuneration of the SGR set out in the management regulation, which, besides the management fee, must also include the cost incurred for the calculation of the value of the quota (so-called NAV) if it is done by the SGR and in case it is outsourced to third parties; (iii) in the framework of the criteria and procedures for valuing the assets in which the fund's capital are invested, the forecast has been introduced that SGR may delegate the assignment to the depositary of a UCITS provided that the depositary, in addition to offer appropriate professional guarantees to effectively carry out the valuation function, has separated from a functional and hierarchical point of view the carrying out of custodian functions from fund assets valuation tasks and potential conflicts of interest have been appropriately identified, managed, monitored and communicated to investors; (iv) it has been specified that procedures for selecting a UCITS custodian, the conditions for securing its independence, and how to avoid conflicts of interest between the manager and the depositary will be governed by Chapter 4 of the UCITS Regulation (such regulation also applies to the FIA depositor) and that the content of the appointment contract of the depositary will be governed by UCITS by art. 2 of the UCITS Regulation.

the investment, rather than of object of the investment or, moreover, of the type of subscriber. It goes without saying that from here on, the investigation will remain limited to mutual investment funds consistently with the purposes of this paper.

First of all, let's distinguish between open and closed-end funds, depending on whether investors can subscribe and/or require the redemption of the capital shares on an ongoing basis during the life of the fund or, on the other hand, that the settlement of the investment is permitted only at predetermined dates, coinciding with the expiration of the term of the fund, unless the regulation provides for the possibility of early repayment. The different attitude of the right to require the redemption of the capital shares will inevitably have a bearing on the definition of the fund's investment policy, influencing the choice of assets on which wealth can be allocated. The constant exposure to the settlement claims by the participants implies, in fact, the investment of the assets of open-ended funds in financial instruments traded on a regulated market and in bank deposits of money and (within the limit of twenty percent) in financial instruments not traded on a regulated market; otherwise, the greater stability of the closed-ended fund - remaining in such a case the contribution to the capital fund - allows investments that are not easily settled.

Both open and closed-ended funds can be reserved or not depending on the type of subscriber: reserved FIAs are only for professional investors, while non-reserved FIAs can be subscribed to by general retail customers⁵⁰.

Likewise, the "Guaranteed Funds" (introduced by 31 January 2003, n. 47) may be open and closed-ended, guaranteeing the return of invested capital or, in other words, the recognition of a minimum return. The guarantee of the refund or performance shall be provided by a third party subject to prudential supervision.

Instead, the real estate funds can only be constituted in closed form and they are distinct from the transferable securities funds in terms of kind of investment: in the latter case, the object of the investment consists of listed securities and other money market instruments (*non-fixed assets*), where, in the real estate funds, the assets may be invested

⁵⁰ The purpose of the fund to professional investors means that the Regulation may set limits on investments other than those set out in general terms by the cautious rules for containment and fractionation of risk issued by the Banca d'Italia, thereby allowing management less precautionary than the funds available to investors

exclusively in immovable property, real estate rights and equity investments in real estate companies (*fixed assets*)⁵¹.

7. The setting up of the mutual investment fund: the Fund Regulations between “statute” and “contract”

From the point of view of the origins, the legal existence of the investment funds is linked to the prior resolution of a *Regulation* by the asset management company that defines its organisation and operation; the funds' operation is an effect resulting from the approval issued by the Banca d'Italia.

Actually, the scope of the Regulation goes far beyond the recalled "institutional and organisational function" of the fund, so that, to identify and isolate profiles characterised by collective asset management from the discipline of the managing phenomenon, a focus on the Regulation is as necessary as obligatory, starting from its legal nature.

Re-establishing the legal nature of the regulation is itself a complex task, which requires the theoretician to approach critically the normative text and, even before, to abandon the traditional legal categories, having to deal with a legally complex act that can not be besieged in one rather than another conceptual scheme. Otherwise, the law scholar who was here persuaded to perpetuate an impervious defence of his own dogmatism would inevitably face failure. And in fact, the traditional dogmatic theories here discussed - which have tried to solve the matter by attributing now a purely contractual nature⁵² to the Fund Regulations, in view of a bilateral obligations between the Sgr and the individual investors, now a merely and exclusively organisational nature, as an act exclusively devoted to the discipline of the modes of operation of the fund⁵³ - they are irreparably reductive and unsuitable to mark the real essence of the Regulation.

⁵¹ Finally, with the transposition of the c.d. AIFM, the category of "speculative funds" (modeled on foreign hedge funds and already excluded from the general classification in open and closed funds was suppressed in favor of the new definition of "alternative funds".

⁵² M. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, 195; R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in Trattato di diritto commerciale, Padova, 2004

⁵³ B. LIBONATI, *Valenza organizzativa del regolamento*, in B. Libonati, *Scritti giuridici*, vol. II, Giuffrè, 2013; L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni d'investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, fasc.5, 2016, pag. 1115.

Now, there is no doubt that in the current system (and the analysis of the legislation that follows will address) the Regulation is configured as act content of which is determined by the legislator and, at the same time, investment fund's setting up moment, which works as a kind of "Statute" of the fund, that describes the operating discipline in detail.

Multiple are the provisions that give the Regulation a purely organisational value. It is necessary firstly to have regard to art. 37 TUF and Title V, Chapter I, Sez. I and II, of the Regulation of Banca d'Italia of 19 January 2015 that dictate a widespread discipline of the fund's object and of its operating mechanisms and, within these, that allocate the management and control functions respectively to Sgr and to the custodian bank⁵⁴, and this, has been said, in the perspective of proper functioning of the management activity to the care of the interests of the participants.

It is in this sense that the rules on the approval of the Regulations must be read. The argument of the approval is in fact outlined by the legislator in terms of a real procedural *iter* (with which the investors remain strangers), marked by the two crucial moments (i) of the predisposition of the regulatory text by the board of the Sgr, in compliance with the standards of clarity, consistency, synthesis and completeness, as well as the indications provided by the legislator, and (ii) the final approval by the Banca d'Italia - unless it is a reserved fund - which approves it after verifying the compliance of the act with the regulatory requirements as well as its completeness and compliance with the general criteria.

⁵⁴ A look at the normative data - rather than being useful - is obligatory in the operation in which we are proceeding. They point out, first of all, the indications that come from art. 37 TUF which stipulates, at comma 1, that "... the regulations of each mutual investment fund define the features of the fund, discipline the functioning of the same, identify the manager and the custodian, define the division of tasks between such subjects, and regulates the relationships between such subjects and the fund investors." Not only that, the next comma 2 dictates a widespread discipline of the object of the regulation.

Finally, comma 3 of art. 37 TUF prescribes valid for closed-end funds other than reserved FIA, when it states: "... Pursuant to the regulations of closed-ended funds other than reserved AIFs, general meetings of investors may be held only to decide on a change of manager." The specialties of the unrestricted closed-ended scheme are easy to understand if we consider that, with respect to this type of fund, savers do not have the opportunity to settle their investment at any time but remain bound by the deadlines set out in the Regulations. In this context, shareholders' time constitutes a mechanism for proper balance of interests, which, to a certain extent, allows the structural rigidity of the closed-fund to be remedied. The Banca d'Italia Regulation of 19 January 2015, Title V, provides that the Regulation of each fund must be articulated in three parties: "(i) la parte A è relativa alla scheda identificativa del fondo; (ii) la parte B contiene le caratteristiche del prodotto offerto e (iii) la parte C disciplina le modalità di funzionamento del fondo".

In essence, the Regulation assumes, first of all, a kind of "statutory" nature to the extent that it outlines the fund structure and describes its operating criteria. However, it can not escape that - and it is the same legislation to give evidence of that - the Regulation also reflects an intrinsic contractual nature as a source, at the same time, of relational factors that bind investors, on the one hand, to SGR and the other, at the bottom, referred to as a general discipline.

Confirmation of what has just been said may arise from secondary legislation which recognises in clear terms to the Fund Regulation the function of allowing the investor "*the full and easy understanding*" not only of "*fundamentals*" but also of "*contractual conditions*" (see Banca d'Italia Regulation of 19 January 2015, Section V, Chapter I, Sections I, 3). Which means that the fund Regulations also represent the set of *contractual terms* governing the relevant relationships. In fact, only after the approval of the Regulation by the Supervisory Authority, the fund can be said to be set up and operational and the Sgr is legitimated to start the tasks of shares trading to the plurality of potential investors⁵⁵ and so to articulate binding bundles with investors on the basis of the "*general conditions*" of the Regulation.

In the perspective of enhancing the contractual dimension of the Regulation, it is worthy of note that the subscription of shares⁵⁶ is a crucial moment in the whole situation and is destined to acquire a striking legal value as it indicates:

⁵⁵ Reference is made to the provision of art. 36, comma 2, TUF, under which "... The mutual investment fund participation agreement is disciplined by the fund regulation", delegating, then, to the Banca d'Italia the task of determining the general criteria for the preparation of Regulation of funds other than the FIA reserved as well as its minimum content. The Regulation of the Banca d'Italia of 19 January 2015 Title V, Chapter I, Sez. II, 4.2.2 provides that "... *the participation to the mutual found shall be effected through the shareholders' subscription or purchase in any capacity of the representative certificate of these same*".

⁵⁶ With the subscription of the fund Regulations an investor and Sgr contractual relationship that will be examined further in this work is established. Investment in the fund is incorporated into "investment shares": they are part of the more general category of "financial instruments" for express regulatory provision. According to a well-established opinion, the shares are "real creditors", in particular, causal securities in view of the peculiar relationship that exists between the company and the investors and the reflections that the Rules and the situations may have on that report. Fund shares are equal in value, they grant equal rights and are represented by "registered or bearer certificates". However, the fund regulation may provide that certificates are not materially issued and are replaced by a single "cumulative certificate" deposited with a bank and representing multiple units belonging to a plurality of subscribers. This solution would have two advantages: (i) the first consisting in administrative simplifications because, even if shares were to be sold, certification operations should not be carried out; (ii) the second consists in reducing the risks associated with the circulation of securities (loss, theft, destruction, etc.), since the cumulative certificate would remain in custody at the depositary.

(i) the establishment of the mutual investment fund participation agreement and the simultaneous "conscious renunciation" of the investors of the individuality of their investment⁵⁷ through the "adherence" to the Regulation (unilaterally set up by the management company) as a general discipline of the relation, not unlike what happens with respect to the general terms and conditions laid down in the entry into force of Community law;

(ii) the effect of the allocation of investors capital to the fund in accordance with the purpose of collective management (bypassing, but only temporarily, the question of the legal nature of the fund, which will be further discussed later on);

(iii) the assignment of the mandate given to the Sgr to discretionary manage - while complying with regulatory and regulatory fees - the "capitals disposed" by the relative acquisition of "fund assets", in exchange of its assumption or the obligation to administer the fund assets collectively in accordance with the Regulations and the law, on the one hand, and to settle the individual's investment on request or at maturity, depending on whether the fund is in open or closed form, on the other.

This does not seem to take into account those arguments that appeal to the contents of the Regulation, at a point, and to the relative approval and modification procedure to override its contractual nature.

In particular, in the first case, criticism has been concerned with the nature of "general contract conditions" recognised in the Regulation⁵⁸, on the assumption that the circumstance that it's the legislator to determine the act's content would preclude a

This scheme, as legislated by the legislator, guarantees in each case to each participant the right to obtain the issue of the "single" certificate, resulting in a return to the normal "certificated" regime. It is the custodian bank who has to do so without any charges, either for the investors or for the fund, if anybody requests it. This discipline confirms the assumption that the issue of a single certificate does not affect the rights and the faculties of the individual investors who are entitled to freely and autonomously exercise their rights. This situation, albeit undeniably very similar to what is determined in the case of dematerialisation of securities, differs because the investor still retains the right to request and obtain the single certificate despite the original issue of the cumulative certificate only, while the same right is not guaranteed to those who have completely dematerialized securities.

⁵⁷ In other words, it is necessary to put a brake on the reconstruction of the investor's figure as a person who is incapable of understanding and wanting and recovering rather the desiring dimension of the individual saver, returning dignity and importance to the sacred moment of investment choice. In this regard, opting for collective asset management is the epiphany of the self-determination of the individual who - fully aware of its peculiar characteristics - accepts its terms and conditions. In this sense it is explained, then the particular attention of the legislator to the standards of conduct that must comply with the SGR and in particular the information obligations.

⁵⁸ M. TRECCANI, *Il regolamento dei fondi comuni di investimento*, in I contratti per l'impresa. Banca, mercati, società, (curated by) G. GITTI – M. MAUGERI – M. NOTARI, Bologna, 2012, II, p. 260.

reconstruction in terms of "unilaterally arranged act by the operator ". The weakness of this argument is clear in the light of the new regulatory framework which, in fact, allows operators to articulate the characteristics of the offered products according to pursued strategies and to market demands, and emphasises the manager's power to define in concrete investment policies.

Regarding the second critical aspect, it is sufficient to observe that phenomena characterised by the assignment of the power to predispose and modify the contractual text to one of the two parts of the relationship⁵⁹ are not unknown to the system, without this indicating the failure of the contractual nature of the act; the balance of the system here is reflected in the anticipation of special supervisor authorities and mechanisms to protect the weak part such as, for example, a comprehensive pre-contractual information or the anticipation of the right to withdraw. Likewise, the assignation of the power to modify the Rules of Procedure exclusively to the management company (exercising it by means of a procedure which does not involve an interest of the investors) is not an indication of an intolerable impairment of the contractual autonomy of the single investor such as to deprive the Regulation of its (ontological indeed) contractual nature, where the unilateral change is accompanied by the provision of "exit mechanisms" which, in similar cases, would allow the investor to settle his investment immediately. Here, perhaps, a system correction might consist in the introduction of a general nature forecast that could integrate the "mandatory minimum content" of the management Regulation with the right to withdraw, whenever the manager unilaterally modifies the Regulation during the obligation. In any case, it is worth observing, as a conclusion to such reasoning, on the one hand, that the peculiar characteristics of collective management justify the investors' lack of involvement in the negotiation of regulatory content and/or of changes to the Regulation and, on the other, that guiding the protection of investors and in their place there is the intervention of the supervisory Authority on the weight and scope of the content and/or of the amendments deliberated by the SGR.

⁵⁹ For example, think of contracts concluded by accession through the use of forms known to the European legislator, in respect of which the consumer has no power to conform to the content of the contractual provision nor take part in the modification proceedings. In these cases, the lack of contractual power of the weak subject finds a balance in other guarantees and safeguards, such as - to name a few - the invalidity of the protection rather than the right of withdrawal.

Ultimately, a proper reading of the legal nature of the Regulation requires the exploitation - and not the sacrifice - of its structural and functional peculiarities; otherwise, any thesis that focuses on one of two aspects (organisational or contractual) only, would unjustly compress the reach of an institution, in reality, much more articulated and complex. The foregoing observations thus allow us to conclude in the sense of a complex legal nature of the fund Regulations, in which the statutory and contractual functions find a moment of synthesis and not of mutual exclusion.

Moreover, the conclusion - far from being contradictory - is not new to the panorama of the law, which already knows the existence of a case in which the two functions coexist. Let's look at, for example, the statute and the constitution in the corporate context: for organisational value one and for institutive the other: yet, there is no doubt today that the statute represents the heart of the associative contract (which marks the juridical existence of the society and the associative relationship) in relation to which a relation not of separation but of necessary integration arises.

8. Collective Asset Management: an overview of characterising profiles

What has been discussed so far allows some synthetic considerations on the peculiar features of collective asset management.

First of all, the collective asset management phenomenon can easily be investigated from a functional perspective focusing on the managing performance and on the (objective and functional) moment of the participants' interest in the increment of the value of assets entrusted to others' management. Interest which, as a matter of fact, functionalises the operation of the management company and remains to some extent absorbed in the Sgr's own interest (in turn, SpA).

Compared to what has already been said, it is possible to find further confirmation of this by looking at the secondary rank discipline and, in particular, at the recalled Regulation on collective asset management issued by Banca d'Italia that deals with the phenomenon, regardless of any two-way owner-asset relationship according to the classic ownership model, and that focuses instead on the collective management as an investment activity, functionally intended for investor protection, which is achieved through the

interaction of several entities (Sgr, investors, custodian bank) according to new and more adherent to the financial market demand standards, such as interest, destination and liability.

Against this background, the statement regarding the existence of a significant systematic interference of "trust" in the legal relationship that the Sgr entertains with the investors as a result of the management service, should not sound surprising, not unlike what happens in the scope of the civilian mandate. One fact is certain: in relation to the mandate, the collective asset management is enhanced by further content where the otherness of the interest managed goes together with the discretion of the management company in determining the investment policy and the strategies to be pursued, on which the investors have no interference, control, or supervising power would allow monitoring of the activities being carried out and the assessment of their adequacy to the investment⁶⁰.

It is clear that the proclaimed discretion of the manager's action is greatly mitigated, on the one hand, by the functionalisation of the management to the attainment of the long-term goal of increasing the value of the assets of the managed UCI, thus realising in a mediated way the interests of investors and of the market, and, on the other hand, by the standards of conduct to be met by intermediaries while in business. In other words, the forecast of the essential management lines "standardises", to some extent, the work of the intermediary, and thus contributes to reducing the discretionary profiles⁶¹. These are, as noticed, mechanisms designed by the legislator in order to prevent situations of conflict.

⁶⁰ The only "exception" to the recalled rule is seen with respect to funds formulated in closed-ended form. In this case, the legislator has foreseen a moment of general meeting as a counterweight to the constraint of the deal to which the investors of closed-ended funds are subject, which may require the settlement of their investment only to the deadlines set out in the Regulations. As for the powers of the general meeting - which has the power to adopt binding decisions with regard to the Sgr and the investors - the reformed art. 37 TUF states in the third comma that "... Pursuant to the regulations of closed-ended funds other than reserved AIFs, general meetings of investors may be held only to decide on a change of manager".

Article. 37 TUF reinstates to private shareholders the creation of the shareholders' meeting in the case of reserved funds, in which case the regulation may include or not foresee its establishment, with the consequent compression of the investor's powers of address.

⁶¹ In any case, it has been noted that the manager's discretion, although being "circumscribed" from the sources (contractual and legal) now invoked, is not tout court non-existent. It can not be denied that, within the limits described, there is a margin of discretionary judgment which is not likely to be reviewed on the merits: in particular, consider choosing to invest in a title rather than another competitor if both in accordance with fund's investment policies; or, moreover, the decision on investment/disbursement time limits in a particular title, if it is in line with the portfolio management criteria and is adequate in relation to the underlying type. P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Delle Soc., fasc. 6, 2015, 1138.

This leads to question whether or not the relationship between management companies and investors can be modelled on the rationale similar to the one behind the mandate.

For now, it is sufficient to note that the collective asset management is, to a large extent, characterises as being a "boundary management" on three different levels:

- (i) in the aim, identified in the interests of investors and of the market, so that management must tend not to increase the assets of the Sgr but that of the managed UCIs;
- (ii) in the methods, as it is a management characterises by the obligations and responsibilities of the private mandate, according to art. 36 TUF; and lastly,
- (iii) in the content, dictated by the management Regulations and, for what concerns the closed-ended funds, by the management addresses that come from the collectivity of the investors⁶². These topics will be the subject of specific further study⁶³.

Consequently - and it is precisely in this that asset management companies differ from the traditional corporate frameworks governed by the civil code - there is no room for an automatic transposition of corporate governance rules into Sgr; on the contrary, whenever the problem of filling a legislative vacuum is put to the interpreter, it is required to verify compliance with the structural features and with the aims of the collective asset management with reference to the concrete case.

A further observation allows to broaden the boundaries of reflection.

It seems that the entire management company as a whole is itself the body that performs the management functions of the managed undertaking of collective investments, even though taking into account those profiles of specialties that mark the difference between the "Sgr-Fund" and the "directors-shareholders" relationship: in the latter case, the directors manage a joint venture in the common interest of the shareholders in order to maximise the economic return on invested capital; otherwise, the management

⁶² In this sense, see Trib. Milano, ord. del 13 december 2012.

⁶³ For the highlighted features, collective management differs significantly from individual portfolios management. And in fact, the financial intermediary always carries out an investment activity, but in individual management interacts with a single investor for the entire duration of the relationship, in collective management he collects the asset of many investors to manage it collectively, thus acting to pursue the interest of the community. In the two cases the object of the investment is different: while in the individual management the intermediary invests its client's asset only in financial instruments, in the collective management the saver, through the manager, acquires a stake in an UCI, constituted not only by financial instruments but also by other assets (such as credits, transferables and/or real estates).

company's mandate (given by investors) is solved in the active management (according to the criteria provided by law and by the Regulations) of a "capital" and is not entirely absorbable to the corporate model, not even in c.d. closed-ended funds, where - as it is the case with corporate companies - investors contributions can be settled only at pre-established deadlines⁶⁴.

The observation, then, is the source of further application problems that affect, even before the law scholar, the sector operator, in so far as it leads to question on whether and to what extent the discretion of the Sgr may be disputed *ex post* or if the c.d. *business judgment rule* which, in guaranteeing the operation of the management body, provides a margin for insight into the merits of concrete investment choices, is extensible to Sgr.

In other words, the fundamental question that urges the technician is whether the path leading to structuring relations between Sgr and the investment fund in *latu sensu* terms of company-administrator relationship is viable or if, rather, the relationship must be connected to the typical case of the private mandate and could, therefore, be read in the light of a bilateral obligation.

This is precisely the focal point on which the following survey is intended to be addresses - without any claim of exhaustiveness.

⁶⁴ In the latter case, in fact, the theoretical negotiability of the units of the funds does not correspond to a liquid secondary market, especially if it is closed-ended funds (with the exception, perhaps, of the hypothesis in which quotas are admitted to listing).

CAPITOLO II

La Natura Giuridica dei Fondi Comuni di Investimento: una proposta ricostruttiva

§ § §

1. Il Fondo Comune di Investimento: profili problematici

L'analisi sin qui condotta ha portato all'evidenza l'irrimediabile specialità dei fenomeni di gestione collettiva del risparmio rispetto al modello tradizionale delle SpA, fosse anche soltanto per la differente funzione economica che esse sono deputate ad assolvere nel mercato finanziario: tecnica giuridico-formale di raccolta di capitali sul mercato da funzionalizzare allo svolgimento dell'attività di impresa, le SpA, e, amministrazione attiva a titolo oneroso di un patrimonio altrui e nell'interesse altrui, le Sgr.

Ma anche laddove ci si sposti sul versante relazionale, il quadro dei soggetti coinvolti dal fenomeno della gestione collettiva del risparmio mostra immediatamente un'articolazione significativamente più complessa rispetto alle SpA: al rapporto tra la Sgr e gli investitori si affianca quello tra gli investitori ed il fondo e, ancora, quello tra la Sgr ed il fondo ed i corrispondenti fasci di rapporti intrattenuti con la banca depositaria.

È chiaro che una ricostruzione della natura giuridica delle fattispecie relazionali interessate dal fenomeno della gestione collettiva non può che passare da un preliminare inquadramento dell'istituto del fondo comune di investimento, a proposito del quale il dibattito non può dirsi ancora sopito e ciò, forse, in ragione della marcata specialità dell'istituto e della sua "resistenza" all'applicazione di soluzioni interpretative tradizionali non calibrate sulle peculiarità del fenomeno collettivo sottostante.

Non si tratta - è bene chiarire prima di addentrarci nel vivo della discussione - di una pura disquisizione che esaurisce la sua portata sul piano dogmatico; significative sono, infatti, le ricadute sul piano applicativo dell'adesione all'una piuttosto che all'altra teoria, sol che si consideri la questione in punto di regime di responsabilità della Sgr o, ancora, la problematica della trascrizione ove si tratti di fondi immobiliari.

Occorre, ancora una volta, muovere dalle indicazioni che provengono dal dato normativo.

Nel sistema delineato dal legislatore - agli articoli, in particolare, 1 e 36 TUF - il fondo comune di investimento si configura in termini di “*patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore*”, distinto a tutti gli effetti, sia dal patrimonio della società di gestione del risparmio, sia dal patrimonio dei singoli investitori con i cui apporti è stato costituito⁶⁵.

E ancora, l'autonomia del fondo viene ripresa ed enfatizzata dal comma 4 dell'art. 36 TUF che, in punto di regime di responsabilità, statuisce che “*...delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti*”.

Due sono i profili di attenzione che affiorano dal dato positivo e su cui occorre indirizzare la riflessione per un adeguato approfondimento della questione: (i) per un verso, la complessità dei fondi comuni di investimento come fenomeno al quale fanno capo una pluralità di centri di interesse (non soltanto la società di gestione, ma anche la collettività dei partecipanti e la banca depositaria) e ciò, è chiaro, è elemento che amplifica la difficoltà di ricostruire l'istituto in chiave dogmatica; (ii) per altro verso,

⁶⁵ Art. 1, lett. j), TUF, lettera già modificata dall'art. 5, D.L. 351 del 25.9.2001, convertito in L. n. 410 del 23.11.2001 e poi sostituita dapprima dall'art. 32, comma 1 del D.L. n. 78 del 31.5.2010, convertito in L. n. 122 del 30.7.2010 e infine dall'art. 1 del d.lgs. n. 44 del 4.3.2014.

Ancora, i commi 4 e 5 dell'art. 36 TUF, stabiliscono che “*4. ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti. 5. Le quote di partecipazione ai fondi comuni, sono nominative o al portatore, secondo quanto previsto nel regolamento del fondo. La Banca d'Italia può stabilire in via generale, sentita la Consob, le caratteristiche dei certificati e il valore nominale unitario iniziale delle quote, tenendo conto anche dell'esigenza di assicurare la portabilità delle quote*”.

l'essenza del fondo quale "*patrimonio autonomo*", come tale scisso dalla Sgr alla quale competono (soltanto) poteri di amministrazione attiva. La particolare e quasi singolare insistenza del legislatore nel sottolineare l'autonomia del fondo comune di investimento si spiega, sicuramente, in ragione della preoccupazione di assicurare una tutela quanto più pregnante agli interessi degli investitori oltreché di proteggere il loro patrimonio sia da comportamenti opportunistici della Sgr, sia da eventuali azioni dei terzi.

Tuttavia, proprio questa ostentata autonomia del fondo evoca l'annoso interrogativo se, sotto il profilo prettamente strutturale, il fondo comune integri una fattispecie di "segregazione patrimoniale" - secondo lo schema della dissociazione fra proprietà e controllo dei patrimoni, oramai ben nota anche alla nostra esperienza giuridica - o, piuttosto, un autonomo soggetto di diritto, distinto e dalla Sgr, e dai sottoscrittori.

In questa prospettiva si colloca, dunque, il vivace dibattito - in punto di natura giuridica del fondo di investimento e "titolarità" dei beni costituenti il fondo medesimo - che ha logorato gli studiosi della materia, nella convinzione che lo scioglimento dei menzionati "nodi gordiani" consenta l'individuazione di un "sistema" di riferimento al quale appigliarsi per la risoluzione delle ulteriori connesse questioni (e, prima fra tutte, il regime di responsabilità) poste da una disciplina, a tutt'oggi, lacunosa. Del resto, non deve stupire che la diffusione nell'esperienza domestica di fenomeni "esterofili" quali i fondi comuni di investimento abbia impegnato la dottrina nella articolazione di una "architettura dogmatica" di riferimento: ed infatti, le fattispecie di separazione patrimoniale in generale, da un lato, impongono una rimeditazione di categorie assiologiche (l'assolutezza del diritto di proprietà, l'impossibilità dei privati di destinare i patrimoni a finalità meramente individuali, alla necessità che l'intero patrimonio di un soggetto rappresenti la garanzia dei suoi creditori, salve beninteso le eccezioni di legge) tradizionalmente ritenute inderogabili nell'ordinamento domestico e, dall'altro, vengono assorbite senza alcuna preventiva opera di adattamento al sistema vigente, lasciando all'esclusiva cura degli interpreti l'integrazione e l'armonizzazione dei nuovi istituti nella tradizione giuridica.

Se così è, per meglio comprendere il ruolo sistematico e l'attuale configurazione concettuale del fondo di investimento, è necessario dare atto dello scenario di partenza. Nell'itinerario di indagine proposto, muovendo dal preliminare inquadramento del concetto di patrimonio autonomo, si tenterà di tratteggiare in chiave ricostruttiva il

percorso evolutivo dei fondi comuni di investimento nella nostra esperienza giuridica, passando in rassegna le principali teoriche che, ancora oggi, si contendono il campo in punto di natura giuridica del fondo e ciò al fine di verificarne la bontà e la tenuta alla luce del novellato assetto normativo.

2. Verso la “specializzazione della responsabilità patrimoniale”

Occorre prendere le mosse da una premessa di tipo dogmatico: le varieguate manifestazioni di segmentazione patrimoniale – pur nelle differenti formulazioni terminologiche di “*patrimoni segregati*”, “*patrimoni separati*” e “*patrimoni autonomi*” che ci si appresta ad esaminare – non possono che leggersi nel segno di una deroga al principio di responsabilità patrimoniale generica del debitore *ex art. 2740 c.c.* – “*il debitore risponde dell'inadempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri*” - in forza del disposto di cui al secondo comma, a mente del quale “*le limitazioni della responsabilità non sono ammesse se non nei casi stabiliti dalla legge*”⁶⁶.

⁶⁶ Il principio contenuto nell'art. 2740 riveste un'importanza giuridica fondamentale in tutto il sistema del diritto privato, giacché senza la prevista responsabilità patrimoniale le obbligazioni risulterebbero un concetto astratto e vano privo di rilievo pratico. La dottrina si è a lungo interrogata sulla portata del principio della garanzia patrimoniale generica del debitore e, di recente, si è fatto riferimento a tal fine, ricorrendo anche all'autorità delle fonti, al concetto di “separazione fra debito e rispondenza” o, per prendere in prestito la terminologia tedesca, fra *Schuld* (debito) e *Haftung* (rispondenza). In questa prospettiva, il primo rapporto altro non è che uno stato di pressione psicologica, in cui il debitore si trova per il semplice fatto dell'esistenza di un'obbligazione giuridica, che gli impone di eseguire una data prestazione a favore di una persona ed ha come corrispettivo una legittima aspettativa del creditore di ricevere la detta prestazione per il solo fatto che gli è legittimamente dovuta. Il secondo rapporto, invece, è lo stato di assoggettamento di una o più cose o dell'intero patrimonio del debitore al soddisfacimento del credito della controparte ed ha per corrispettivo un diritto del creditore di far valere il detto assoggettamento allo scopo di rendere più probabile l'adempimento della prestazione dovuta e di ottenere l'oggetto o il valore dell'oggetto della prestazione stessa, se essa non venga spontaneamente eseguita. Di conseguenza, il diritto del creditore è nella rispondenza, che colpisce non il debitore ma ciò che per lui risponde, cioè i suoi beni o quelli di altra persona che si sia obbligata per lui, mentre nel debito il creditore non ha che un'aspettativa dell'adempimento personale. I due rapporti sarebbero autonomi, pure essendo intimamente connessi. La connessione non esclude però che il debito sia un concetto distinto e diverso da quello dell'obbligazione. La dottrina ha avuto fautori entusiasti e oppositori convinti. Essa contiene una parte di verità laddove l'adempimento personale del debitore in molteplici casi e specie nelle obbligazioni di fare è fondato sulla fiducia che si ha nel debitore, che senta l'obbligo giuridico di compiere quanto ha promesso. Se egli non vuole adempiere, neppure il concorso di tutte le forze di terra, di mare e di cielo, che possiede lo Stato, e pone a disposizione del creditore, possono ottenerne l'adempimento. Ma non può elevarsi a dottrina generale delle obbligazioni, in quanto anche nelle obbligazioni di fare non trattasi di una semplice aspettativa, giacché il giudice condanna l'inadempiente a corrispondere in danaro il valore della prestazione non eseguita. È vero che il valore della prestazione è cosa ben diversa dalla prestazione, ma il conseguire il valore è l'esercizio di un diritto e non di una semplice aspettativa da parte del creditore. In quanto poi alle

Il principio vuole, nella sostanza, che l'intero patrimonio del debitore costituisca la c.d. garanzia generica dei creditori nel rispetto della regola della *par condicio creditorum*, salve, ovviamente, eventuali cause legittime di prelazione. In altri termini, in forza della disposizione di cui all'art. 2740 c.c. tutto il patrimonio (“uno e solo”) del debitore è gravato da un generico vincolo di destinazione al soddisfacimento delle obbligazioni contratte a beneficio di tutti i suoi creditori ed eventuali deroghe sono ammesse, in forza del secondo comma, solo se espressamente previste dal legislatore⁶⁷.

Ai fini che qui interessano, la disposizione dell'art. 2740 c.c. rappresenta, quindi, il punto di osservazione privilegiato per analizzare e comprendere come, nel tempo, si sia differentemente atteggiata la relazione tra soggetto e patrimonio, sulla scorta degli approdi dottrinali in punto di “soggetto di diritto” e della evoluzione che ha segnato il modo stesso di intendere il patrimonio.

Sotto il primo profilo, può ritenersi oramai pacifico che il soggetto di diritto sia entità che si qualifica – oltre che per l'essere un autonomo centro di imputazione di situazioni giuridiche soggettive attive e passive – anche per l'ontologica capacità di autodeterminarsi e dunque di affermarsi nella scena giuridica come “soggetto agente”⁶⁸.

obbligazioni di dare, consistenti nell'obbligo di consegnare una cosa certa e determinata e in genere per tutte le obbligazioni per le quali è possibile l'esecuzione specifica e il giudice l'ordina, il creditore consegue ciò che gli era dovuto. Trattasi, dunque, di una visione parziale del fenomeno, che si scambia per una manifestazione totalitaria. Praticamente, poi, non giova la scissione del rapporto di debito da quello della rispondenza, giacché complica il regolamento del rapporto di obbligazione e non serve certo ad avvalorare nella coscienza del debitore. V., per tutti, E. ROPPO, voce «*Responsabilità patrimoniale*», in Enc. del dir., vol. XXXIX, s.d., Milano, 1988, 1050 ss., e Id., *La responsabilità patrimoniale del debitore*, in Trattato di diritto privato diretto da P. Rescigno, vol. XIX, 2a ed., Torino, 1997, 508 ss.; L. BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali*, in Il codice civile. Commentario diretto da P. SCHLESINGER (artt. 2740-2744), Milano, 1991.

⁶⁷ La reale portata di tale principio si può cogliere soltanto allorché ci si collochi al tempo dell'entrata in vigore del codice civile, quando la valutazione del merito creditizio si basava essenzialmente sulla stima della consistenza del patrimonio del debitore. In un siffatto contesto, v'era tutto l'interesse a favorire la concessione del credito in funzione dello sviluppo economico che si sarebbe realizzato soltanto garantendo a tutti i creditori la possibilità di soddisfare il proprio credito su tutti i beni dell'obbligato. Conseguentemente, il principio di responsabilità patrimoniale del debitore diveniva strumentale a garantire l'efficiente funzionamento del sistema economico a tempo vigente. Alla luce di tale visione, l'inespropriabilità di uno o più beni da parte della generalità dei creditori, perché posti a garanzia solo di un ristretto gruppo di essi, risultava in contrasto con l'utilità sociale del tempo. Sul punto, P. CARLUCCIO, *La garanzia patrimoniale generica*, in Giurisprudenza ragionata. Gli approfondimenti, (diretta da R. GAROFOLI), *Obbligazioni e responsabilità* (a cura di P. Carluccio), Roma, 2010, Tomo II, p. 259; *Relazione del Ministro Guardasigilli al Codice Civile*, Roma 1943, n. 1124, p. 788; M. NUZZO, *L'evoluzione del principio di responsabilità patrimoniale illimitata*, in *Gli strumenti di articolazione del patrimonio: profili di competitività del sistema* (a cura di G. CAPALDO – M. BIANCA), Milano, 2010, p. 307 ss.

⁶⁸ L'assunto non subisce eccezioni neppure nelle ipotesi di soggetti incapaci per i quali il codice civile prevede l'attribuzione a terzi del diritto di esternare la volontà dell'incapace. Si tratta qui di ipotesi del tutto eccezionali in cui la finalità di tutela - dei minori o dei soggetti affetti da deficit psico-fisici -

Quanto al secondo termine della relazione, nell'ottica del presente lavoro una riflessione che ambisca a cogliere l'incidenza sistematica delle varie fattispecie di "patrimoni segmentati" sulle categorie concettuali con cui il privatista è chiamato a confrontarsi, appare tanto più necessaria non appena si consideri la stratificazione concettuale che connota i concetti di "autonomia" e "separazione" del patrimonio.

Se si guarda al dibattito dottrinale che ha accompagnato il secolo scorso, si registra, all'evidenza, una mutata sensibilità rispetto alla categoria "patrimonio": dalla concezione statica del "patrimonio di garanzia" inteso quale *universitas* di beni e valori propri dell'individuo attraverso cui questi esercitava la "signoria del volere proprio" ed affermava, quindi, la sua massima potenza⁶⁹, lo sviluppo dei mercati e le istanze

perseguita dall'ordinamento marca così segnatamente l'istituto da impedirne l'esportazione in settori radicalmente diversi, quale quello dei fondi comuni di investimento. Qui lo scopo di incremento della ricchezza che connota l'istituto è, all'evidenza, inconciliabile con quello mutualistico degli istituti a tutela degli incapaci.

⁶⁹ Nella prima metà del XIX secolo, la visione antropocentrica, di stampo giusnaturalistico e illuminista, faceva sì che il patrimonio venisse considerato alla stregua di una mera emanazione della persona fisica, sua propria proiezione nel mondo delle cose. In questo periodo in sostanza si riteneva che il patrimonio non costituisca un soggetto esteriore, ma una pura astrazione. È la stessa personalità dell'uomo posta in rapporto a diversi oggetti dei suoi diritti", ciò da cui derivava l'idea secondo cui: (i) la proprietà del patrimonio è indivisibile come la personalità stessa di colui al quale esso appartiene; (ii) l'uomo non acquista il suo patrimonio. Ogni individuo possiede *ipso iure*, in forza della sua personalità, un patrimonio che può bene aumentare o diminuire, ma di cui non potrebbe essere privato fuorché perdendo la sua stessa personalità. Una simile teoria – che implica l'interdipendenza tra unicità del patrimonio e regime della responsabilità patrimoniale – venne accolta dai giuristi italiani sulla scorta della "teorie su patrimoine" elaborata dalla dottrina francese di Aubry e Rau nel XIX secolo. Secondo i due autori francesi, il "patrimonio è un diritto che trova il suo fondamento nella stessa personalità" del proprietario: la persona non ha un (diritto sul) patrimonio, ma è un patrimonio, nel senso che per il diritto privato essa s'identifica con la vicenda patrimoniale che le compete. Dalla premessa che il 'patrimonio' costituisce la proiezione inscindibilmente connessa alla personalità del soggetto di diritti, e allora necessariamente unitario, si derivano i seguenti corollari logico-prescrittivi: i) ogni persona ha un patrimonio e non può separarsene, se non perdendo la personalità; ii) ogni persona non ha che un solo patrimonio; iii) ogni patrimonio deve necessariamente essere imputato ad una persona. C. AUBRY E C. RAU, *Cours de droit civil français, d'après l'ouvrage de M. C.S. Zacharie*, Paris, 1856-1858.

Alla teoria elaborata dalla disciplina francese è seguita l'elaborazione della *Zweckermoenstheorie*, ad opera della Scuola Storica e dalla pandettistica tedesca, che nel tentativo, sul piano concettuale, di spiegare soggettività diverse da quella dell'uomo – introdusse il concetto della destinazione patrimoniale,

sulla base della considerazione secondo la quale il patrimonio non è necessariamente di qualcuno, ma essenzialmente *fur etwas* e, dunque, scopo. La dottrina tedesca pone al centro del diritto privato l'etica della libertà kantiana, v. F.C. VON SAVIGNY, *Sistema del diritto romano attuale*, trad. it. di V. SCIALOJA, vol. I, Torino, 1886, p. 342, secondo il quale "[m]ediante queste due specie di diritti dunque, proprietà ed obbligazioni, viene ad essere esteso oltre i limiti naturali del proprio essere il potere della persona, che ne è investita. Ora lo insieme dei rapporti, che estendono in siffatto modo il potere di un individuo, viene chiamato patrimonio di esso, e lo insieme degli istituti giuridici, che vi si riferiscono, diritto patrimoniale".

In definitiva, il successo storico della teoria del patrimonio si deve ad un duplice ordine di ragioni: (i) per un verso, la centralità assegnata al soggetto ha assolto ad un ruolo di garanzia rispetto alla persona umana in quanto ha negato in materia civile e commerciale la natura satisfattiva dei rimedi implicanti una costrizione fisica; (ii) per l'altro, sul piano tecnico, la cristallizzazione della relazione biunivoca soggetto-

promananti dal ciclo economico hanno veicolato il transito verso il più dinamico e flessibile “patrimonio di impresa”, nella consapevolezza che patrimonio non è soltanto la mera sommatoria dei beni riconducibili al titolare ma è concetto “elastico” che riflette l’innata capacità espansiva dell’agire umano ed è, conseguentemente, in grado di svilupparsi attraverso circuiti sempre più innovativi e di adattarsi, altresì, alle esigenze mutevoli di un mercato in continuo divenire. Una vera e propria metamorfosi questa e, in una prospettiva evolutiva, non è fuor di luogo affermare essa potrebbe spingersi sino al punto di approdo di consacrare un nuovo modello relazionale in cui il patrimonio – e non il soggetto - diviene il punto di incidenza del vincolo e della responsabilità, e ciò in perfetta coerenza con l’evoluzione del processo economico che sostituisce il capitale all’uomo quale protagonista della scena sociale.

È proprio entro la cornice del mutato contesto economico-culturale che si iscrive il “massiccio” intervento del legislatore nel senso di prevedere – ora per ragioni umanitarie, sociali o di tutela di interessi di diversa natura ritenuti meritevoli di protezione, ora per la necessità di agevolare l’accesso al credito e le transazioni economiche, riducendo i costi dei finanziamenti – che taluni cespiti o categorie di cespiti, pur continuando a far capo ad un medesimo soggetto, venissero a costituire un c.d. “*patrimonio separato*”, soggetto all’azione esecutiva delle sole categorie di creditori “particolari” indicate dal legislatore⁷⁰.

patrimonio informa la teoria dei beni del principio volontaristico, cosicché – in via generale - il proprietario non possa essere spogliato dei suoi beni se non previa manifestazione del consenso; al contempo, si afferma il principio della soggezione dei beni alla garanzia ed all’azione esecutiva dei creditori.

⁷⁰ Si pensi, ad esempio, all’acquirente di un bene gravato di ipoteca verso un terzo che è tenuto verso costui per l’ammontare dell’iscrizione ipotecaria, ma soltanto col bene su cui l’ipoteca è iscritta, piuttosto che alla fattispecie del fondo patrimoniale costituito a vantaggio della famiglia *ex* art. 167 e ss. c.c., o, ancora, al regime delle obbligazioni sociali nelle società semplici (art. 2267 c.c.), o nelle società in accomandita semplice (art. 2313), o, ancora, nelle società per azioni (art. 2325), piuttosto che nei fondi di previdenza e assistenza che, *ex* art. 2117 c.c., sono fondi speciali costituiti dall’imprenditore - con o senza il contributo dei lavoratori – destinati esclusivamente alla previdenza e all’assistenza e in quanto tali insensibili alle pretese degli altri creditori dell’imprenditore.

Analisi di *law and economics* dimostrano ormai da tempo l’efficienza dell’aumento dei fenomeni di segmentazione patrimoniale che, infatti, consentirebbe il contenimento dei costi di *agency*, intesi come i costi sostenuti dai creditori per controllare i comportamenti elusivi e gli atti distrattivi dei propri debitori. Per effetto della separazione delle masse si creano due categorie di creditori – quella dei creditori generali e quella dei creditori particolari – ciascuna delle quali può concentrare la propria attività di *monitoring* solo sulla porzione di patrimonio a sé destinata, con conseguente riduzione dei costi. Tuttavia, deve tenersi presente che il medesimo risultato – e dunque una più pregnante tutela di determinate classi di creditori tramite l’articolazione di un patrimonio – può essere raggiunto percorrendo la via della c.d. soggettivizzazione, consistente nella creazione di un nuovo soggetto di diritto che risponda delle proprie

Come tutto ciò sia stato possibile in un sistema costruito sulla premessa dell'unicità del patrimonio e della sua riconducibilità ad un soggetto è agevole comprenderlo ove si osservi che è proprio l'impianto codicistico ad offrire lo strumento tecnico-normativo idoneo al risultato ottenuto e, ovvero, la possibilità di derogare al principio della garanzia patrimoniale generica di cui al secondo comma dell'art. 2740 c.c.

Di qui, l'effetto di una sempre più accentuata "specializzazione della garanzia patrimoniale"⁷¹, giustificata all'apparenza in ragione delle esigenze di un mercato despota che richiede modelli di azione sempre più efficienti e competitivi ma che, in realtà, deve il suo successo all'effetto che consegue alla articolazione di patrimoni segmentati e, ovvero, la creazione di forme più evolute ed assorbenti di tutela dei creditori finanziari. Si tratta evidentemente d'una conferma, ove ve ne fosse bisogno, della crisi delle garanzie reali che, legate come sono ad una concezione statica dei beni, appaiono sempre meno adeguate ad un sistema economico che pone il suo baricentro non nel valore d'uso, ma nel valore di scambio.

È chiaro che, innanzi al moltiplicarsi, per un verso, delle ipotesi di limitazione alla responsabilità patrimoniale generica e, per l'altro, degli stessi patrimoni riconducibili al medesimo titolare senza ricorrere a nuove soggettività, il dogma della "unità patrimoniale" fondamento delle teoriche tradizionaliste è destinato a frantumarsi, con ciò suffragando l'idea che l'originario rapporto biunivoco tra titolare e patrimonio si presta oggi ad essere investigato mediante la nuova chiave della "funzione" che superi i classici schemi dominicali, del tutto coerentemente con l'affermarsi del patrimonio nella sua dimensione dinamica di "patrimonio di impresa".

Insomma, occorre stravolgere il modo di intendere i rapporti tra titolare e patrimonio, abbandonando la rigida prospettiva della "appartenenza" a favore di quella più duttile della "funzione", nella consapevolezza del mutato punto di aggregazione dei beni che si affranca dalla visione antropomorfizzata del soggetto a favore dello scopo;

obbligazioni con il proprio patrimonio (ad es. costituzione di Srl o Spa unipersonali), oppure quella della segregazione patrimoniale

⁷¹ L. EGIZIANO, *Separazione patrimoniale e tutela dei creditori. I patrimoni destinati a uno specifico affare*, Torino, 2009, p. 15; L. BULLO, *Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2645 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36, comma 6°, del TUF: quale modello di segregazione patrimoniale?*, in *Rivista di Diritto civile*, 2012, fasc. 4, pt. 1, p. 535; Id. *Separazioni patrimoniali e trascrizione: nuove sfide per la pubblicità immobiliare*, in *Quaderni della Riv. dir. civile*, Padova, 2012; A. ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati delle società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2002, fasc. I, pag. 550

scopo che, dunque, nella articolazione del tessuto relazionale che si sviluppa attorno al patrimonio prende il posto e si sostituisce definitivamente al soggetto⁷².

In quest'ottica, la valorizzazione di uno scopo, di un interesse legittima l'operazione di delimitazione e scorporamento di un compendio di beni dal patrimonio del debitore, sottratti alla garanzia generica dei creditori. E a questo punto la partita si gioca sul piano della gradazione degli interessi: quanto più un interesse sarà considerato meritevole di tutela, tanto più esso sarà in grado di stressare l'eccezione al principio dell'unità patrimoniale e così giustificare il sacrificio dell'interesse generale del ceto creditorio.

3. Le articolazioni della segmentazione patrimoniale

Nel percorso argomentativo tracciato, momento propedeutico alla ricostruzione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento è l'analisi del concetto di “*patrimonio autonomo*” cui fa riferimento il TUF nel definire la fattispecie.

Non si tratta di una pura esigenza dogmatica bensì di un reale bisogno di comprensione del fenomeno che il giurista avverte nell'approcciarsi ad una materia connotata, per un verso, dalla assenza definitoria del lemma “*patrimonio autonomo*” e, per l'altro, dalla convivenza selvaggia del concetto di “*patrimonio autonomo*” con altre manifestazioni di segregazione patrimoniale, in una confusione terminologica che non consente, allo stato attuale, l'individuazione di una chiara linea di *discrimen* sulla base dei soli indici normativi. Ed infatti, nonostante il legislatore abbia “di fatto” superato il

⁷² Il *favor* per un'impostazione oggettivistica incentrata sullo “scopo” anziché sull' “appartenenza” e la conseguente elaborazione di diverse concezioni di “patrimoni separati” ha determinato il diffondersi di alcune teorie radicali quali la c.d. teoria dei patrimoni di destinazione. Essa origina dal ripudio delle teorie c.d. finzionistiche della persona giuridica e muove dalla considerazione per cui fingere l'esistenza di una personalità giuridica quale maschera artificiale dell'uomo non significa altro che affermare implicitamente l'inesistenza di soggetti diversi dall'uomo; di qui, l'esplicita affermazione dell'inesistenza del soggetto. In una prima fase la teoria dei patrimoni di destinazione si presenta come teoria dei patrimoni senza soggetto: è allo scopo che viene attribuita la valenza di punto di riferimento unificatore del patrimonio, al pari della persona fisica, a questa alternativo per risolvere il problema delle masse patrimoniali prive di un titolare, senza ricorrere alla *fictio* della personificazione. Lo scopo assume rilievo solo in assenza del soggetto e, anzi, l'appartenenza di una massa patrimoniale ad uno scopo viene ritenuta incompatibile con l'appartenenza della medesima ad un soggetto. I patrimoni di destinazione sono patrimoni adespoti, privi di alcun titolare. O meglio, nel suo nucleo essenziale la teoria dei patrimoni di destinazione si presenta, originariamente, come un tentativo di spiegare l'esistenza di norme che configurano l'unità funzionale di masse patrimoniali provvisoriamente prive del titolare, senza ricorrere al sistema delle personificazioni. Cfr. M. BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, 124-132, Padova, 1996.

concetto di unicità del patrimonio, non si è preoccupato di chiarire, al contempo, l'esatta portata dei sintagmi "*patrimonio segregato*", "*patrimonio separato*" e "*patrimonio autonomo*", in cui pare articolarsi la segmentazione patrimoniale; sembra, piuttosto, che gli stessi siano promiscuamente utilizzati, nella teoria e nella prassi, con un grado di confusione tale da imporre - a chi intenda occuparsi del tema - una preliminare operazione di riordino semantico, sulla scorta degli approdi dottrinali e giurisprudenziali.

Ma più in generale, l'indagine si rende necessaria allorché si consideri che storicamente la segmentazione patrimoniale è sempre stata avvertita come un "problema" dal giurista di *civil law*, legato com'è ad un sistema che trova nel "soggetto di diritto" il suo fondamento concettuale e, conseguentemente, relega il patrimonio alla condizione di mera proiezione del soggetto.

L'obiettivo dell'analisi che segue vuole essere quello di verificare, quindi, se ed in che misura nel nostro ordinamento vi sia spazio per una categoria unitaria di "*patrimonio segmentato*" o se, piuttosto, la diversa graduazione della separazione patrimoniale nel nostro sistema conduca ad una molteplicità di fattispecie distinte non riconducibili ad unità.

3.1 Patrimoni segregati

Occorre muovere dal concetto di "*segregazione patrimoniale*", articolazione tipica della segmentazione patrimoniale e nozione foriera di non poche incertezze che hanno indotto i teorici del diritto a prendere spunto dalle tendenze della prassi per individuarne i tratti fisionomici.

E così, tradizionalmente la segregazione patrimoniale è stata definita come il fascio di "*posizioni soggettive le quali appartengono ad un soggetto, ma che tuttavia non risentono delle sue vicende obbligatorie generali e quindi non formano parte integrante del patrimonio che costituisce la garanzia per i suoi creditori*"⁷³.

⁷³ M. LUPOI, *Trusts*, Milano, Giuffrè, 2001, 450 e 569, il quale, al riguardo, nota l'affinità con i patrimoni autonomi; Id., *Lettera a un notaio conoscitore dei trusts*, in Riv. Not., 2001; Id. Riflessioni comparatistiche sui trusts, in Eur.e Dir.Priv., 1998; Id., I trusts in Italia oggi, a cura di I. Beneventi, Milano, 1996; Id., *La sfida dei trusts in Italia*, in Corr.Giur., 1995; S. BARTOLI, *Il trust*, Milano, 2001C. ANGELONI, *Il trust receipt nella prassi bancaria anglosassone*, in Banca borsa e tit. cred., 1938, I; T.

In questi termini, la segregazione patrimoniale veste i panni di una sorta di “categoria generale”, che non si connota per peculiarità caratteristiche proprie utili, per un verso, a specializzarla rispetto al concetto generale di segmentazione patrimoniale e, per l’altro, a distinguerla dalle figure affini dei patrimoni autonomi e patrimoni separati di cui in appresso.

Ma per comprendere se e fino a che punto la “segregazione patrimoniale” possa assurgere a nuova categoria dogmatica dell’ordinamento giuridico e se, per ciò che qui interessa, i fondi comuni di investimento siano ivi sussumibili, conviene attingere alla prassi e guardare (seppure nelle limitate finalità del presente lavoro) alla fenomenologia della segregazione patrimoniale e, quindi, al *trust*⁷⁴.

ARRIGO – S. CAVANNA, *Convenzione dell’Aja sulla legge applicabile ai trusts ed al loro riconoscimento*, in Comm. breve al cod.civ.- Leggi complem., Alpa G. - C. Zatti (a cura di), Padova, 1999.

74 Il *trust* è un istituto di derivazione anglosassone creato dalle Corti di *equity*. È proprio negli ordinamenti di *common law* che il *trust* ha trovato terreno fertile per la sua affermazione, in quanto - a differenza dei sistemi di *civil law* - tali ordinamenti non conoscono i dogmi quali l’assolutezza del diritto di proprietà e la responsabilità patrimoniale generica del debitore. Il *trust* è definito «*an arrangement in which a settlor transfers property to one or more trustees, who will hold it for the benefit of one or more persons (the beneficiaries, who may include the trustee(s) or the settlor) who are entitled to enforce the trust, if necessary by action in Court*». La costituzione del *trust* implica dunque la nascita di situazioni giuridiche peculiari, che si presentano come un ibrido derivante dalla commistione dei diritti reali ai diritti di credito; è proprio il diverso *background* culturale e soprattutto giuridico che ha consentito questo particolare innesto tra diritti reali e diritti di credito che il *trust* determina. Ed infatti, nel sistema anglosassone il problema afferente all’individuazione del soggetto titolare del fondo assume rilevanza marginale proprio a cagione del differente rilievo che acquista la categoria della proprietà: non come allocazione di un determinato bene a un soggetto, ma come allocazione delle diverse utilità derivanti da un bene a uno o più soggetti. Ne consegue una dematerializzazione dell’idea di *property*, la sua molteplice allocabilità e la agevole sistemazione teorica delle dinamiche di destrutturazione dei diritti proprietari. In altri termini, nel sistema di *common law* l’interprete ha piuttosto il problema di dover verificare i poteri che un determinato soggetto detiene sul *trust fund* indipendentemente dai beni che lo compongono. Nel *trust*, infatti, l’unico diritto reale individuabile è quello in capo al *trustee*, riconosciuto dalla *common law*; il beneficiario non ha alcun diritto di proprietà sui beni in *trust*, essendo invece titolare di un diritto equitativo (*equitable interest* già menzionato) sulla *trust property*, cioè un diritto all’adempimento da parte del *trustee* delle obbligazioni su di lui gravanti. I beni in *trust* non si configurano, quindi, come un patrimonio adespota nel *common law*, bensì come beni appartenenti al *trustee*, benché l’*equity* ne riferisca l’*interest* al beneficiario: in questo contesto al diritto dominicale si aggiunge l’obbligazione equitativa del *trustee*, tenuto ad agire nell’interesse del promissario disponente e, quindi, dei beneficiari. Si deve alla giurisdizione delle Corti di *equity* (distinta, sino ai *Judicature Acts* del 1873-1875, da quella delle corti di *common law*) l’introduzione di una serie di rimedi correttivi contro gli abusi del *trustee* infedele, che culminarono nella nota dissociazione del diritto dominicale in una “potestà gestoria”, connessa alla titolarità formale (*legal estate*), ed in una “facoltà di godimento”, connessa all’appartenenza economica dei beni (*equitable estate*). In buona sostanza, se la legge di *common law* attribuì al *trustee* un diritto di proprietà pieno ed assoluto, l’*equity* stabilì che quel diritto dovesse esercitarsi nell’interesse altrui. Vedi per tutti, A. GAMBARO, *Trust*, in Dig. disc. priv., XIX, Torino, 1999, 453; G. PALERMO, *Sulla riconducibilità del "trust interno" alle categorie civilistiche*, in Riv. dir. comm., 2000, 133 e ss.; Id., *Contributo allo studio del trust e dei negozi di destinazione disciplinati dal diritto italiano*, in Riv. dir. comm. 2001, 391 e ss.; Id., *Ammissibilità e disciplina del negozio di destinazione*, in Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative, Milano, 2003, 243 e ss.

Sin dalla sua comparsa nel panorama giuridico – con la Convenzione dell’Aja del 1° luglio 1985, recepita nel nostro ordinamento con la legge 16 ottobre 1989, n. 364 - il *trust* è stato considerato come l’archetipo della segregazione patrimoniale in quanto strumento che abilita all’isolamento di taluni beni dal patrimonio generale del soggetto

La dottrina continentale si è trovata in particolare difficoltà innanzi all’esigenza di inquadrare l’istituto all’interno dei propri ordinamenti giuridici, giungendo ad affermare che il *trust* appare incompatibile con i sistemi di *civil law*, se non a pena di sacrificare alcuni principi tradizionali in punto di tipicità di diritti reali ed assolutezza ed esclusività del diritto di proprietà. Con particolare riferimento al contesto nazionale, la giurisprudenza interna dominante ha osservato, a proposito dell’applicazione dell’istituto del *trust* nella esperienza giuridica domestica, che il panorama dei diritti reali del nostro ordinamento non consente di individuare – specie con riferimento alla questione dello sdoppiamento della titolarità dei beni - una posizione giuridica con i poteri che il *trust* riconosce al beneficiario, da cui l’ulteriore conseguenza che esso diritto non può che essere di natura obbligatoria. cfr. Trib. Oristano 15 marzo 1956, in Foro It., 1956, I, 1020. Conformemente la sentenza della Corte di Giustizia CEE 17.5.1994. Certo è che ove si sganciasse il *trust* dal contesto culturale di riferimento si avrebbe dell’istituto una percezione assolutamente riduttiva che tradisce lo spirito essenziale dell’istituto.

E, tuttavia, l’efficienza economica del *trust* e l’esigenza di creare condizioni per un mercato maggiormente competitivo ha indotto anche sistemi di *civil law* ad escogitare soluzioni tecniche sostanzialmente modellate sul sistema anglosassone e volte al raggiungimento delle medesime finalità. Esempio emblematico in questo campo è il sistema francese che ha introdotto agli artt. 2011-2030 del *code civil* l’istituto della “*fiducie*” nell’intento – che emerge chiaramente dai lavori preparatori – di voler creare un antagonista del *trust* che abbia caratteristiche sue proprie stante l’irrimediabile diversità che separa i sistemi di *civil law* e *common law*. La *fiducie* è l’operazione (conclusa contrattualmente, per atto notarile in caso di beni indivisi o coniugali o per legge) attraverso la quale uno o più soggetti trasferiscono beni, diritti o garanzie, presenti o futuri, a uno o più fiduciari che agiscono - tenendo questi beni distinti dal proprio patrimonio personale- per il perseguimento di un fine determinato o a vantaggio di uno o più beneficiari. L’istituto francese richiede, dunque, due elementi: un trasferimento avente una determinata finalità e la creazione di un patrimonio separato. Il trasferimento avviene dal costituente al fiduciario (soggetti che, pertanto, non possono coincidere) a vantaggio di un beneficiario (che non è parte del contratto e può essere designato anche in un momento successivo) ed ha durata limitata nel tempo (non superiore a 99 anni dalla sottoscrizione del contratto). Il costituente, salvo disposizione contrattuale contraria, può in qualsiasi momento designare un terzo che ha i suoi stessi poteri ed il compito di assicurare la realizzazione degli interessi individuati al momento del trasferimento. Il patrimonio separato è determinato, a pena di nullità, nel contratto di *fiducie*. Per effetto della separazione, esso non può essere aggredito né dai creditori del fiduciario né da quelli del beneficiario, né da quelli del costituente. La *fiducie* si risolve, sostanzialmente, in un trasferimento della titolarità di alcune posizioni con finalità di garanzia o gestione. Il legislatore francese non definisce il fiduciario come un proprietario né qualifica, almeno nel *code civil*, i beni in *fiducie* come un patrimonio separato o segregato. La Francia sembra voler evolvere in direzione opposta al principio dell’unicità del patrimonio, sancito agli artt. 2284 e 2285 *code civil*, aprendo a forme di separazione patrimoniale. La scelta di dotarsi di un antagonista del *trust* - dettata da ragioni squisitamente economiche - sta comportando un mutamento o forse, più semplicemente, sta imponendo il confronto con l’idea che la proprietà può non essere più solo quella contenuta all’art. 544 *code civil*. Del resto, questo codice riconosce oggi che essa può essere fiduciaria, temporanea e finalizzata. V. Y. EMERICH, *Les fondements conceptuels de la fiducie française face au trust de la common law: entre droits des contrats et droits des biens*, in Rev. intern. dr. comp., 2009, p. 49; S. UGOLINI, *Il trust e la nuova legge francese sulla fiducie*, in Contratto e impresa/Europa, 2008, p. 309-331; F. BARRIÈRE, *La legge che istituisce la fiducie: tra equilibrio e incoerenza in Trusts e attività fiduciarie*, 2008, p. 124-134; A. BERLINGUER, *Trust et fiducie en Italie*, in Recueil Dalloz, 2008, p. 600; C.A. MARCOZ (Consiglio nazionale del notariato), *Il trust in Francia: prime osservazioni sulla legge francese istitutiva della “fiducia”*, n. 2007-211 del 19.02.07, Studio 1- 2008/A; F. LEFEBVRE, *La fiducie, mode d’emploi, dossiers pratiques*, 2007.

(*settlor*) in funzione della destinazione ad un dato scopo e dell'assoggettamento al controllo di un differente soggetto (*trustee*), senza passare attraverso la creazione di un nuovo soggetto di diritto. In questo senso depone il tenore letterale della disposizione, a mente della quale "... *per trust si intendono i rapporti giuridici istituiti da una persona, il costituente - con atto tra vivi o mortis causa - qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un trustee nell'interesse di un beneficiario o per un fine specifico*".

Quanto alle peculiarità strutturali, la Convenzione delinea i tratti minimali dell'istituto, specificando che (i) i beni che compongono il *trust* costituiscono una massa distinta ed esulano dal patrimonio del trustee e, in questo senso, costituiscono un patrimonio scisso da quello del trustee e inattaccabile dai suoi creditori personali nonché da quelli del *settlor*; (ii) tali beni sono intestati a nome del trustee o di un'altra persona per conto di quest'ultimo; (iii) il trustee è investito del potere e onerato dell'obbligo - di cui deve rendere conto - di amministrare, gestire o disporre dei beni secondo i termini del *trust*.

A puntualizzazione del concetto di "separazione", la Convenzione dispone, poi, che i beni del *trust* (i) non possano essere sequestrati dai creditori del trustee; (ii) siano separati dal patrimonio di costui in caso di sua insolvenza o fallimento; (iii) non facciano parte del suo regime matrimoniale o della sua successione e, da ultimo, prevede (iv) che sia permessa la loro rivendicazione qualora il trustee, violando i suoi obblighi, li abbia confusi con i propri. L'effetto segregativo è, dunque, tratto saliente dell'istituto del *trust* che consegue alla sua costituzione in conformità alla legge regolatrice. Tale effetto permane fino a che sussiste il vincolo impresso ai beni che ne fanno parte; alla scadenza del *trust* o alla caducazione del vincolo di destinazione a cagione dell'annullamento o revocazione del relativo negozio costitutivo, i beneficiari acquistano il diritto di divenire proprietari beni del *trust* laddove, invece, sino a quel momento ad essi compete una mera aspettativa di vantaggio⁷⁵.

⁷⁵ Risulta evidente dalle norme della Convenzione il rilievo sistematico della destinazione patrimoniale allo scopo. Nel modello anglosassone, in particolare, nell'ipotesi in cui il trustee compia atti di disposizione in *breach of trust*, il beneficiario può esperire le c.d. azioni di *tracing* o di *following the property*, che si atteggiano come un rimedio equitativo che permette al beneficiario di conservare intatti i propri diritti (equitativi) sui beni costituenti l'oggetto originario del *trust* mediante la condanna del terzo acquirente, purché in mala fede o avente causa a titolo gratuito, all'osservanza delle obbligazioni originariamente gravanti sul trustee. Vedi per tutti, M. LUPOI, *Trusts*, Milano, Giuffrè, 2001.

La Convenzione non richiede, invece, quale elemento necessario e caratterizzante il *trust* la "incomunicabilità bilaterale" tra il medesimo ed il patrimonio generale del *trustee*, rinviando ai singoli Stati aderenti la competenza in tema di rapporti fra costui ed i beneficiari, compresa la responsabilità personale del primo verso i secondi⁷⁶.

Ne deriva, quindi, che nell'impianto della Convenzione il modello descritto non sembra presentare connotati effettivamente discriminanti ed ulteriori rispetto al generale effetto della segregazione di un *quantum* patrimoniale, con ciò confermando l'idea che la segregazione patrimoniale di per sé non riflette forza e contenuti dogmatici suoi propri che ne giustificano l'elevazione a vera e propria categoria speciale rispetto agli affini patrimoni autonomi e separati⁷⁷. E la conclusione verrà confermata, si anticipa, a valle dell'esame delle altre articolazioni della segmentazione patrimoniale.

⁷⁶ Tuttavia, nella prassi e negli studi dottrinari, la segregazione patrimoniale si è caratterizzata nel *trust* per una limitazione della responsabilità bidirezionale che impedisce ai creditori del *trustee* di rifarsi sui beni del *trust* e, specularmente, ai creditori del *trust* di aggredire i beni del *trustee*. In quest'ottica, il *trust* costituisce, se non un vero e proprio soggetto di diritto, quanto meno un centro autonomo di imputazione di qualsivoglia situazione giuridica, sia obbligatoria, sia reale, capace di interagire con il patrimonio generale del *trustee* o con altrettanti *trust* facenti capo al medesimo *trustee*. Non può omettersi di rilevare come, secondo il diritto inglese, il *trustee* risponda anche con il proprio patrimonio personale, abbia egli o meno palesato al terzo la propria qualità di *trustee*, salvo che nel contratto stipulato con il terzo non vi sia una clausola che preveda espressamente l'esclusione della responsabilità con i beni del *trustee* per le obbligazioni inerenti al *trust*; con ciò atteggiandosi detta separazione patrimoniale, in diritto inglese, come unilaterale. In tale direzione si muove una recente giurisprudenza di merito in materia di pubblicità immobiliare che - pur negando l'affermazione di una qualche forma di soggettività giuridica in capo al *trust* - sembra legittimare la prassi di consentire la trascrizione contro il disponente e a favore del *trust* (con il proprio codice fiscale), a margine della quale annotare il rapporto gestorio a favore del *trustee*. Trib. Torino, 10 febbraio 2011, in *Notariato*, 2011, p. 408 e ss. con nota adesiva di A. STEFANI, «*Trascrizione a favore del trust: una nuova frontiera?*». Fino a questo momento, a fronte di una assoluta eterogeneità comportamentale dei vari uffici dell'Agenzia delle entrate-territorio, la prassi più corretta sembrava essere quella di ipotizzare una prima nota di trascrizione contro il disponente e a favore del *trustee* (salvo il caso di *trust* autodichiarato), ai sensi degli artt. 2643 e 2645 c.c. e una seconda nota contro il *trustee* avente ad oggetto la pubblicità del vincolo di *trust*; trascrizione, quest'ultima, che - in assenza di una disciplina delle modalità operativa della pubblicità immobiliare contenuta nell'art. 12 della Convenzione dell'Aja del 1 luglio 1985 - è stata ritenuta possibile in applicazione analogica dell'art. 2647 c.c. in materia di fondo patrimoniale. F. GAZZONI, *La trascrizione degli atti e delle sentenze*, cit., p. 91 e ss., critica l'utilizzo, ritenuto indiscriminato e acritico, dell'art. 12 della Convenzione dell'Aja in quanto non di immediata applicazione nell'ordinamento interno nonché, sia pure in via analogica, dell'art. 2647 c.c., la cui funzione di pubblicità notizia sarebbe ormai cristallizzata nella sentenza della Cassazione, S.U., 13 ottobre 2009, n. 21658 (nonché, più recentemente in Cass. 28 settembre 2012, n. 16526) a fonte del ruolo di opponibilità del vincolo da riservarsi piuttosto all'annotazione a margine dell'atto di matrimonio. Il richiamo all'art. 2647 c.c. ha rilievo, peraltro, solo con riguardo alla legittimazione della trascrizione del vincolo e non alla funzione della trascrizione, in quanto l'effetto di separazione conseguente alla pubblicità immobiliare sarebbe connaturato e funzionale agli scopi del *trust*, nel senso che negare che l'effetto di separazione discenda dalla trascrizione significherebbe non riconoscere il *trust* come rapporto giuridico disciplinato dalla Convenzione dell'Aja del 1 luglio 1985, sempre che la si ritenga direttamente operante nell'ordinamento interno anche ai c.d. *trust* interni

⁷⁷ In questo senso, M. BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996, osserva che ben prima dell'introduzione nell'ordinamento dell'art. 2645-ter c.c., se si tiene presente che i casi

3.2 *Patrimoni autonomi e Patrimoni separati*

Volendo riassumere i termini del dibattito scientifico, al di là di suggestioni schematizzanti o di approcci marcatamente analitici, la distinzione tra le fattispecie di “*patrimonio autonomo*” e “*patrimonio separato*” si è tradizionalmente fondata sulla circostanza che alla distrazione di un compendio di beni dal patrimonio del soggetto consegua o meno un mutamento della titolarità⁷⁸: così, si parla di *patrimoni autonomi* a proposito di una massa di beni che, staccandosi dai patrimoni dei precedenti titolari, viene ricondotta ad un centro di imputazione nuovo e diverso; mentre, di *patrimoni separati* con riferimento a quella massa di beni che, sebbene scorporata, continua ad essere imputabile all’originario titolare, e ciò pur se risponde ad una diversa funzione e soggiace ad un differente regime in punto sia di circolazione sia di amministrazione (il che non sempre e necessariamente implica insensibilità fra le due masse separate di uno stesso patrimonio, ma più semplicemente limiti alla facoltà di disposizione dei beni scorporati), a tutela di interessi che travalicano la sfera giuridica del titolare e giustificano l’applicazione di un regime *ad hoc*⁷⁹.

normativamente previsti di separazione patrimoniale (fondo patrimoniale, fondi pensione, fondi comuni di investimento e ora i patrimoni di destinazione ex art. 2645-ter c.c.) contemplano un effetto di inaggregabilità per scopi estranei alla destinazione non solo dei beni, anche degli arricchimenti, cioè dei frutti, la distinzione fra patrimoni separati e patrimoni segregati appare meramente terminologica. Diversamente, M. LUPOI, *Trusts*, 1997, p. 472 e ss.; Id., *Lettera a un notaio curioso di trusts*, in Riv. not., 2006, I, p. 343 e ss. La differenziazione fra patrimonio segregato e patrimonio separato risulterebbe imputabile ad una “... *incomunicabilità bidirezionale tra patrimonio separato (rectius segregato) e il soggetto che ne è titolare ... manca sia la tipica comunicazione mediata (frutto della traslazione) della responsabilità dal patrimonio generale a quello separato, sia la, egualmente tipica, potenziale comunicazione diretta degli arricchimenti dal patrimonio separato a quello generale; un distacco totale e definitivo fra le due sfere*» a differenza di ciò che accadrebbe nel patrimonio separato in cui, invece, si verificherebbe una «*traslazione, il cui effetto può essere anche quello di svuotare di ogni contenuto quel che è rimasto nel patrimonio generale del soggetto (e cioè la proprietà del patrimonio separato) ovvero di imporre una situazione di attesa fino al verificarsi della condizione che farà venir meno la separazione*»; A. GEMMA, *Destinazione e finanziamento*, G. Giappichelli Editore, Torino 2005.

⁷⁸ Non mancano, tuttavia, opinioni dissenzienti di chi, nel contestare la valenza meramente descrittiva di una simile classificazione, ha mostrato un approccio più incline a contemplare in modo pressoché indistinto le due forme di segmentazione patrimoniale, sino al punto di reputare gli uni coincidenti con gli altri o, tutt'al più, ricondurre patrimoni separati e patrimoni autonomi al rapporto *genus a species* sicché i secondi altro non sono che una *species* dei primi.

⁷⁹ Sulla scorta del suddetto criterio, costituiscono patrimoni autonomi, ad esempio, i fondi delle associazioni non riconosciute ed i patrimoni delle società sprovviste di personalità giuridica. In tale ipotesi, viene costituito un nuovo centro di imputazione di rapporti giuridici cui viene trasferita la titolarità di un

Proprio in funzione della comprensione dell'istituto dei fondi di investimento e dell'interpretazione della disciplina, è opportuno tentare, quanto meno, di cogliere il significato di una tale differenziazione terminologica, tanto più ove si consideri l'insistenza del legislatore speciale nell'uso del sintagma "patrimonio autonomo" (anziché "patrimonio separato") con riferimento ai fondi comuni di investimento.

Diviene allora centrale indagare, in chiave ricostruttiva, la fattispecie dei patrimoni separati⁸⁰ e, a tal fine, può risultare utile spostare il *focus* dell'indagine sugli istituti che, nel pensiero dominante, ne costituiscono l'espressione fenomenologica, ovvero, i "patrimoni destinati ad uno specifico affare" di cui all'art. 2447 *bis* e ss. c.c. e gli "atti di destinazione" ex art. 2645 *ter* c.c. Si premette che quella che segue non vuole essere un'indagine rigorosa ed analitica delle richiamate fattispecie – e, del resto, neppure sarebbe questa la sede opportuna – ma una mera ricostruzione delle linee portanti delle figure, esclusivamente piegata al fine qui dichiarato.

I patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all'art. 2447 *bis* e ss. c.c.⁸¹ rappresentano un efficiente strumento di differenziazione delle attività di un'impresa che

determinato compendio di beni. In tal caso il titolare originario perderà "la facoltà di disporre liberamente [dei propri beni], mentre l'ente che lo [riceverà] avrà un potere dispositivo sottoposto ai vincoli derivanti dallo scopo per cui è stato istituito". Invece, sono patrimoni separati l'eredità giacente, l'eredità beneficiata, il patrimonio del concepito e quello del nascituro non concepito, il fondo patrimoniale, il patrimonio sottoposto a liquidazione concorsuale, i beni oggetto di sostituzione fedecommissaria; i fondi speciali per la previdenza e l'assistenza enunciati dall'art. 2117 c.c.; nonché, più di recente, i patrimoni destinati ad uno scopo di cui agli art. 2447-*bis* e ss. c.c., i beni rispetto ai quali venga trascritto un vincolo di destinazione ex art. 2645 *ter* c.c. Oggi, può dirsi pacifico che il patrimonio separato sia un centro autonomo che ha, con il patrimonio generale, un unico punto di contatto: la riconducibilità ad un unico titolare. Tale impostazione determina la configurabilità tra i due patrimoni di relazioni giuridiche in forza delle quali dei beni possono essere ceduti e contemporaneamente acquistati da uno stesso soggetto e, dunque, uscire da una massa per confluire nell'altra di titolarità del medesimo soggetto. Sul punto, A. GEMMA, *Destinazione e finanziamento*, G. Giappichelli Editore, Torino 2005; M. NUZZO, *Il principio di indivisibilità del patrimonio*, in *Le nuove forme di organizzazione del patrimonio* (a cura di G. DORIA), Torino, 2010, p. 33 e ss.; F. FERRARA, *Trattato di diritto civile italiano*, Roma, 1921, I, p. 875; P. GABRIELE, *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in *Giurispr. Comm.*, 2010, fasc. 4, p. 593; G. DORIA, *Il patrimonio finalizzato*, in *Riv. dir. civ.*, 2007; M. BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996, p. 21 e 24; F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, 9^a ed., rist., Napoli, 1986, 85; L. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, 10 ss. e 380 ss.

⁸⁰ Sul punto, è stato osservato in dottrina che il patrimonio separato costituisce un sottoprodotto culturale dell' intrecciarsi della teoria del diritto soggettivo e della teoria della finzione, nel segno di una lettura della soggettività nel prisma deformante del diritto soggettivo. R. ORESTANO, *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto* (1960) e "Persona" e "persone giuridiche" nell'età moderna (1968), in *Azione, diritti soggettivi, persone giuridiche*, Bologna, 1978, rispettivamente alle pp. 115 ss. e 193 ss.

⁸¹ L'art. 2447 *bis* dispone che "... La società può: a) costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare; b) convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano

opera in settori di affari eterogenei ed una valida alternativa alla duplicazione soggettiva (la società è e rimane unica) e ciò in un'ottica di razionalizzazione delle strutture giuridiche e concezione dinamica delle risorse aziendali. In simili ipotesi, infatti, la specializzazione patrimoniale con riferimento ad una data linea di *business* consente, per un verso, una migliore gestione (e, quindi, un risparmio di costi) delle operazioni di monitoraggio delle diversificate attività produttive e, per l'altro, una specificazione dei fattori di rischio e la correlata delimitazione della responsabilità, così implementando trasparenza ed efficienza nell'allocazione dei capitali di investimento a beneficio dei terzi creditori.

In buona sostanza, la nuova fattispecie consente la perimetrazione di alcuni *assets* all'interno di un medesimo patrimonio che - pur rimanendo di titolarità della medesima società - godono di una vita economico-finanziaria distinta ed autonoma e, per di più, ad essi corrisponde la formazione di una classe creditoria "particolare" in grado di far valere le proprie istanze soddisfattive prioritariamente sul nucleo patrimoniale separato.

In altri termini, i *patrimoni destinati* danno luogo ad una ipotesi di separazione unilaterale e ciò in quanto la funzionalizzazione degli *assets* ad un affare specifico se, per un verso, determina l'effetto di indisponibilità da parte della società del patrimonio destinato per il perseguimento di fini diversi dallo specifico affare che ha legittimato la

destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi. Salvo quanto disposto in leggi speciali, i patrimoni destinati ai sensi della lettera a) del primo comma non possono essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società e non possono comunque essere costituiti per l'esercizio di affari attinenti ad attività riservate in base alle leggi speciali". Sotto la comune etichetta di *patrimoni destinati ad uno specifico affare* la norma riunisce, in realtà, i due istituti dei cc.dd. "*patrimoni destinati in senso stretto*" e dei cc.dd. "*finanziamenti destinati*" che si fondano, a ben vedere, sul concetto unitario di destinazione. Innanzitutto, le società possono, esercitando l'autonomia loro riservata nella configurazione degli istituti in esame, decidere di costituire uno o più patrimoni, ciascuno dei quali destinato in via esclusiva a uno specifico affare, nonché, rispettivamente, di convenire che nel contratto riguardante il finanziamento di uno specifico affare, ai fini del rimborso (totale o parziale) dello stesso finanziamento, siano destinati tutti o parte dei proventi dell'affare.

La norma esordisce introducendo un collegamento tra il patrimonio della società ed il patrimonio destinato, a conferma, seppure ve ne fosse bisogno, dell'unitaria soggettività giuridica. I beni, infatti, e i rapporti compresi nei patrimoni destinati sono anche "*distintamente indicati nello stato patrimoniale della società*" (inteso come stato patrimoniale individuale della società gemmante e non stato patrimoniale consolidato della medesima): le attività e passività del patrimonio destinato sono attività e passività della società, ed i saldi delle scritture contabili dello specifico affare sono destinati a confluire periodicamente, per saldi di conto piuttosto che per singole scritture contabili, nella contabilità generale della società, il che non esclude, peraltro, la possibilità di rapporti anche tra patrimoni destinati e patrimonio della società, considerato che i patrimoni destinati, pur in assenza di duplicazione della soggettività giuridica, godono di una vita economico-finanziaria distinta ed autonoma rispetto a quella della società. G. RACUGNO, *Sgr e contabilità del fondo*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.5, 2016, pag. 628; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, Torino, Giappichelli, 2008.

creazione di un compendio separato, per l'altro, non impedisce categoricamente che i creditori particolari possano esercitare le proprie pretese anche sul patrimonio generale; ciò accade, ad esempio, in ipotesi di responsabilità illimitata nei confronti dei creditori involontari, ovvero quando ciò sia espressamente previsto nella delibera istitutiva del *patrimonio destinato* o, ancora, in caso di mancata menzione del vincolo di destinazione rispetto ad atti compiuti in relazione allo specifico affare⁸².

Sicché, è chiaro che in tale ipotesi il grado di insensibilità del patrimonio generale alle obbligazioni contratte per il raggiungimento dello scopo che ha giustificato la separazione patrimoniale non è massimo ed assoluto.

Venendo, ora, alla figura degli atti di destinazione, il disposto di cui all'art. art. 2645 *ter c.c.*⁸³ - con una norma di portata sicuramente innovativa nel nostro sistema - prevede

⁸² L'art. 2447 *quinquies*, comma terzo, c.c., dispone che "... Qualora la deliberazione prevista dall'articolo 2447 *ter* non disponga diversamente, per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato. Resta salva tuttavia la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito. Gli atti compiuti in relazione allo specifico affare debbono recare espressa menzione del vincolo di destinazione; in mancanza ne risponde la società con il suo patrimonio residuo". Il che implica che, per un verso, la responsabilità sociale è illimitata con riguardo alle obbligazioni derivanti da fatto illecito: in relazione a tale tipologia di obbligazioni la società è tenuta a rispondere con tutto il proprio patrimonio, separato e non (ciò significa, in una prima accezione, che la separazione patrimoniale è opponibile soltanto ai creditori volontari, ovvero a quei creditori che hanno concesso credito sulla base di una valutazione di merito avente ad oggetto il contenuto della delibera di costituzione; in una seconda accezione, significa altresì che, in ragione del carattere eccezionale della disciplina del patrimonio destinato, l'utilizzo illecito dello stesso comporta il venir meno del regime di separazione e la correlativa espansione della responsabilità patrimoniale della società. In questo senso, G. GIANNELLI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004, 172). Per altro verso, è la stessa deliberazione costitutiva del patrimonio che potrebbe prevedere un regime di responsabilità patrimoniale diverso per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare.

⁸³ L'articolo 2645-*ter* c.c. prevede l'inopponibilità ai terzi del vincolo di destinazione riguardante beni immobili o mobili iscritti in pubblici registri destinati, per un periodo stabilito, alla realizzazione di interessi meritevoli di tutela riferibili a persone con disabilità, a pubbliche amministrazioni, o ad altri enti o persone fisiche ai sensi dell'articolo 1322 c.c., secondo comma. Il vincolo non può durare oltre novant'anni o la vita del beneficiario. Deve risultare da atto pubblico (dubbio se possa essere contenuto in un testamento) e va trascritto ai fini della opponibilità verso i terzi. Come nel *trust*, l'effetto del vincolo è quello della segregazione dei beni su cui insiste, che rimangono separati dal restante patrimonio dell'autore della destinazione, venendo così sottratti alla disciplina generale di cui all'articolo 2740 del Codice civile. Soltanto creditori qualificati possono infatti aggredire i beni destinati (ed i loro frutti), quando il credito è sorto in relazione allo scopo da perseguire. All'effetto segregativo corrisponde, dunque, un sacrificio delle ragioni dei creditori che, a causa della creazione del vincolo di destinazione, vedono diminuire la garanzia patrimoniale rappresentata dai beni del debitore. I creditori stessi potranno comunque tutelarsi tramite gli ordinari mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale, primariamente con lo strumento dell'azione revocatoria. I beni conferiti devono essere impiegati per il fine stabilito. Il disponente, o qualsiasi altro interessato, possono agire per la realizzazione dello scopo. Il requisito della meritevolezza del fine perseguito giustifica la deroga alla regola generale sulla garanzia patrimoniale. In difetto dello stesso, secondo la dottrina prevalente, l'atto di destinazione è nullo per mancanza o insufficienza della causa. Si è poi di recente affermato nella giurisprudenza di merito (Corte di Appello Trieste, 19 dicembre 2013, Tribunale Reggio Emilia 12 maggio 2014) che il giudizio di meritevolezza non vada soltanto correlato alla

l'inopponibilità ai terzi del vincolo di destinazione riguardante beni immobili o mobili iscritti in pubblici registri destinati, per un periodo stabilito, alla realizzazione di interessi meritevoli di tutela riferibili a persone con disabilità, a pubbliche amministrazioni, o ad altri enti o persone fisiche ai sensi dell'art. 1322 c.c., secondo comma, per una durata massima fissata in novant'anni o, comunque, non oltre la vita del beneficiario; deve risultare da atto pubblico (dubbio se possa essere contenuto in un testamento) e deve essere trascritto ai fini della opponibilità verso i terzi.

Superando il dibattito scientifico in punto di natura della disposizione - che spazia dalla tesi della mera norma sulla pubblicità a quella più incline a conferirle una valenza di tipo sostanziale, fonte del generale "negozio di destinazione"⁸⁴, senza dimenticare la non secondaria questione se attraverso l'art 2645 *ter* c.c. il legislatore abbia o meno inteso legittimare l'istituto del *trust* nel diritto interno⁸⁵ - è utile ai fini che qui interessano guardare alle modalità di costituzione del vincolo di destinazione.

liceità, ma debba essere ulteriormente verificata la condizione che l'interesse perseguito sia preminente rispetto quello dei creditori e degli aventi causa, che dall'atto possono subire pregiudizio.

⁸⁴ Ai sensi di una prima tesi, l'art 2645 *ter* c.c. è norma sugli effetti; tale tesi nega cioè che con la norma in parola si sia dato ingresso nel nostro ordinamento alla categoria del negozio atipico di destinazione: la norma avrebbe una portata meramente effettuale e non sostanziale. Tanto sulla base della valorizzazione e della collocazione della stessa, e dell'assenza di una puntuale disciplina degli aspetti sostanziali inidonea, dunque, a dar vita ad una nuova fattispecie negoziale. Una seconda tesi valorizza la dimensione sostanziale dell'art 2645 *ter* c.c. Questa seconda tesi, invece, ritiene che la norma *de qua*, seppur in modo frammentario e confuso, contenga comunque elementi di disciplina sostanziale di una nuova fattispecie: il negozio atipico di destinazione. Tanto sul rilievo che il legislatore ha con essa inteso dettare una disciplina essenziale, lasciando poi all'autonomia privata libertà nel perseguimento delle proprie finalità, salvo il rispetto del fondamentale parametro della meritevolezza degli interessi. Per una corretta ricostruzione della fattispecie v. A. GEMMA, *Destinazione e finanziamento*, G. Giappichelli Editore, Torino 2005; M. BIANCA, *Atto negoziale di destinazione e separazione*, in *Atti di destinazione e trust*, Giuseppe Vettori (a cura di), Padova, 2008; Id. *Il nuovo art 2645 *ter* c.c. Notazioni a margine di un provvedimento del giudice tavolare di Trieste*, in *Giust. Civ.*, 2006, II, p. 187 e ss.; id., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996; *Vincoli di destinazione del patrimonio*, in *Enc. Giur. Treccani*, XV, Roma 2007.

⁸⁵ La dottrina si è occupata dell'analisi del rapporto tra trust e atti di disposizione ex art. 2645 *ter*, nel quadro del dibattito sull'ammissibilità del c.d. trust interno e sulle sue problematiche applicative. Si è infatti evidenziato che l'art. 2645 *ter* c.c. risponderebbe all'esigenza di creare un modello (generale?) di destinazione del patrimonio ad uno scopo, con cui il legislatore italiano potrebbe aver "mostrato di voler abbandonare i precedenti stranieri che si muovevano nella direzione della inurbazione di istituti stranieri come il trust" (M. BIANCA, *Novità e continuità dell'atto negoziale di destinazione*, in M. Bianca (cur.), *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione - L'art. 2645 *ter* del codice civile*, Milano 2007, p. 34). Altri Autori hanno invece messo in evidenza che l'art. 2645 *ter* c.c. non sarebbe in grado di "di offrire al nostro ordinamento un istituto che possa competere o anche solo confrontarsi con il trust" (A. ZOPPINI, *Prime (e provvisorie) considerazioni sulla nuova fattispecie*, in *La trascrizione dell'atto di destinazione*, a cura di M. Bianca, cit., p. 100).

Un confronto tra i due istituti ci consegna alcune differenze strutturali che risultano significative (dal punto di vista di alcuni elementi peculiari della (i) struttura, in quanto con riferimento alla dinamica dei rapporti tra i soggetti coinvolti, è prevista la possibilità che sia il conferente ad agire per l'attuazione del

E in questa prospettiva, il destinante potrà, a seconda dei casi:

- (i) imprimere su parte dei propri beni un vincolo di destinazione, mantenendo il potere gestorio degli stessi e assumendo anche il ruolo di attuatore della destinazione;
- (ii) imprimere su parte dei propri beni un vincolo di destinazione e nominare attuatore un terzo, senza effetti traslativi della proprietà dei beni destinati, eventualmente accompagnando la nomina dell'attuatore da un collegato contratto di mandato con rappresentanza;
- (iii) trasferire la proprietà dei beni destinati all'attuatore che ne acquista la mera titolarità formale e, contestualmente, imprimere sui beni trasferiti per gli scopi della destinazione il vincolo di destinazione.

In ogni caso, la connotazione funzionale impressa ai beni dà corpo ad un'ipotesi di separazione patrimoniale: il vincolo di destinazione su taluni beni si accompagna, infatti, ad una delimitazione della responsabilità unilaterale, nel senso che sulla massa destinata potranno essere fatte valere soltanto le istanze soddisfattive dei creditori delle obbligazioni contratte per la realizzazione dello scopo destinatorio, ma non è da escludersi, tuttavia, che quest'ultimi possano avere azione anche sul patrimonio del soggetto cui è imputabile la titolarità dei beni destinati, a seconda dello schema di destinazione prescelto.

In definitiva, tanto i *patrimoni destinati ad uno specifico affare* quanto gli atti di destinazione riflettono i connotati tipologici di una segmentazione patrimoniale declinata "in senso debole": il grado di insensibilità del patrimonio generale alle vicende inerenti agli *assets*/beni scorporati non è, infatti, assoluto e, a tal proposito, sembra più corretto discutere di "patrimoni separati" e non di "patrimoni autonomi".

fine dell'atto di destinazione, il che allontana l'art. 2645 ter c.c. dalla disciplina inglese dei trust, che prevede la legittimazione ad agire in capo ai beneficiari o al guardiano, non anche in capo al disponente; (ii) della forma, giacché il trust inglese non è soggetto alla forma dell'atto pubblico *ad substantiam*; solo la forma scritta viene prescritta dalla Convenzione dell'Aja (art. 3), sebbene nella pratica il ricorso all'atto pubblico sia considerato più prudente; (iii) dell'oggetto, nel trust possono essere incluse anche posizioni non dominicali, oltre che beni mobili non registrati, somme di denaro, titoli di credito; (iv) della durata, l'atto di destinazione è soggetto alla durata massima di 90 anni o è parametrato sulla vita della persona fisica beneficiaria; diverse regole sono stabilite sul punto in diritto inglese, nelle leggi del modello internazionale e degli Stati Uniti; (v) del regime, la separazione patrimoniale negli atti di destinazione è unilaterale e incompleta in quanto manca una disposizione che sottragga espressamente i beni destinati alla successione per causa di morte ed al regime patrimoniale della famiglia del proprietario "fiduciario".

Ove si sposti l'attenzione sulle fattispecie espressione dell'autonomia patrimoniale - quali i patrimoni delle associazioni non riconosciute ai sensi dell'art. 38 c.c.⁸⁶ piuttosto che i fondi pensione *ex art. 6, comma 4 ter, l. n. 124/1993*⁸⁷ - emerge all'evidenza il comune dato strutturale dell'indipendenza del patrimonio (appunto autonomo) dal

⁸⁶ Le associazioni non riconosciute sono entità disciplinate agli artt. 36, 37 e 38 c.c. La necessità di dare concretezza alla libertà di associazione *ex art. 18 Cost.* ha indotto il legislatore a predisporre un apposito strumento idoneo a soddisfare l'esigenza degli individui di riunirsi per perseguire finalità lecite purché non economiche (anche se anche le associazioni non riconosciute sono ammesse allo svolgimento di attività economica, vedi per tutte, Cass. Civ., n. 5836/2013). Al fine di garantire lo svolgimento delle attività dell'associazione, l'art. 37 c.c. prevede che "... *I contributi degli associati e i beni acquistati con questi contributi costituiscono il fondo comune dell'associazione. Finché questa dura, i singoli associati non possono chiedere la divisione del fondo comune, né pretenderne la quota in caso di recesso*". Emerge, dunque, la caratterizzazione del fondo comune nel senso di un patrimonio autonomo dell'ente, distinto da quello dei singoli associati, sul quale grava il vincolo di destinazione al soddisfacimento degli scopi propri dell'associazione. Tuttavia, si tratta di un regime di "autonomia patrimoniale imperfetta", giacché l'art. 38 c.c. prevede che per le obbligazioni dell'associazione non riconosciuta rispondono anche, personalmente e solidalmente, coloro che hanno agito in nome e per conto dell'ente. Tali soggetti dovrebbero individuarsi, secondo attenta dottrina, esclusivamente negli amministratori (F. GALGANO, *Diritto privato*, Padova, 1994, 614). La giurisprudenza costantemente fonda la propria interpretazione sul tenore letterale e sulla *ratio* della norma. Risponde dunque solidalmente con l'associazione, chi ha agito in nome e per conto della medesima, anche se si tratti di un semplice associato (Cass. Civ., 1657/85; Cass. Civ. Sez. III, 4710/81; cfr. Cass. Civ., Sez. III, 18188/2014 che espressamente esclude il collegamento della responsabilità rispetto alla carica). La norma in commento risponde ad un'evidente esigenza di tutela del terzo che compia attività negoziale con l'associazione non riconosciuta: la facoltà concessa al terzo di rivolgersi indistintamente ed illimitatamente anche ai soggetti che hanno speso il nome dell'associazione costituisce il contrappeso previsto dall'ordinamento che bilancia la mancanza di pubblicità tanto dei poteri quanto della effettiva consistenza patrimoniale dell'ente.

⁸⁷ I fondi pensione, invece, costituiscono una categoria di prodotti finanziari regolamentati dalla legge speciale e rispondente ad una funzione integrativa del sistema previdenziale pubblicistico. Affinché si possa parlare di "fondo pensione" è necessario che il prodotto sia conforme ad una serie di caratteristiche precise (modalità di versamento, possibilità di avere anticipi durante la fase di accumulo, erogazione del capitale accumulato e/o della pensione, ecc.) previste dalla normativa di settore. L'esercizio dell'attività dei fondi pensione è subordinato alla preventiva autorizzazione da parte della COVIP (Commissione di Vigilanza sui fondi Pensione), cioè da un organismo pubblico che emana la normativa volta a garantire la tutela dei sottoscrittori. I fondi pensione possono essere costituiti come soggetti giuridici di natura associativa ai sensi dell'art. 36 del codice civile (associazioni non riconosciute). In questo caso si parla di fondi negoziali o chiusi. In pratica, i sindacati dei lavoratori e le associazioni dei datori di lavoro si accordano per costituire un'associazione senza fini di lucro (il fondo pensione negoziale) che ha lo scopo di gestire il denaro versato dai lavoratori e dalle imprese per l'erogazione di una pensione integrativa. Lo statuto ed il regolamento del fondo stabiliscono poi le regole di partecipazione in conformità con quanto prescritto dalla legge sui fondi pensione. I fondi negoziali vengono anche definiti chiusi perché possono aderirvi solo i lavoratori che rientrano nelle categorie stabilite dallo statuto e dai regolamenti del fondo negoziale stesso. Quanto al rapporto tra il fondo pensione ed il patrimonio del gestore, l'art. 6, comma 4-ter, l. n. 124/1993 statuisce che "... *I fondi pensione sono titolari dei valori e delle disponibilità conferiti in gestione, restando peraltro in facoltà degli stessi di concludere, in tema di titolarità, diversi accordi con i gestori a ciò abilitati nel caso di gestione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale. I valori e le disponibilità affidati ai gestori di cui al comma 1 secondo le modalità ed i criteri stabiliti nelle convenzioni costituiscono in ogni caso patrimonio separato ed autonomo, devono essere contabilizzati a valori correnti e non possono essere distratti dal fine al quale sono stati destinati né formare oggetto di esecuzione sia da parte dei creditori dei soggetti gestori, sia da parte di rappresentanti dei creditori stessi, né possono essere coinvolti nelle procedure concorsuali che riguardano il gestore*".

soggetto gravato della gestione, nel duplice senso che, in linea generale e di principio⁸⁸, i creditori di quest'ultimo non potranno aggredire il patrimonio autonomo, così come i creditori delle obbligazioni che gravano sul patrimonio autonomo non potranno far valere i propri diritti sul patrimonio dell'entità che lo gestisce.

In ogni caso, al di là di ogni dogmatismo concettuale, è chiaro come nella concreta realtà non sia possibile individuare una netta linea di demarcazione tra le due tipologie di patrimoni⁸⁹ che, innegabilmente, presentano taluni elementi di contatto⁹⁰. Ed infatti, tanto i patrimoni separati quanto quelli autonomi sono funzionali a limitare l'operatività della garanzia patrimoniale generica *ex art. 2740 c.c.* e condividono la medesima matrice della "destinazione ad uno scopo" giacché strumentali, entrambi, alla creazione di "relazioni beni-fine". Ancora, in ambedue le tipologie di segmentazione patrimoniale si rinviene, in via generale, l'elemento della cesura fra le vicende che interessano il patrimonio generale e quelle afferenti ai beni separati. Le diverse fattispecie condividono, infatti, la "separazione" intesa come creazione di un nuovo assetto disciplinare funzionale alla destinazione ad uno scopo meritevole di tutela, per effetto della quale, i beni segregati, per un verso, sono sottratti alle pretese dei creditori "generali" del debitore e, per l'altro, sono prioritariamente destinati al soddisfacimento di obbligazioni connesse con gli interessi tutelati mediante la separazione.

Tutto ciò non toglie che, comunque, l'omogeneità del fenomeno segregativo si declini secondo modalità differenti: va da sé, infatti, che costituire un patrimonio separato

⁸⁸ Si fa riferimento al richiamato concetto di autonomia patrimoniale imperfetta che impedisce di circoscrivere la responsabilità delle obbligazioni contratte per conto dell'ente al solo fondo comune dell'ente medesimo.

⁸⁹ Non è eccezionale, infatti, che la dottrina spessi approdi a conclusioni diverse rispetto alla classificazione di un istituto come patrimonio separato piuttosto che come patrimonio autonomo. Un esempio paradigmatico di tale eterogeneità di risultati si rinviene nel caso dell'eredità giacente: per alcuni da ricondurre ai patrimoni separati (F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, Esi, 1986, 8449; L. BIGLIAZZI GERI, v. *Patrimonio autonomo e separato*, in *Enc. dir.*, Milano, Giuffrè, XXXII, 1982, 281); Id., *A proposito di patrimonio autonomo e separato*, in *Studi in onore di P. Rescigno*, vol. II, *Diritto privato*, Milano, 1998; per altri, a quelli autonomi (M. LUPOI, *Trusts*, Milano, Giuffrè, 2001, 450 e 569, il quale, al riguardo, nota l'affinità con i patrimoni autonomi).

⁹⁰ Osserva P. GABRIELE, *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in *Giur. Comm.*, fasc. 4, 2010, pag. 593 e ss. "... In forza dell'operare della separazione patrimoniale si modificano gli equilibri fra le situazioni giuridiche convergenti sui beni che vi sono sottoposti: il potere dispositivo del titolare perde la sua connotazione di virtuale illimitatezza ed al contempo le pretese dei creditori si rimodulano. Al suo interno, autonomia e separazione patrimoniale in senso stretto non si pongono come termini contrapposti di una tassonomia bicefala, bensì come i confini di una serie continua di figure fra le quali non sussiste soluzione di continuità, ma ricorre solamente una diversa intensità nella estrinsecazione dei caratteri salienti".

è cosa ben diversa dal conferirgli autonomia e il *discrimen* va colto non tanto sul piano della fattispecie – nel senso che il patrimonio autonomo, differentemente da quello separato, implicherebbe la creazione di un nuovo soggetto giuridico – quanto, piuttosto, sul piano della diversa modalità di interazione tra il patrimonio generale ed i creditori dei beni distratti.

L'analisi sin qui svolta consente di accedere ad alcune riflessioni conclusive sul tema.

Non è fuor di luogo pensare ad un *genus* che raccolga sotto l'etichetta della “segregazione patrimoniale” – che, come visto, non presenta connotati strutturali ulteriori rispetto alla mera instaurazione della relazione funzionale “beni-fine” - le varie *species* di specializzazione della responsabilità patrimoniale, le quali - pur presentando i medesimi tratti della segregazione patrimoniale - si caratterizzano per una diversa declinazione dell'insensibilità del patrimonio generale alle vicende obbligatorie concernenti i compendi distaccati, più intensa nei patrimoni autonomi e meno intensa, invece, nei patrimoni separati.

Nel senso testé chiarito, il moltiplicarsi delle manifestazioni della segmentazione patrimoniale richiede una rimediazione dell'originario rapporto biunivoco tra soggetto e patrimonio, storicamente baluardo del modello proprietario. In questa prospettiva, la separazione assume una valenza che esula dalle logiche proprietarie - giacché comporta la selezione degli interessi ritenuti rilevanti ed il conferimento di effettività alla loro graduazione – e suggerisce di condurre l'indagine in una prospettiva funzionale che superi il profilo della mera titolarità dei beni e si focalizzi sulla finalità perseguita attraverso lo strumento segregativo.

4. Il fondo comune di investimento nelle elaborazioni dottrinali

I rilievi avanzati hanno consentito, per un verso, di delineare i confini del sintagma “patrimonio autonomo” rispetto alla figura affine del “patrimonio separato” e, per l'altro, di rilevare tutta l'inattendibilità di una impostazione che legga, in via esclusiva, il rapporto tra soggetto e patrimonio in termini di una relazione biunivoca sulla scorta dei tradizionali schemi dominicali.

Si dispongono, ora, degli elementi necessari per affrontare il dibattuto tema della natura giuridica dei fondi comuni di investimento, tradizionalmente segnata da una costante tensione tra l'autonomia soggettiva e l'essere mero oggetto – per effetto della segregazione patrimoniale per l'appunto – dell'attività gestoria della Sgr. L'analisi non può che prendere le mosse da un preliminare *excursus* delle principali teoriche che, sin da quando, negli anni '60, i fondi fecero la loro comparsa nel mercato finanziario, si sono variamente contese la scena.

a) La teoria della comunione di diritto comune

I teorici del diritto che per primi si sono avvicinati al tema⁹¹ hanno ricostruito la natura giuridica dei fondi di investimento in termini di una *universitas*, costituita da titoli e denaro di cui i partecipanti erano proprietari in comunione tra loro e di cui ciascuno di essi era proprietario esclusivo nei limiti della quota di sua pertinenza. Insomma, il fondo altro non è, a mente di tale teorica, che una comunione *sui generis*, i cui tratti peculiari si individuano nella sottrazione del potere di gestione dei beni ai partecipanti e nel conseguente affidamento, in via esclusiva, alla società di gestione. Seguendo la suddetta impostazione, la titolarità dei beni è dunque imputabile in capo ai partecipanti e sottratta, per converso, alla Sgr che esercita un mero potere gestorio di cui risponde secondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario. Si spiegherebbe così il riferimento alla disciplina del mandato: va da sé che se i partecipanti al fondo sono proprietari dei beni sono altresì dotati del potere di stipulare un contratto di mandato con cui demandano alla Sgr l'assolvimento di ogni onere gestorio.

E tuttavia tale teorica ha prestato il fianco ad obiezioni di non poco conto che ne hanno comportato, nel tempo, il progressivo abbandono. Si è osservato, al riguardo, che l'intrinseca diversità di scopo che connota il fenomeno del fondo comune di investimento rispetto alla comunione ne impedisce ogni assimilazione sul piano strutturale. A ben vedere, infatti, l'essenza della comunione risiede in una situazione statica nella quale un

⁹¹ Tra gli altri, G. VISENTINI, *Riflessioni in tema di fondi comuni d'investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in Riv. soc., 1969, 1194 ss.; G. CASTELLANO, *Per una qualificazione giuridica dei fondi di investimento immobiliare*, in Riv. soc., 1969, 1550; JAEGER P. G., *Sui fondi comuni di investimento*, in Riv. soc., 1969, 1113 ss. e, più recentemente, le osservazioni riassuntive di BARTOLI, *Trust e fondi comuni d'investimento nella cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico*, in www.dircomm.it.

coacervo di beni comuni sono funzionalizzati al mero godimento ed alla possibilità di trarne gli utili, laddove il fondo di investimento ha invece la funzione di generare utilità dall'investimento degli apporti conferiti dai partecipanti ed è proprio la testé riferita connotazione che priva i partecipanti al fondo di qualsivoglia potere gestorio e di godimento. Conseguentemente, mentre nella comunione di diritto comune i singoli condividenti hanno poteri di amministrazione funzionali all'immediato godimento dei beni, nel fondo, diversamente, ogni potere di gestione compete alla Sgr ed i partecipanti acquistano nei suoi confronti un "diritto di credito" a che il gestore conformi la propria condotta ai canoni fissati nella legge e nel Regolamento, e rimborsi il valore della quota sottoscritta unitamente ai proventi dell'attività dell'investimento in rapporto al personale conferimento.

Allo stesso modo, del tutto differente è il regime di responsabilità con riferimento ai creditori delle cose comuni, da un lato, e del fondo, dall'altro: mentre nella comunione il creditore personale di uno dei condividenti ha azione sulla porzione dei beni comuni corrispondente al valore della quota del proprio debitore; nel fondo, invece, proprio per la differente natura del rapporto di partecipazione al fondo, i creditori dei partecipanti potranno agire soltanto sul diritto di credito che ciascuno di essi ha nei confronti della Sgr, senza poter vantare alcuna pretesa alla separazione in natura dei beni del fondo.

b) La teoria della soggettività giuridica

Il *modus operandi*, caro alla tradizione giuridica domestica, di settare le relazioni tra soggetti e patrimoni in una logica esclusivamente proprietaria ha indotto parte della dottrina a soggettivizzare il fondo di investimento. Il risultato è presto detto: l'imputazione della titolarità dei beni conferiti nel fondo stesso quale nuovo ed autonomo soggetto di diritto, distinto sia dalla Sgr, sia dai partecipanti.

Si è detto in tal senso, facendo leva sulla separazione normativamente sancita tra patrimonio del fondo e patrimonio della Sgr, che sebbene il legislatore non abbia inteso conferire personalità giuridica al fondo, lo ha reso, tuttavia, destinatario di obbligazioni attive e passive che lo rendono capace di operare nel sistema come un soggetto autonomo,

del tutto similmente a quanto accade nelle fondazioni (non riconosciute)⁹² o nelle associazioni non riconosciute. In quest'ottica, il fondo comune di investimento si atteggia non come oggetto bensì come soggetto di diritto, capace di instaurare – a mente dell'art. 36 TUF – un valido rapporto di mandato con la Sgr così investendola della funzione gestoria.

Se la ricostruzione che vedeva nel fondo una comunione di diritto comune è stata presto scartata, quella della soggettivizzazione ha avuto invece maggior seguito divenendo la teoria senz'altro prevalente nel panorama dottrinario (almeno sino all'intervento della Suprema Corte di Cassazione con la pronuncia n.16605/2010)⁹³, peraltro, anche accreditata dal Consiglio di Stato⁹⁴.

⁹² Il richiamo dell'istituto della fondazione spiegherebbe la ragione per cui i sottoscrittori non possono esercitare alcuna ingerenza nell'amministrazione del patrimonio nonché il motivo per cui la SGR è responsabile verso di essi secondo le regole del mandato. Come è noto, infatti, l'art. 18 c.c. prevede che gli amministratori sono responsabili verso l'ente secondo le regole del mandato. Inoltre, come per il fondo comune di investimento, prevale l'elemento patrimoniale in quanto la stessa è costituita per destinare allo scopo stabilito dal fondatore un complesso di beni. Tuttavia, anche in tale ipotesi il richiamo all'istituto delle fondazioni appare inappropriato in forza di un confronto sistematico delle rispettive discipline e della irrimediabile alterità funzionale dei fondi di investimento rispetto alle fondazioni. Basterà notare, al riguardo, che tra gli scopi della fondazione non figura lo svolgimento di un'attività economica che, invece, rappresenta l'essenza e la ragione stessa dell'istituto del fondo di investimento nell'ottica di valorizzare l'apporto dei partecipanti nel loro esclusivo interesse.

A ciò si aggiunga che dibattuta è la stessa sussistenza nel nostro ordinamento delle fondazioni prive di personalità giuridica. Al di là delle varie teoriche che si sono sviluppate in argomento – che spaziano dalla assoluta inammissibilità delle fondazioni non riconosciute giacché il nostro sistema non tollera la dissociazione tra soggettività e personalità giuridica, alla tesi della validità non in via generale ma soltanto allorché sussistano le condizioni di cui ai art. 39 c.c. riferito ai comitati – nessuna di esse è disposta ad ammettere l'esistenza, in via generale ed assoluta, della fondazione non riconosciuta destinata all'esercizio di un'attività di impresa, atteso che dubbi permangono sulla circostanza che simile attività possa essere svolta dalle fondazioni riconosciute tipicamente connotate da uno scopo altruistico e non di lucro. Infine, la teoria dell'ente fondazionale a cui ricondurre l'istituto dei fondi non può essere accreditata anche in base all'osservazione che nelle fondazioni è previsto che il conferimento dei beni per raggiungere un particolare fine, indicato dall'atto costitutivo, deve avere carattere necessariamente permanente mentre nei fondi tale carattere di permanenza è del tutto assente in quanto il patrimonio varia quotidianamente (per effetto dell'entrata e dell'uscita dei sottoscrittori). Dall'accoglimento di tale tesi ne deriverebbe, inevitabilmente, uno snaturamento forzoso di un istituto disegnato dal legislatore con struttura e finalità del tutto differenti.

⁹³ Vedasi, tra i tanti e senza pretesa di completezza, A. LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, in *I Contratti*, 2011, 27, nota a sentenza; V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 423; F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 432; P. FERRO LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Rivista delle Società*, 2012, 751; P. CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, 219; A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I.

⁹⁴ Cons. Stato, sez. III, parere 11 maggio 1999, n. 108. Il Consiglio di Stato, al fine di tutelare i terzi attraverso la trascrizione immobiliare, aveva ritenuto il fondo un centro autonomo di imputazione di

A detta dei sostenitori, tale ricostruzione trova appiglio in taluni indici normativi che evidenzerebbero la configurabilità del fondo in termini di soggetto di diritto oltreché di patrimonio autonomo.

In particolare, l'art. 36, comma 4⁹⁵, TUF, già nella sintassi, rafforzerebbe l'idea di distinzione soggettiva - oltreché di autonomia patrimoniale - del fondo rispetto alla Sgr, attribuendo rilevanza di soggetto al fondo, quale ente che "risponde" esclusivamente con il "proprio" patrimonio. Nello stesso senso dovrebbe leggersi il novellato art. 37, comma 2-*bis*, TUF, laddove prevede che i partecipanti ai fondi chiusi possano riunirsi in assemblea per l'adozione di delibere vincolanti per la Sgr (e, in ogni caso, per le delibere relative alla sostituzione della Sgr, sulla richiesta di ammissione a quotazione ove non prevista e sulle modifiche delle politiche di gestione). Indicazioni dello stesso segno proverrebbero, poi, anche dalla normativa di rango secondario⁹⁶.

interessi, avendo la Sgr un potere di disposizione del fondo solo per finalità meramente gestorie e, quindi, strumentale rispetto all'autonomia patrimoniale dei fondi, con la logica conseguenza che la titolarità dei beni dovesse essere riferita ai fondi comuni. stessi, —salve le necessarie annotazioni riguardanti il vincolo gestorio esistente. Le conclusioni del Consiglio di Stato erano state pienamente condivise dal ministero delle Finanze nella circolare n. 218/T del 1999 (emanata al fine di fornire un'interpretazione uniforme in tema di fondi immobiliari chiusi e di adempimenti pubblicitari nell'ambito della dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato), che aveva dato risalto, a propria volta, all'esigenza di attestare in modo incontrovertibile la titolarità, in capo al fondo, dei beni immobili che fanno parte del patrimonio dello stesso, che non poteva che essere garantita dall'effettuazione delle formalità di trascrizione degli atti di apporto a favore esclusivo del fondo, mediante doppia formalità, con contestuale annotazione a margine della trascrizione della sussistenza del vincolo gestorio in capo alla Sgr. Ciò allo scopo di garantire, ai sensi dell'art. 2644 c.c., la segregazione patrimoniale del fondo (anche al fine di evitare che i creditori della Sgr possano aggredire i beni che fanno parte del patrimonio dello stesso), garantendo l'immediata conoscibilità da parte dei terzi del rapporto di gestione tra la Sgr e il fondo, da considerarsi strumentale rispetto all'autonomia patrimoniale del fondo, assegnando all'annotazione del vincolo gestorio una funzione meramente integrativa dell'informazione principale costituita dalla trascrizione a favore del fondo dell'atto di apporto, senza alterarne il contenuto. La prassi operativa, dunque, aderendo all'impostazione elaborata dal Consiglio di Stato e del ministero delle Finanze con i provvedimenti succitati, aveva tendenzialmente consolidato – con qualche minore disomogeneità registrata dalle Conservatorie sul territorio nazionale – la regola della doppia formalità, nel senso di trascrivere gli atti di apporto di beni immobili a favore (o contro) i fondi comuni, con successiva annotazione del rapporto gestorio a favore della Sgr.

⁹⁵ Si riporta per comodità espositiva il comma 4 dell'art. 36 TUF: "... *Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti*".

⁹⁶ Si veda, al riguardo, la normativa in materia contabile emessa dalla Banca d'Italia (Circolare n. 189 /1993) che evidenzia, da un lato, che negli schemi di bilancio delle SGR non sono indicati i beni dei singoli fondi (dei quali la SGR dovrebbe essere proprietaria laddove non si riconoscesse soggettività

Ne deriverebbe, in definitiva, la costruzione di un istituto che non rileva soltanto sul piano dell'autonomia patrimoniale ma, altresì, su quello della soggettività giuridica in quanto dotato di una struttura organizzativa interna (vedi l'assemblea dei partecipanti nei fondi chiusi) che consente all'ente di essere titolare di situazioni giuridiche attive e passive.

Ebbene, tale ricostruzione risente con significativa evidenza delle logiche proprietarie che permeano e connotano il nostro sistema, intollerante all'idea di un patrimonio non riferibile ad un soggetto giuridico. Di qui, l'affanno di teorici e pratici del diritto nel ricondurre la normativa ad un sistema imperniato su di un soggetto titolare dei beni costituenti il fondo e, dunque, perché no, lo stesso fondo. Gli sforzi esegetici si sono, allora, concentrati nella ricerca di adeguati appigli normativi e, in questa peculiare "caccia al tesoro", il tenore delle disposizioni richiamate agli artt. 36 e 37 TUF ha rappresentato senz'altro terreno fertile: se la Sgr è tenuta agli obblighi del mandatario nei confronti dei partecipanti al fondo, deve necessariamente esistere un soggetto che il mandato, in effetti, lo conferisca; e se tale soggetto non può rinvenirsi nella collettività dei partecipanti, ecco allora che la soggettivizzazione del fondo è presto realizzata.

Tale lettura, tuttavia, si è tradizionalmente esposta a talune censure⁹⁷.

In particolare, il richiamo all'istituto delle associazioni non riconosciute o delle fondazioni non pare cogliere nel segno. Rispetto al fondo di investimento non si ravvisa, infatti, quello svolgimento di un'attività comune tra i partecipanti i cui si sostanzia il vincolo associativo e, in ogni caso, quel minimo di autonoma struttura organizzativa che la legge richiede. A nulla vale, a tale ultimo proposito, il richiamo alla struttura dei fondi chiusi ed all'art. 37 TUF a mente del quale v'è la possibilità per i partecipanti di prevedere

giuridica al fondo di investimento), e, dall'altro lato, che i beni del fondo sono invece descritti nei dati patrimoniali degli schemi di rendicontazione del fondo medesimo. Anche dal punto di vista sintattico, il Regolamento Banca d'Italia in più punti utilizza la forma attiva, parlando di "*patrimonio del fondo*", di "*beni detenuti dal fondo*" e utilizzando espressioni analoghe che evidenziano, non solo per mere esigenze di comodità descrittiva, una chiara soggettivizzazione del fondo quale centro autonomo di interessi sia dal lato attivo sia dal lato passivo. Così ancora, l'art. 12-*bis* del d.m. 228/1999 ("Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento"), come successivamente integrato e modificato, prevede espressamente che "*i fondi immobiliari possono assumere prestiti*" sino a una percentuale del sessanta per cento del valore degli immobili e del venti per cento degli altri beni, limiti che non si applicano nel caso di fondi speculativi (cfr. Regolamento Banca d'Italia, Titolo V, Capitolo III, Sezione VII).

⁹⁷ Vedi per tutti, B. LIBONATI, *Valenza organizzativa del regolamento*, in B. Libonati, *Scritti giuridici*, vol. II, Giuffrè, 2013; L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni d'investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, fasc.5, 2016, pag. 1115.

un momento assembleare; si tratta di una previsione la cui portata applicativa rimane confinata ai soli fondi in forma chiusa ed insuscettibile di acquisire valenza generalizzata come assunto su cui costruire una pretesa soggettività giuridica dei fondi. Ancora, i fondi di investimento si distinguono funzionalmente dall'istituto delle fondazioni: la fondazione è deputata allo svolgimento di un'attività altruistica e senza scopo di lucro, laddove, invece, l'esercizio di attività di un'attività economica (e, segnatamente, di investimento) è proprio ciò che connota i fondi di investimento.

c) **La teoria del patrimonio separato**

L'insufficienza delle soluzioni che precedono ha indotto parte della dottrina ad abbandonare la prospettiva del diritto di proprietà e a valorizzare il dato normativo (che, a proposito di fondi comuni di investimento, fa uso del sintagma "*patrimonio autonomo*") al fine di articolare la natura giuridica dei fondi come un mero patrimonio, distinto e separato sia dalla Sgr, sia dalla collettività dei partecipanti, funzionalmente connotato⁹⁸. Sotto il profilo degli assetti proprietari, la teorica attribuisce alla Sgr la "titolarità formale" del fondo, restando invece in capo ai partecipanti la titolarità di una "proprietà sostanziale", ovvero, una posizione soggettiva *sui generis* derivato dell'esigenza di ricollegare i beni al soggetto dal quale promanano, ma in un modo che non entri in collisione con l'esercizio esclusivo della funzione gestoria da parte della Sgr.

Si tratta di una ricostruzione, quest'ultima, che origina dall'esigenza avvertita nella tradizione domestica di agganciare "qualcosa a qualcuno" e se il fondo è un mero patrimonio, il titolare di quest'ultimo (benché formale) non può che individuarsi nella figura del gestore. È la Sgr, infatti, unico soggetto legittimato all'esercizio di poteri gestori rispetto ai beni del fondo oltreché esclusivo titolare del potere di interagire direttamente con i terzi, senza che i partecipanti possano interferire in alcun modo. Tali indici sono sufficienti a negare al fondo qualsivoglia forma di soggettività giuridica: si badi, qui non si discute della possibilità che un ente privo di personalità giuridica possa

⁹⁸ In questo senso, senza pretesa di esaustività, già R. LENER, *Commento all'art. 3 della legge n. 77 del 1983*, in Nuove leggi civ. comm., 1984, 399 ss.; F. ASCARELLI, *I fondi comuni di investimento*, in Trattato di diritto privato, diretto da Rescigno, 2, XVI, 1985, 741 ss.; Id, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1983, I; E. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli, Santoro, 1999, 15 ss.; S. BARTOLI, *Trust e fondi comuni d'investimento nella cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico*, in www.dircomm.it; M. LUPOI, *Trusts*, Milano, 2001. 687 ss.

qualificarsi come soggetto di diritto - il punto è pacifico – ma della diversa circostanza che affinché un ente si affermi come soggetto di diritto debba necessariamente possedere quel minimo di autonomia decisionale e, cioè, capacità di autodeterminarsi nelle interazioni con i terzi che, *de facto*, non si rinviene nel fondo; quest'ultimo, infatti, strutturalmente, ancor prima che normativamente, richiede a tal fine la cooperazione della società di gestione. Si è argomentato in questo senso che la previsione normativa secondo cui i creditori della società di gestione non possono agire sul patrimonio del fondo si giustifica solo in quanto il fondo sia concepito come un patrimonio separato della società di gestione, poiché di nessuna utilità sarebbe altrimenti affermare che i creditori non hanno azione sui beni che non appartengono al proprio debitore.

A seguir tale impostazione ne consegue che, essendo il fondo privo di soggettività giuridica, i rapporti tra fondo e Sgr non possono essere costruiti quale specificazione di un rapporto di mandato, avendo l'art. 36 TUF soltanto la funzione di regolamentare la portata della condotta della Sgr quale soggetto che – non dissimilmente dal mandatario – opera nell'interesse altrui. Ricadute si hanno poi anche sul piano applicativo qualora il fondo in questione sia di tipo immobiliare: dalla negata soggettività dei fondi se ne inferisce il diretto corollario della necessaria trascrizione dei beni conferiti nel fondo in capo alla società di gestione.

Invece, si è osservato in senso contrario alla teorica in discorso che i rapporti tra la Sgr ed il fondo mal tollerano un inquadramento sistematico nell'ottica di una relazione bilaterale obbligatoria e, ancora, laddove predica una scissione tra “proprietà in senso formale” e “proprietà in senso sostanziale”, la teorica tradisce l'aspirazione iniziale di fornire una innovativa chiave di lettura del fenomeno che prescindendo dalle logiche proprietarie, ricadendo, di fatto, nelle dinamiche nel modello del diritto soggettivo e dello schema dominicale. Peraltro, la “proprietà sostanziale” si rivela, in concreto, una mera scatola vuota in quanto deprivata dei contenuti tipici del diritto di proprietà e, quindi, almeno delle facoltà di amministrare e disporre dei beni che competono esclusivamente alla Sgr.

Sul versante applicativo, poi, si sono contestati gli effetti che una siffatta impostazione avrebbe - ove vi si desse seguito – sul piano della trascrizione relativamente all'ipotesi di fondi immobiliari: una trascrizione dei beni a favore della società di gestione

comporterebbe un mutamento della titolarità dei beni ogniqualvolta si ponga un tema di sostituzione della società di gestione, in controtendenza con la prassi applicativa⁹⁹.

5. L'intervento della Suprema Corte di Cassazione

È in questa proliferazione di teoriche ed affannose ricerche di risolutive chiavi di lettura della dei fondi di investimento che si colloca l'intervento della Suprema Corte che, con la sentenza del 15 luglio 2010, n. 16605, per la prima volta prende posizione sul dibattuto tema della natura giuridica dei fondi¹⁰⁰.

⁹⁹ Le teorie esposte sono quelle che hanno riscosso maggior successo in dottrina. Tuttavia, occorre dar conto anche di un più recente indirizzo esegetico che – facendo leva sul riconoscimento della preminenza, nella costruzione dell'istituto, della dimensione dell'attività rispetto alla questione della titolarità dei beni conferiti nel fondo – esclude la necessità di rinvenire una figura avente carattere soggettivo cui ricondurre le posizioni giuridiche facenti capo al fondo. Nell'ambito di tale teorica possono distinguersi due sub-filoni: (i) per un verso, v'è chi ritiene assolutamente irrilevante l'individuazione di un soggetto cui imputare la titolarità degli apporti conferiti nel fondo (P. FERRO LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Rivista delle Società*, 2012, 751, CICCHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. Comm.*, 2014, I, 579, PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Giuffrè, 2004, 227) e (ii) per l'altro, v'è chi ha sottolineato la valenza organizzativa del fenomeno, individuando nel fondo un centro di imputazione non soggettivo (B. LIBONATI, *Valenza organizzativa del regolamento*, in B. Libonati, *Scritti giuridici*, vol. II, Giuffrè, 2013, 291; R. LENER – C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2014, I, 406.

¹⁰⁰ Cass., 10 luglio 2010, n. 16605, edita, *ex multis*, in *Giur. Comm.*, 2011, II, 1128, con note di SCANO, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, *ivi*, 1133, e di C. GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, *ivi*, 1146; nonché in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 417, con note di V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, *ivi*, 423, e di F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, *ivi*, 432; in *Giur. it.*, 2011, 331, con nota di L. BOGGIO, *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili*, *ivi*, 333; in *Resp. civ.*, 2011, 124, con nota di F. FANTETTI, *Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento*; in *Società*, 2011, 46, con nota di N. BRUTTI, *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, *ivi*, 49. In argomento, cfr. inoltre i contributi di P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. soc.*, 2012, 751, nonché L. BULLO, *Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2545 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36, comma 6, del t.u.f.: quale modello di segregazione patrimoniale?*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, 553, S. CICCHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 579, e A. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal tuf*, *ivi*, 405. *Sulla giurisprudenza di merito successiva, cfr., in specie, App. Venezia, 10 marzo 2012*, in *N. giur. civ. comm.*, 2012, 812, con nota di G. MARCHETTI, *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio*, *ivi*, 818, e *Trib. Rovigo, 21 ottobre 2010*, in *Società*, 2011, 1057, con nota di R. SANSONE, *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?*, *ivi*, 1058.

L'occasione per esprimersi sulla questione prende il via dal reclamo presentato da una Sgr avverso un provvedimento del Giudice Delegato al fallimento di una SpA con cui quest'ultimo, a seguito di vendita all'incanto di un immobile appartenente alla stessa società fallita, ne disponeva il trasferimento a favore della Sgr piuttosto che, direttamente, al fondo comune di investimento di tipo immobiliare gestito. Il Giudice di *prime cure* investito del reclamo, rilevato come il fondo per le sue peculiarità strutturali e funzionali non sia da ascrivere al novero degli enti dotati di soggettività giuridica, si era espresso nel senso che aggiudicataria dell'immobile venduto dovesse ritenersi la Sgr - e non il fondo - atteso che la stessa aveva agito "per conto" del fondo ma in suo nome.

Il Supremo Consesso, così investito della questione, osserva preliminarmente come la risoluzione a valle delle questioni afferenti alle pratiche di trascrizione immobiliare passi attraverso la necessaria individuazione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento. Arduo onere, dunque, quello affidato agli Ermellini che nell'imbarcarsi in quest'impresa ripercorrono, dapprima, le disposizioni normative rilevanti (artt. 1 e 36 TUF) per concludere affermando il seguente principio di diritto: "*... i fondi comuni d'investimento (nella specie un fondo immobiliare chiuso) costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse di un fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla suindicata società di gestione*".

La Corte accoglie, quindi, la tesi del fondo come patrimonio separato, negandogli ogni forma di soggettività giuridica in quanto ente sprovvisto di una propria capacità di autodeterminazione nelle interazioni con i terzi, ponendosi con ciò in controtendenza con l'opinione dominante e con i prevalenti arresti della giurisprudenza di merito nel senso, invece, di attribuire piena soggettività di diritto al fondo, oltretutto con la prassi applicativa delle trascrizioni immobiliari a favore del fondo.

Vale la pena, ora, ripercorrere le argomentazioni che supportano il ragionamento della Corte al fine di verificarne la bontà e la tenuta rispetto alle peculiarità strutturali del fondo ed alla funzione che il sistema attribuisce allo stesso nelle dinamiche proprie del mercato finanziario.

In questo senso, sembrano essere tre i profili rilevanti del ragionamento del Supremo Consesso che occorre mettere in luce per un adeguato approfondimento e, in particolare:

- (i) il nostro sistema giuridico è imperniato su di una assoluta centralità del diritto soggettivo e sulla corrispondenza biunivoca tra l'esistenza di un diritto e l'identificazione di un soggetto che di quel diritto sia titolare. Muovendo da tale premessa metodologica, la Corte procede dunque all'individuazione del diritto soggettivo (ovvero, il diritto di proprietà dei beni conferiti nel fondo) e ne assegna la titolarità al soggetto normativamente investito della funzione gestoria (Sgr). In questa operazione, non sfugge alla Corte la difficoltà di ricostruire il potere spettante alla Sgr sui beni del fondo in termini di diritto di proprietà: ad essa, infatti non spetta la primaria facoltà di godimento che tradizionalmente connota il diritto dominicale ma soltanto un potere di amministrazione e disposizione dei beni; manca, in altri termini, quella "signoria del volere proprio" che è elemento tipizzante del diritto di proprietà. Ecco, allora, come la Corte giunge alla dissociazione tra "proprietà formale" (in capo alla Sgr) e "proprietà sostanziale" (in capo al fondo);
- (ii) la nozione di "soggetto di diritto" presuppone l'esistenza di un soggetto autonomo, capace, cioè, di autodeterminare le proprie scelte e le linee guida del proprio agire nelle relazioni con i terzi mediante l'ausilio di una "struttura organizzativa" anche minimale; affinché possa parlarsi di soggetto di diritto, occorre che tali tratti caratterizzanti vengano desunti, *in primis*, dalla normativa di riferimento. In quest'ottica, la Corte rileva come la disciplina dei fondi non consente di evidenziare indici che depongono a favore di una ricostruzione dell'istituto in questo senso. A tal proposito, la Corte richiama l'art. 36 TUF, a mente del quale, il gestore è chiamato a rispondere del proprio operato direttamente nei confronti dei partecipanti al fondo "*e non nei confronti del fondo medesimo, come ci si sarebbe potuto aspettare se a quest'ultimo il legislatore avesse voluto attribuire una soggettività sua propria*". Ma l'argomento decisivo per negare la natura di soggetto viene rinvenuto nella carenza di un assetto organizzativo idoneo a consentire la gestione dei beni apportati, esistente, per converso, nelle associazioni non riconosciute e nelle società di persone. Di conseguenza, la configurazione del fondo come soggetto autonomo finirebbe "*per*

rappresentare una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei partecipanti” costituendo, invece, esso un patrimonio separato a tutti gli effetti, sia dalla Sgr, sia dai singoli partecipanti, funzionalmente destinato, in via esclusiva, allo scopo di investimento finanziario per il quale è stato istituito. Ad ulteriore supporto di tale considerazione, la Corte sottolinea come il nostro ordinamento conosca specifiche ipotesi di destinazione patrimoniale richiamando, a tal proposito gli artt. 2447 *bis* e ss c.c. e l’art. 3 comma 2 della legge n. 130 del 1999 in tema di cartolarizzazione dei crediti;

(iii) conseguentemente, la relazione tra Sgr e fondo di investimento non è riconducibile allo schema del mandato civilistico che, invero, implicherebbe una duplicazione soggettiva insussistente nella fattispecie di cui si discute.

È chiaro che la via tracciata dalla Corte risente, evidentemente, di influenze di tipo continentale laddove, nell’approcciarsi ad un fenomeno che per sua stessa natura – come si vedrà - è insuscettibile di essere declinato secondo il classico schema proprietario, attinge all’elaborazione dogmatica anglosassone in tema di *contractual investment trust*¹⁰¹, giungendo alla dicotomia “proprietà sostanziale”-“proprietà formale” attraverso una distorsione della tradizionale categoria dominicale.

In quest’ottica, se la pronuncia in commento ha incontrato il favore di chi propendeva per una ricostruzione dogmatica del fondo in termini di “patrimonio separato”, ha, invece, attirato le perplessità e le critiche dei fautori della tesi della soggettività - ancora legati ad una concezione tradizionale del diritto di proprietà – i quali

¹⁰¹ Con il sintagma *investment trust* devono intendersi fenomeni caratterizzati dalla presenza di un organismo che, raccogliendo in un fondo il risparmio apportato da una pluralità di soggetti, emette in favore di questi ultimi titoli di partecipazione e investe quanto forma oggetto del fondo, in valori mobiliari, immobili o beni di altra natura, nell’interesse degli investitori e secondo il criterio della massima diversificazione del rischio. L’*investment trust* si caratterizza, altresì, per il fatto che sul fondo nel quale confluiscono gli apporti dei risparmiatori possono soddisfarsi unicamente questi ultimi i quali, peraltro, hanno diritto a veder remunerato il capitale apportato ed al rimborso dello stesso.

In questo contesto, la finalità di investimento viene soddisfatta ricorrendo allo strumento negoziale del *trust* che consente la formazione di un patrimonio separato dal restante patrimonio del *trustee* in quanto funzionalmente destinato all’attività di investimento ed all’esclusivo soddisfacimento dei risparmiatori/beneficiari. Per cenni storici in tema di *investment trust*, cfr. B. LIBONATI, *Holding ed investment trust*, Milano, 1967, 466 ss.; A. NIGRO, *Voce Investment trust*, Enc. Dir., vol. XXII, Milano, 1972, 694 ss.; G.P. SAVI, *Voce Società finanziaria*, cit., 719 ss.; M. GRAZIADEI, *Diritti nell’interesse altrui*, Trento 1995, 362 ss. Sull’utilizzo del *trust* nell’esperienza inglese cfr. G.C. CHESHIRE, *Il concetto del trust secondo la common law inglese*, Torino 1998, 57 ss.

non hanno mancato di sottolineare tutto il disaccordo rispetto alle conclusioni cui è pervenuta la Suprema Corte¹⁰². E ciò, sulla scorta di almeno due ordini di ragioni:

- (i) da una prospettiva prettamente pratica, l'impostazione della Cassazione condurrebbe a soluzioni non proprio auspicabili in ipotesi di mutamento del gestore, determinandosi in tale occasione un vero e proprio effetto traslativo dei beni, formalmente, intestati in capo alla Sgr;
- (ii) sul versante normativo, nella disciplina dei fondi di investimento - sia di rango primario, sia di rango secondario - si rinverrebbero numerosi indici nel senso di riconoscere al fondo la natura di soggetto di diritto. Il novellato art. 36 TUF – di cui la Corte si è servito per negare soggettività al fondo in punto di regime di responsabilità - rafforzerebbe l'idea di distinzione soggettiva oltre che di autonomia patrimoniale del fondo rispetto alla SGR.

6. La natura giuridica del fondo comune di investimento nella prospettiva della Suprema Corte: profili critici ed insufficienza del modello dominicale

Nonostante lo sforzo concettuale e dogmatico profuso dal Supremo Consesso nel tentativo di destreggiarsi in un terreno impervio che si caratterizza per una significativa latitanza definitoria del legislatore oltreché per una variegata gamma di teoriche dottrinarie, l'impianto della sentenza – se si fa salva la rinuncia ad una ipostatizzazione del fondo di investimento - appare segnata da un vizio metodologico di fondo, così pervenendo a conclusioni contraddittorie oltreché difformi rispetto alla realtà fenomenica della gestione collettiva ed alle logiche del mercato finanziario tanto da risultare qui non condivisibile.

¹⁰² Vedasi, tra i tanti e senza pretesa di completezza, LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, in *I Contratti*, 2011, 27, nota a sentenza; V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 423; F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 432; P. FERRO LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Rivista delle Società*, 2012, 751; P. CALICETTI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, 219.

Il ragionamento della Corte può essere (forse brutalmente) sintetizzato in termini di un disperato tentativo di applicazione del modello dominicale delle relazioni - che predica la riconducibilità di un patrimonio al suo legittimo titolare, giacché solo le *res nullius* sono “di nessuno” – ad un fenomeno complesso ed articolato che, per sua stessa natura, in quanto nasce e trae nutrimento dalle dinamiche tipiche del mercato finanziario (che, a sua volta, vive di logiche avulse da contesto proprietario), non si presta ad essere inquadrato secondo i paradigmi di derivazione pandettistica, propri di una tradizione giuridica settata sulla primaria importanza della “signoria della volontà”, nel segno della suprema manifestazione della potenza dell’individuo che vide in Savigny il suo maggior fautore¹⁰³.

A ben vedere, quello contestato sarebbe un approccio in evidente controtendenza con l’evoluzione che ha segnato le relazioni tra soggetto e patrimonio ed il modo di concepirle: in altri termini, la possibilità concreta ed effettiva nell’ordinamento domestico che una pluralità di patrimoni non si accompagni alla moltiplicazione dei soggetti, per un verso, ha definitivamente segnato la crisi dell’originario rapporto biunivoco soggetto-patrimonio e, per l’altro, ha affermato l’idea più generale che gli aspetti relazionali del patrimonio si prestano ad essere investigati in chiave funzionale e, dunque, non in termini di “titolarità” bensì di “attività” e di “scopo” assolto nell’ambito del ciclo produttivo. Sarà sufficiente guardare alla realtà economica ed alle sue variegate forme di segmentazione patrimoniale per avere una eloquente conferma dell’inattendibilità di un’impostazione che riconduce tutti i fenomeni all’architettura dogmatica tradizionale imperniata sulla centralità del diritto soggettivo.

Del resto, applicare il modello proprietario all’articolato fenomeno della gestione collettiva del risparmio ed ai suoi profili relazionali appare, in punto di fatto ancor prima che di diritto, impresa più che ardua. L’idea di proprietà quale diritto che compendia in capo ad un unico titolare le facoltà di godere, usare e disporre dei beni nel proprio esclusivo interesse mal si concilia con un fenomeno che esula da tali logiche; e il punto

¹⁰³ Sottolineano l’impossibilità di —riportare la situazione della società di gestione al modulo dell’art. 832 c.c. R. COSTI, *La struttura dei fondi di investimento nell’ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in Riv. Soc., 1968, 297; nello stesso senso, G. FERRI JR, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in Riv. dir. comm., 1992, I, 33 ss.; FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in Rivista delle Società, 2012, 751.

si coglie agevolmente laddove si consideri che, nel settore del risparmio gestito e diversamente da quanto accade nel tradizionale diritto civile, l'assetto delle facoltà in cui si sostanzia il diritto di proprietà si presenta notevolmente più articolato: ed infatti, il potere di gestione dei beni e quello di disposizione competono alla Sgr, mentre il potere di godimento spetta, in via esclusiva, ai partecipanti al fondo.

Peraltro, anche da un punto di vista dei contenuti, le facoltà di gestione, di disposizione e di godimento si atteggiavano in modo del tutto peculiare rispetto al tradizionale modello dominicale e ciò in quanto: il potere di gestione della Sgr è connotato da una significativa carenza di libertà nella definizione dei fini da perseguire e, quindi, dal difetto di quella "signoria del volere proprio" tipica del diritto di proprietà; dal canto suo, il potere di disposizione soggiace agli stessi limiti previsti per il potere di gestione presentando l'ulteriore tratto tipizzante dell'attribuzione ai partecipanti dei risultati dell'attività di gestione; da ultimo, anche il potere di godimento dei beni da parte dei pretesi "titolari sostanziali" risulta fortemente limitato giacché assoggettato ai criteri ed alle regole previsti dal Regolamento di gestione.

Ma v'è di più.

Una volta ricostruita in termini di diritto di proprietà la situazione giuridica relativa ai beni conferiti nel fondo, la Corte ne assegna la titolarità ("formale", *si badi*) alla società di gestione. Il punto si pone, all'evidenza, in contrasto con il dato normativo che, ammettendo l'ipotesi di una diversità soggettiva tra la società "promotrice" e quella incaricata della gestione (affidando al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio il riparto delle funzioni attribuite a ciascuno dei due soggetti), contempla la possibilità che la promotrice, asseritamente "proprietaria", perda *de facto* ogni tipo di legame e vincolo giuridico con i beni conferiti nel fondo ed ecco, quindi, come l'ossatura dogmatica della sentenza emerge in tutta la sua portata limitativa.

Anche la predicata scissione tra "proprietà formale" e "proprietà sostanziale", laddove rievoca l'istituto del *trust* di matrice anglosassone, si rivela scelta criticabile e, forse, anche pericolosa allorché rischia di spostare l'asse della riflessione sul se ed in che misura il nostro ordinamento ammetta l'esistenza di una "proprietà fiduciaria", con tutti i corollari che ne conseguono in termini di superamento del dogma della tassatività dei diritti reali. Ma più in generale, l'accostamento dei fondi comuni di investimento al *trust*, al fine dichiarato di ricondurre le fattispecie relazionali che ne derivano al diritto di

proprietà, sembra - sul piano logico ancor prima che giuridico - una vera e propria contraddizione in termini, e ciò anche sol considerando il diverso modo dei due sistemi di intendere e risolvere le questioni afferenti alla titolarità della ricchezza. Nell'ordinamento di *common law*, infatti, il problema dell'individuazione del soggetto titolare del fondo assume una rilevanza marginale, in quanto diversa è l'ottica-visuale della questione: non attribuzione ad un soggetto di certi beni, ma attribuzione ad un soggetto delle utilità come prodotto dell'investimento di quei beni.

Ciò che, invece, è utile cogliere dai sistemi di *common law* è l'attitudine a valorizzare, senz'altro meglio della nostra tradizione giuridica, la dimensione funzionale del patrimonio e del rapporto che esso instaura con il titolare, al fine di inquadrare le fattispecie relazionali che interessano il fondo comune di investimento in chiave dinamica, secondo logiche meno ingessanti di quella proprietaria e decisamente più aderenti alle esigenze del mercato finanziario. È qui forse il caso di rammentare che i fondi di investimento rappresentano, prima di tutto, un fenomeno di tipo economico, frutto dell'evoluzione delle metodiche di impiego del risparmio e dell'esigenza della collettività di disporre di strumenti di investimento meno onerosi e più tutelanti rispetto al canale bancario; in questi termini, il fondo di investimento è intriso e vive delle dinamiche proprie del mercato finanziario ed è, dunque, delle istanze promananti da tale contesto che occorre tener conto nella ricostruzione della natura giuridica dell'istituto.

L'accostamento del singolare istituto dei fondi di investimento ai *trust* o, ancora, ai patrimoni destinati ad uno specifico affare *ex art. 2447 bis e ss. c.c.* è contestabile, poi, anche sotto altro profilo.

Se, per un verso, è vero che, seguendo la ricostruzione qui proposta, i *trust* ed i patrimoni destinati *ex art. 2447 bis e ss. c.c.* condividono con i fondi comuni di investimento la natura di *species* del più ampio *genus* "segmentazione patrimoniale", per altro verso, occorre dar conto che il fenomeno della segregazione patrimoniale può declinarsi diversamente a seconda della concreta possibilità o meno dei creditori del compendio segregato di aggredire, in ultima analisi, i beni facenti capo al patrimonio generale. Tale criterio ha consentito di differenziare i "patrimoni separati" (nei quali il grado di insensibilità del patrimonio generale alle vicende afferenti al patrimonio particolare è relativo e meno intenso) dai "patrimoni autonomi" (nei quali, invece, il grado di insensibilità è massimo e, dunque, più intenso rispetto ai primi).

Ebbene, in quest'ottica, la differente permeabilità del patrimonio generale alle obbligazioni gravanti sulla massa dei beni segregati nell'ambito del *trust* e dei patrimoni destinati rispetto ai fondi comuni di investimento consente di ascrivere i primi al novero dei "patrimoni separati" ed i fondi, invece, a quello dei "patrimoni autonomi". Ed infatti, i fondi sono dotati di un'autonomia patrimoniale tale da precludere ai creditori del fondo, in caso di incapacienza, un'eventuale azione, neppure residuale, sul patrimonio della Sgr (oltrech  sul patrimonio dei singoli partecipanti). Il principio   oggi scolpito nel disposto dell'art. 36, comma 4, TUF che, novellato successivamente alla pronuncia della Suprema Corte, ha chiarito in termini inequivocabili che "... *delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo*". In altri termini, in tema di fondi di investimento si   al cospetto di patrimoni perfettamente autonomi (come, peraltro, anche dichiarato a chiari termini dal legislatore) che aspirano a divenire centri di imputazione di interesse¹⁰⁴.

Ma la distanza che separa i fondi di investimento, in particolare, dai *patrimoni destinati* si coglie, all'evidenza, nella diversa considerazione che il legislatore ha del rapporto intercorrente tra SpA e *patrimonio destinato*, da un lato, e tra Sgr e fondo di investimento, dall'altro.

Nella prima delle due menzionate fattispecie, argomentando *ex art. 2447 septies* si pu  ragionevolmente affermare che il *patrimonio destinato* assurge ad attivit  di impresa in un contesto soggettivo che   e rimane unico e configura uno strumento volto a consentire l'articolazione della responsabilit  patrimoniale della societ  costituente, nell'ottica di consentire (o, comunque, rendere meno oneroso) il finanziamento di specifici affari il cui perseguimento rientra a pieno nell'oggetto sociale della destinante. Tanto   vero che gli *assets* ricompresi nel patrimonio destinato trovano adeguata

¹⁰⁴ Trib. Milano, ordinanza n. 23918/2012, in particolare, osserva che "... *E occorre ancora considerare che il "patrimonio separato" di cui la SGR sarebbe "titolare" si distingue nettamente da tutte le altre figure conosciute di patrimonio separato (artt. 167, 490, 2447 bis, 2645 ter c.c.) per un carattere essenziale, ovvero che in questi casi il proprietario del patrimonio separato   uno ed uno solo, senza distinzione tra proprietario "formale" e "sostanziale"   tra diritto di godere e potere di disporre o tra titolarit  e potere gestorio. E allora sovviene pi  chiaramente che la "propriet  formale" in capo alla SGR non   altro che esercizio ex lege di un potere gestorio per conto altrui cui accede la formale intestazione dei beni del fondo (con indicazione di vincolo pertinenziale) al solo scopo di consentire l'esercizio di quel potere: una formalit  utile a rendere possibile l'esercizio di quel potere di "disposizione vincolata all'interesse altrui" che, come tale, non si identifica con il potere dispositivo del proprietario, ma col potere gestorio dell'amministratore*".

rappresentazione contabile nello stato patrimoniale (individuale) della società, così come le attività e le passività del patrimonio destinato rientrano tra le attività e passività della società destinante.

Di qui, l'apprezzamento dell'irrimediabile differenza con i fondi di investimento. In tale fattispecie, i beni ed i rapporti ricompresi nel fondo non trovano identica rappresentazione contabile nei bilanci della Sgr e ciò, si badi, coerentemente con l'impossibilità di ricostruire in termini di diritto di proprietà la situazione giuridica che lega la società di gestione ai beni nel fondo¹⁰⁵. Ancora, in un'ottica funzionale, i *patrimoni destinati* sono espressione di un'attività svolta nell'interesse proprio, laddove i fondi, invece, integrano una forma di gestione professionale di risorse nell'interesse altrui.

Spostandoci, poi, sul versante applicativo, con riferimento ai fondi immobiliari la soluzione adottata dalla Corte sollecita un interrogativo in ordine agli effetti collegabili

¹⁰⁵ Sotto il profilo strettamente contabile, è stato osservato poi come da una prospettiva pratica gli immobili (e, in generale, i beni) nei quali i fondi comuni gestiti da una Sgr avessero investito non potrebbero essere di proprietà della Sgr; a quanto consta non risulta che i bilanci delle Sgr includano al proprio attivo patrimoniale i beni gestiti per conto dei fondi comuni (cosiddetti “*assets under management*”). Ancora, da tale assunto deriverebbe che la mera sostituzione della Sgr comporterebbe un cambio di controllo societario per quanto riguarda le società detenute dal portafoglio del fondo, con conseguente attivazione delle clausole dei contratti stipulati da tali società che prevedono conseguenze di vario genere (ad es., l'accelerazione del finanziamento) nel caso di cambio del socio di controllo. In questo senso, P. CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in Riv. dir. civ., 2012, II, 219; V. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in Banca, borsa e titoli di credito, 2011, II, 423. Per un approfondimento dei rapporti Sgr-fondo sul piano contabile vedi G. RACUGNO, *Sgr e contabilità del fondo*, in Giur. Comm., fasc. 5, 2016, 628, il quale osserva “...I titoli che confluiscono nel fondo non compaiono pertanto nello stato patrimoniale della SGR, il cui bilancio evidenzia unicamente nel conto economico le commissioni attive e passive derivanti dalle operazioni di negoziazione delle quote del fondo. I valori dei patrimoni gestiti, come appena si è detto, non sono ricompresi nell'attivo patrimoniale della SGR, ma vengono indicati in dettaglio nella nota integrativa, Parte D, denominata “Altre informazioni”, ed ivi la tabella “Informazioni relative ai patrimoni gestiti”, che prevede la distinzione: Gestioni proprie, Gestioni ricevute in delega, Gestioni date in delega a terzi, con l'indicazione del valore complessivo della gestione di portafogli. La SGR dovrà inoltre indicare in ognuna delle tre tipologie appena richiamate, quanta parte delle risorse dei risparmiatori è stata investita in fondi della stessa SGR. Questa tabella costituisce dunque l'informativa per il lettore del bilancio concernente l'attività di gestione individuale di portafogli degli investimenti svolti dalla SGR. Uno sguardo d'insieme sulla gestione del fondo e/o dei fondi — che costituiscono altrettante segmentazioni dell'attività imprenditoriale della SGR — è contenuto nella Relazione degli amministratori sulla gestione (art. 2428 c.c.), che si sofferma sul contesto giuridico di riferimento, sulla rete di collocamento e soprattutto sulla politica di gestione dei rischi, che si materializzano nell'andamento delle quotazioni degli strumenti finanziari gestiti dal fondo. Quindi sull'andamento economico e patrimoniale della società in relazione alle commissioni conseguite. Nella Relazione sulla gestione, non emergono i titoli che confluiscono nel fondo, né le singole operazioni, che presuppongono l'analisi del prospetto informativo di ciascun fondo. Sotto il profilo contabile emerge, dunque, una netta separazione tra la contabilità e il bilancio della società di gestione, e la contabilità e il rendiconto del fondo comune, anche se, come si vedrà nell'ultimo paragrafo di questo scritto, nel bilancio della SGR, e in particolare nella nota integrativa della stessa, confluiscono dati comuni alle due gestioni, con una evoluzione, soprattutto per via della normativa secondaria, delle originarie disposizioni della l. 23 marzo 1983, n. 77”.

al mutamento della società di gestione. E cioè: posto che il gestore è il “titolare formale” nei beni conferiti nel fondo, la sua sostituzione comporta un effetto traslativo rispetto agli immobili nel fondo?

Si è già detto che all’indomani della pronuncia i commentatori non abbiano mancato di sottolineare come, a seguir a rigore il ragionamento della Corte, il mutamento del gestore dovrebbe comportare il mutamento della titolarità formale dei beni intestati alla Sgr, ben integrando la vicenda gli estremi di una fattispecie traslativa dalla portata assolutamente antieconomica, anche sol considerando gli adempimenti occorrenti in punto di trascrizione e la maggior lentezza del trasferimento soprattutto laddove non vi sia cooperazione della società uscente.

La soluzione della Corte, poi, è foriera di ulteriori criticità nell’ipotesi in cui la Sgr gestisca una pluralità di fondi. In tali fattispecie, infatti, la titolarità dei beni in capo alla società di gestione pone la non irrilevante questione di come dare evidenza nel vigente sistema di pubblicità immobiliare della “appartenenza” di un bene ad un fondo piuttosto che ad un altro, oltreché del trasferimento di beni da un fondo ad un altro o, ancora, della fusione tra fondi. Ancora, significativi problemi operativi si pongono relativamente al trasferimento di un immobile da un fondo all’altro. Ove si seguisse la tesi propugnata dalla Corte, da tale vicenda non dovrebbero derivare effetti traslativi per difetto dell’elemento del mutamento dell’asserito “proprietario”. E tuttavia, proprio in questa ipotesi si ravvisa un vero e proprio interesse dei soggetti coinvolti a configurare il trasferimento in termini di fattispecie ad effetti traslativi (generalmente, di compravendita), sicché al depauperamento del patrimonio di un fondo (nell’interesse dei suoi investitori) dovrebbe corrispondere un *quantum* in termini del pagamento di un prezzo¹⁰⁶.

Insomma, l’aver attribuito la “titolarità formale” dei beni nel fondo alla Sgr - con tutto ciò che ne consegue in punto di regime di trascrizione degli immobili - si rivela una soluzione poco operativa sul piano pratico¹⁰⁷. Si aggiunge, peraltro, che la soluzione si

¹⁰⁶ A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I, osserva altresì che “... la consistenza del patrimonio del fondo, in relazione alla quale si commisura l’estensione del potere di godimento da parte dei partecipanti al fondo, come pure quello della possibilità dei creditori di far valere le proprie pretese, deve essere costantemente ed agevolmente identificabile, e non lasciato ad adempimenti di incerta natura”.

¹⁰⁷ R. COLARIOLI, *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili bel sistema dei fondi comuni di investimento*, Riv. Not., fasc. 1.2014, 11; G. BARALIS, *Fondi immobiliari e Sgr: problemi di pubblicità*

pone in assoluta controtendenza con l'evoluzione normativa che, a proposito della sostituzione del gestore, sembra fare riferimento ad un avvicendamento - più che ad un fenomeno successorio - secondo le modalità disciplinate dal regolamento di modo da evitare soluzioni di continuità (Regolamento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015).

Ma il vero punto di caduta del sistema si ha esaminando la giurisprudenza di merito successiva alla pronuncia in commento che, sebbene professi l'adesione all'impostazione della Suprema Corte, perviene al contraddittorio esito di negare efficacia traslativa al mutamento del gestore, optando piuttosto per un inquadramento della fattispecie in termini di una mera modifica del mandato¹⁰⁸.

Tutto ciò rende di palmare evidenza come la soluzione della Corte sia in realtà il prodotto di un'architettura dogmatica non calibrata sulle peculiarità del fenomeno della gestione collettiva del risparmio e disvela tutti suoi limiti e criticità allorché ci si sposti dal piano teorico a quello pratico: qui - meglio che altrove - si coglie come la realtà fenomenica dei fondi di investimento e la prassi operativa siano destinate a scontrarsi con un'impalcatura dogmatica non conforme con cui stentano ad incastrarsi; e ciò a scapito di chiarezza, certezza e linearità delle soluzioni adottate dai giudici di merito che, nel "tentativo di far quadrare il cerchio", pervengono a soluzioni contraddittorie rispetto alle premesse da cui muovono.

In definitiva, la Corte tradisce le sue aspirazioni iniziali e mostra un atteggiamento di dipendenza psicologica dalle logiche tipico del diritto dominicale che permeano la nostra tradizione giuridica, cadendo in pieno nell'errore di ricondurre i fondi ad un modello, se pur atipico, di proprietà.

immobiliare, Riv. Not., fasc. 6, 2012, 1249. Gli autori osservano come non sia appropriato rifarsi alla disciplina in tema di patrimoni destinati ex art. 2447 bis e ss. c.c. che prevede sì una trascrizione dei beni a favore ad un'attività economica a favore della società destinante, ma in tale fattispecie il bene è di proprietà della società e gestito da questa, mentre nel caso dei fondi di investimento il bene non è realmente di proprietà della Sgr ma soltanto da questa gestito.

¹⁰⁸ Trib. Milano, ordinanza n. 23918/2012, si esprime in questi termini a proposito del mutamento del gestore "... *La stessa SGR subentrante, accettando la nomina, accetta solo di divenire titolare dell'ampio potere gestorio che la legge ed il regolamento del Fondo le attribuiscono, potere gestorio da esercitare su un patrimonio che è e rimane altrui. Che a ciò consegua la nuova iscrizione a libro soci e la reintestazione delle azioni - con il mantenimento della stessa rubrica che evidenzia l'inclusione nei beni del Fondo -, fa parte del funzionamento formale del fondo stesso, e resta estraneo al fenomeno del trasferimento "della proprietà o di altro diritto reale" sulle azioni stesse. Il fenomeno in questione è perciò assimilabile piuttosto al mutamento, per vari motivi (decadenza, dimissioni, revoca), delle persone fisiche o giuridiche che, in un determinato momento, assumono la carica di amministratori di società di capitali*".

7. Verso una nuova concezione del fondo comune di investimento: una questione di metodo

Quanto sin qui argomentato consente di trarre talune prime conclusioni rispetto alla metodologia di indagine con cui investigare il fenomeno dei fondi di investimento.

Può affermarsi che la disciplina dei fondi comuni di investimento e, più in generale, le evidenziate peculiarità della gestione collettiva del risparmio suggeriscono un approccio che non si limiti ad un forzato adattamento dei noti schemi dominicali: essi, invero, appaiono del tutto insufficienti a cogliere la complessità di un fenomeno poliedrico che non si presta ad essere incasellato entro la relazione biunivoca soggetto-patrimonio, nel segno di un'impostazione di derivazione pandettistica che assegni centralità al diritto soggettivo e, quindi, al diritto di proprietà. Occorre, piuttosto, rovesciare la prospettiva di indagine e guardare al fenomeno dei fondi comuni di investimento (ed al groviglio di relazioni ad esso connesse) secondo una chiave di lettura che, assumendo la centralità della "funzione" in luogo del "soggetto", dia risalto alla dimensione dinamica del patrimonio: in quest'ottica, il complesso di beni e rapporti presenti nel fondo acquista una propria dignità e rilevanza giuridica non in quanto patrimonio in senso statico derivante dalla somma dei singoli valori, bensì in quanto aggregato strumentale alla realizzazione di un'attività di investimento che, mediante la canalizzazione dei beni in ulteriori circuiti di ricchezza, genera utilità nell'interesse degli investitori e del mercato. In altri termini, i beni nel fondo "sono ed esistono" in quanto oggetto di un'attività produttiva di tipo economico secondo le logiche proprie del mercato finanziario; il fondo di investimento rappresenta il punto di aggregazione dei beni, ovvero il "contenitore" che consente e rende in concreto possibile lo svolgimento delle operazioni di investimento.

Se questa è l'essenza del fondo comune di investimento (come, forse, già tradisce lo stesso *nomen*), la ricostruzione della natura giuridica dell'istituto non può che passare attraverso un'adeguata valorizzazione della connotazione funzionale dei beni presenti nel fondo: il vincolo di destinazione ad essi impresso è elemento di tenuta del sistema che consente, per un verso, di attribuire rilevanza giuridica al complesso di valori presenti nel

fondo e, per l'altro, di condizionare ed orientare la politica e l'attività della società di gestione esclusiva regista ed attuatrice delle operazioni di investimento.

In quest'ottica – senza indulgere ulteriormente in schematismi dogmatici che, sovrapponendosi alla disciplina normativa, rischiano di vanificare la finalità ultima di tutela degli investitori - il fondo è e rimane un “patrimonio autonomo” (dove il concetto di patrimonio è da intendersi nel senso sopra chiarito), distinto a tutti gli effetti sia dalla Sgr, sia dai singoli partecipanti, non riconducibile alla titolarità né dell'uno né degli altri ed istituzionalmente funzionalizzato alle attività di investimento di cui ne costituisce l'oggetto. Ed infatti, se spostiamo l'attenzione sul comma 4 dell'art. 36 TUF è di immediata evidenza che il fondo più che “possedere” un patrimonio è esso stesso un “patrimonio autonomo”.

È questa, a ben vedere, la rappresentazione del fenomeno più fedele alla realtà ed aderente alle logiche del mercato finanziario di cui l'istituto vive e si nutre, rispetto alle quali le metacategorie del nostro modello giuridico rivelano tutta la loro inadeguatezza. Tuttavia, non è così assurdo - e del resto anche comprensibile - che al cospetto di un fenomeno che è prima di tutto di tipo economico e sottoposto ad influenze giuridiche di matrice anglosassone, il giurista continentale faccia fatica a liberarsi dei dogmi della tradizione giuridica di provenienza e ceda al tentativo di antropomorfizzare il patrimonio così da ricondurlo alla titolarità di un soggetto individuato ora nella Sgr, ora in un inedito soggetto di diritto.

Emerge, a questo punto, il vero punto di attrito della questione: il nostro ordinamento, costruito intorno alla nozione di soggetto titolare di un unico ed unitario patrimonio, stenta a funzionare quando - come nel caso in esame - operano regimi di segregazione patrimoniale senza moltiplicazione di soggettività e, nonostante ciò, realizzino un mutamento di titolarità da un soggetto (gli investitori) ad un patrimonio “attivo” (il fondo). Se il sistema così ricostruito, infatti, “regge” rispetto ai fondi costituiti da strumenti finanziari - giacché la presenza della banca depositaria (investita dell'onere di custodire i titoli) è elemento di chiusura del sistema in grado di garantire la separatezza e la reciproca impermeabilità dei fondi gestiti da una medesima Sgr – entra, invece, in crisi ove i beni nel fondo siano immobili. E ciò, per l'ovvia ragione che il sistema di pubblicità immobiliare è organizzato su base soggettiva e richiede l'individuazione, in qualche misura, di una “entità” (non nell'accezione tecnica del termine) a favore della

quale effettuare le formalità della trascrizione, prestando adeguata attenzione a non scivolare verso il terreno dell'ipostatizzazione di quello che è e rimane un patrimonio autonomo.

In questo contesto, se si assume come premessa l'irriducibilità alla Sgr dei beni facenti parte del fondo (se non a pena di vulnerare l'essenza stessa del diritto di proprietà, atteso che alla Sgr compete un mero potere gestorio), proprio la valorizzazione del vincolo di destinazione funzionale impresso sui beni nel fondo e dell'autonomia perfetta del fondo medesimo è operazione che consente di compiere il passaggio logico dal fondo quale mero "patrimonio autonomo" ontologicamente qualificato da uno scopo a "centro di imputazione di attività" (l'attività di investimento) nei limiti segnati dal legislatore e, in quest'ottica, *funzionalmente* capace di essere intestatario dei beni ivi presenti, senza per ciò stesso assurgere a nuovo soggetto di diritto.

Insomma, con locuzioni diverse (ora "distinto", ora "autonomo"), il TUF altro non fa che dare corpo al concetto di segregazione patrimoniale, declinandolo nella sua accezione forte di strumento di selezione degli interessi rilevanti (dei partecipanti) e di "isolamento" del patrimonio investito idoneo a renderlo impermeabile alle vicende giuridiche non strettamente attinenti all'attività di gestione¹⁰⁹.

Del resto, inquadrare il fondo nel differente schema di un nuovo soggetto di diritto cui imputare la "titolarità" dei beni non pare – ad avviso di chi scrive - un'alternativa concretamente praticabile: si tratterebbe, in buona sostanza, di una superfetazione pleonastica contrastante con la dimostrata impossibilità di riunire il complesso di rapporti che gravano sul fondo sotto l'unitaria etichetta del "diritto di proprietà" e, peraltro, in controtendenza con la progressiva espansione nel panorama giuridico della tecnica della segmentazione patrimoniale quale strumento alternativo alla soggettivizzazione per il conseguimento di identiche finalità ma con l'ulteriore vantaggio di coniugare esigenze di semplicità degli atti e snellezza dei procedimenti¹¹⁰.

¹⁰⁹ P. GABRIELE, *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in Giur. comm., fasc. 4, 2010, pag. 593, parla in proposito di "segregazione come pietra miliare del TUF e strumento di tutela degli investitori".

¹¹⁰ In buon sostanza, la creazione di un veicolo societario può rappresentare una risposta ad una istanza di segregazione patrimoniale quando l'obiettivo è quello di scindere un complesso di attività da un patrimonio per porle al riparo dagli effetti delle vicende in cui quest'ultimo incorra. La creazione di un veicolo societario, in definitiva, rappresenta uno strumento idoneo a delimitare la responsabilità dell'imprenditore mediante la realizzazione di un differente centro di imputazione cui ricondurre un segmento del business e i rischi inerenti; tuttavia, come la dottrina non ha mancato di sottolineare, si tratta

Concludendo diversamente, per un verso, verrebbe da chiedersi quale significato sia da attribuirsi alla voluta segregazione patrimoniale dei beni nel fondo¹¹¹ e, per l'altro, si giungerebbe all'esito di vanificare lo sforzo del legislatore che, nell'apprestare agli utenti del mercato finanziario una pluralità di forme diversificate e non sovrapponibili, li ha resi liberi di scegliere e calibrare sulle proprie esigenze gli strumenti più idonei agli scopi perseguiti. Basti osservare che nell'assetto vigente il modello di gestione contrattuale dei fondi comuni di investimento si pone proprio come alternativo rispetto a quello societario delle SICAF che, per l'appunto, consente di dotare di soggettività piena il patrimonio raccolto ai fini dell'esercizio della funzione gestoria; sicché non può che inferirsene che, nel settore del risparmio gestito, i momenti i logico-giuridici "della soggettività, del patrimonio e della destinazione dei beni" si declinano differentemente a seconda del modello prescelto.

Ma in questo contesto, decisivo al rigetto dell'idea del fondo come un nuovo soggetto di dritto è l'ulteriore argomento della incapacità del fondo di autodeterminarsi nel panorama giuridico. Pur nella convinta proclamazione del fondo quale "complesso patrimoniale autonomo", occorre prendere coscienza della - forse fin troppo ovvia - circostanza che il fondo (proprio perché patrimonio privo di soggettività che acquista rilevanza in considerazione di uno specifico scopo) non è strutturalmente dotato di autonomia operativa e ciò argomentando, non tanto - come sostenuto dalla Suprema Corte - in ragione della carenza di una struttura organizzativa minimale che si rinviene invece negli enti di fatto, quanto, piuttosto, in forza della intermediazione *ex lege* della società di gestione di cui i fondi necessitano per poter entrare in relazione con i terzi¹¹².

di un mezzo potenzialmente sovradimensionato a fronte di ipotesi dagli oneri costitutivi e gestionali meno gravosi, quale proprio il patrimonio separato. In questi termini, P. GABRIELE, *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in Giur. comm., fasc. 4, 2010.

¹¹¹ Ancora, a voler valorizzare il dato letterale, non può mancarsi di sottolineare come la novella intervenuta sull'art. 36 TUF conferma la volontà del legislatore di negare soggettività giuridica ai fondi comuni di investimento in quanto il vecchio testo (risultante dalla modifica ad opera del D.L. 31 maggio 2010, n. 78, convertito in L. 30 luglio 2010, n. 122), statuiva che "*delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio*", laddove l'attuale comma quarto dell'art. 36 (sostituito dal d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44 e successivamente modificato dal d.lgs. 12 maggio 2015, n.72) precisa oggi che "*delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo*".

¹¹² Sulla scorta della ricostruzione qui proposta, è destinata a perdere di rilievo l'obiezione, tradizionalmente sollevata dai fautori della tesi della soggettività, a mente della quale l'assemblea dei partecipanti nei fondi immobiliari sarebbe sintomatica dell'esistenza, in qualche misura, di una struttura organizzativa che consente l'assimilazione dei fondi agli enti di fatto. Vedi, *ex multis*, F. GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra*

La conclusione qui tratta è viepiù confermata dall'approccio che tradizionalmente dottrina e giurisprudenza adottano al fine di qualificare un'entità alla stregua di un soggetto di diritto: occorre cioè avere riguardo al dato positivo per rinvenire elementi sintomatici della volontà dell'ordinamento di regolamentare gli stessi come veri e propri "soggetti". Se si esamina la giurisprudenza di legittimità¹¹³, emerge con nitidezza che storicamente sono stati reputati indici normativi di soggettività la sussistenza di una struttura organizzativa regolata dal principio maggioritario, piuttosto che la capacità di diritto processuale o, ancora, la capacità di diritto sostanziale. Orbene, a quanto consta e sulla scorta dei risultati dell'analisi condotta, nessuno di tali elementi connota la disciplina dei fondi comuni di investimento, di talché dovrebbe inferirsi la volontà del legislatore di considerare il fondo come mero oggetto dell'attività gestoria (e non come autonomo soggetto). Sintomatico in tal senso è peraltro il tenore della relazione della 6° commissione permanente finanze e tesoro, ove si legge "... *circa il rilievo sulla natura giuridica del fondo, va rilevato che trattasi di nuovo istituto, del quale l'autonomia patrimoniale costituisce caratteristica essenziale, come del resto affermato esplicitamente nel testo del provvedimento*"¹¹⁴. Del resto, non v'è da stupirsi in quanto è solo per mezzo dell'attività della Sgr che i fondi di investimento possono essere promossi e gestiti.

In definitiva, occorre correttamente inquadrare e risolvere nell'ottica della intrinseca funzionalizzazione dei fondi allo svolgimento dell'attività di investimento quelle manifestazioni di autonomia che potrebbero indurre, nel nome di un ostinato dogmatismo, ad assegnare al fondo dignità di autonomo soggetto di diritto. Diversamente opinando, risulterebbe irrimediabilmente svilita la funzione stessa della Sgr che proprio nella gestione del fondo trova la propria ragion d'essere ed il proprio oggetto sociale.

giurisprudenza e legislazione, in Banca, borsa e titoli di credito, 2011, II, 432; Vedi, al riguardo, R. DELLA VECCHIA, *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, Le Società, 2010, 1335. Ad ogni buon conto, giova qui rilevare che l'assemblea dei partecipanti ha competenze limitate ed è prevista soltanto con riguardo ai fondi di tipo immobiliare; conseguentemente non può costituire indice valido per ragionare in ordine alla natura dei fondi comuni di investimento.

¹¹³ Vedi *ex multis*, Cass., sez. I, 16 novembre 1976, n. 4252, in Il Foro it., 1977, I, 1482 ss.; Cass., sez. lav., 16 febbraio 1979, n. 1022, in Giur. it., 1979, I, 1071 ss.; Cass., sez. I, 24 luglio 1989, n. 3498, in Giur. it., 1990, I, 1, 46 ss.; Cass., sez. I, 28 gennaio 1993, n. 1027, in Giur. it., 1993, I, 1, 1201 ss.; Cass., sez. III, 11 maggio 1998, n. 2676, in Giur. it., 1998, 2099 ss.; Cass., Sez. Un., 26 aprile 2000, n. 291, in Società, 2000, 1201 ss.

¹¹⁴ Relazione della 6° commissione permanente finanze e tesoro - Berlanda - sul disegno di legge n. 1609.

Se così è, la novellata disciplina del TUF¹¹⁵ che ammette il fondo di investimento alle procedure di risoluzione della crisi - indipendentemente dalla crisi della Sgr - non potrà di certo subire strumentalizzazioni e piegamenti a favore di una pretesa soggettivizzazione del fondo, giustificati in forza del principio personalistico che permea le procedure concorsuali a mente del quale “insolvente” è predicato proprio dell’imprenditore e mai di un patrimonio. A ben vedere, è la stessa morfologia del fondo di investimento ad impedire che una sua eventuale incapienza possa propagarsi al patrimonio del gestore e ciò a cagione non dell’autonomia soggettiva quanto, piuttosto, dell’autonomia patrimoniale del fondo, di cui l’incomunicabilità con la massa patrimoniale della Sgr costituisce corollario imprescindibile. Peraltro, l’aver previsto un’ipotesi di autonoma crisi del fondo è soluzione senz’altro ragionevole nell’ottica di non negare ai creditori di quest’ultimo la maggior tutela che le procedure concorsuali sono in grado di garantire.

Concludendo, allorché si indaghi sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento, sul piano del metodo, l’approccio vincente sembra essere dunque quello di “relativizzare” nella prospettiva della funzionalità e dell’interesse degli investitori le varie questioni che di volta in volta si pongono in merito a titolarità, intestazione e circolazione dei beni facenti parte del fondo di investimento. Solo per tale via si è in grado di evitare lo scongiurato esito unificante della soggettività giuridica e, di contro, valorizzare la dimensione di patrimonio autonomo del fondo coerentemente con la manifestata volontà del legislatore.

¹¹⁵ Con l’art. 1 del d.lgs. n. 47 del 16.4.2012, poi modificato dall’art. 2 del d.lgs. n. 181 del 16.11.2015, è stato introdotto il comma 6-*bis*, dell’art. 57 del TUF, per la disciplina della “crisi” del fondo comuni di investimento. La norma, nello specifico, ammette alla liquidazione coatta amministrativa un fondo comune di investimento, o il comparto di un fondo, qualora le attività non consentano di soddisfare le obbligazioni assunte e non sussistono ragionevoli prospettive che la situazione di crisi possa essere superata, indipendentemente dalla insolvenza della Sgr che lo gestisce. A seguito della sentenza del Tribunale, che provvede in camera di consiglio, è poi la Banca d’Italia a nominare i liquidatori, che provvedono secondo quanto disposto dal comma 3-*bis*, del medesimo art. 57, quindi secondo le norme proprie della liquidazione coatta amministrativa. È stato correttamente osservato che i principi personalistici sui cui poggia l’ordinamento fallimentare - che predicano il fallimento di un imprenditore e mai di un patrimonio - non sembrano quindi più costituire un ostacolo ad una disciplina della crisi dei fondi comuni di investimento, patrimoni privi di soggettività. Si ammette oggi l’insolvenza del patrimonio in assenza della dichiarazione di insolvenza del soggetto titolare (la Sgr) e, nel caso di insolvenza della Sgr, una procedura “parziale” limitata ai beni del fondo, giudicata per altro dalla dottrina inammissibile perché contraria “ai principi di universalità, concentrazione e generalità che connotano la procedura”.

8. La ricostruzione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento al vaglio dei recenti arresti della giurisprudenza di merito

La tesi qui proposta in merito alla natura giuridica dei fondi comuni di investimento non sembra risentire di taluni suggestivi arresti della giurisprudenza di merito che, ponendosi in un articolato rapporto dialettico con l'orientamento del Supremo Consesso, si sono recentemente indirizzati a valorizzare, per lo più, il dato letterale degli interventi normativi sopravvenuti alla pronuncia della Corte per inferirne una pretesa soggettività del fondo comune di investimento.

Si fa riferimento, anzitutto, alla pronuncia n. 7232/2016 del Tribunale di Milano, chiamato a dirimere una controversia che trae origine da una vicenda di sostituzione di una Sgr a seguito della relativa sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria. In particolare, un'azionista di una società partecipata da un fondo comune di investimento gerito aveva chiesto in quell'occasione che il trasferimento delle azioni tra le due Sgr fosse dichiarato illegittimo, giacché in violazione della clausola statutaria di prelazione a favore dei soci. L'occasione fornisce al Collegio milanese lo spunto per condurre un'analisi dogmatica dell'istituto dei fondi comuni di investimento, prendendo le mosse dalle conclusioni della Suprema Corte allo scopo di verificarne la tenuta nel novellato quadro normativo.

Ad una rapida lettura dell'*iter* argomentativo emerge all'evidenza che il Collegio abbia strumentalizzato il dettato normativo, estrapolandone in maniera asettica indici¹¹⁶

¹¹⁶ Trib. Milano, n. 7232/2016 si esprime in questi termini "...*Pare significativo anzitutto l'inserimento, nel cruciale comma 6 dell'art. 36 TUF, delle parole "... delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio"* (Art. 32.1 let. b. d.l. 31.5.2010 n. 78, conv. l.n. 122 del 30.7.2010). *Ai fini che qui interessano, rimane confermato che il patrimonio è "proprio" del fondo, non dunque della S.G.R. La l.n. 183 del. 12.11.2011 (c.d. Legge di stabilità 2012) all' art. 6 comma 1 (Disposizioni in materia dismissioni dei beni immobili pubblici), recita: 1. Il Ministero dell'economia e delle finanze è autorizzato a conferire o trasferire beni immobili dello Stato ... ad uno o più fondi di investimento immobiliare, ovvero ad una o più società ...". E il comma 8-bis: "I fondi istituiti dalla società di gestione del risparmio del Ministero dell'economia e delle finanze possono acquistare beni immobili ad uso ufficio di proprietà degli enti territoriali ...". Ben si può pensare che menzionando i "fondi" la legge usi una sineddoche che preterisce la SGR, ma certo è che i referenti di trasferimenti ed acquisti sono i fondi, non le relative SGR. Infine il D.Lgs. n. 47 del 2012 ha introdotto il comma 6 bis dell'art. 57 TUF, così prevedendosi la possibilità che i fondi comuni di investimento siano ammessi alla procedura di liquidazione coatta amministrativa indipendentemente dalla SGR che li gestisce."*

che “... univocamente si pongono nel senso di riconoscere autonomia patrimoniale – dunque capacità di essere titolari di diritti sostanziali e processuali – ai fondi comuni di investimento”. Ora, al di là dell’imprecisione dogmatica per cui la “capacità di essere titolari di diritti sostanziali e processuali” è di per sé derivato della soggettività giuridica e non dell’autonomia patrimoniale (concetto che, invece, va esclusivamente riferito al grado di separazione di un patrimonio rispetto ad un soggetto), l’argomentazione del Collegio non regge nella misura in cui, focalizzandosi in via esclusiva sul tenore letterale del dato positivo, trascende del tutto dalla valorizzazione del vincolo funzionale che grava sui beni del fondo oltreché dall’evoluzione del fenomeno della segregazione patrimoniale quale strumento di realizzazione dei fini perseguiti alternativo alla costituzione di un veicolo soggettivo.

Ad ogni buon conto, è qui forse il caso di rammentare che occorre riporre non troppo affidamento sulle scelte semantiche del legislatore, non almeno senza tenere in debita considerazione il quadro sistematico nel quale esse vanno calate e contestualizzate; troppo spesso, infatti, il legislatore incede in un linguaggio aspecifico (anche laddove l’elevato tecnicismo della materia richiederebbe una più sofisticata attenzione) che, nella fattispecie di cui si tratta, si traduce nel ricorso alla sineddoche “fondo” in luogo di un più puntuale riferimento alla Sgr¹¹⁷.

¹¹⁷ In questo senso è stato altresì osservato, in particolare, che costituiscono indici di una rilevanza soggettiva del fondo i seguenti riferimenti: (i) il regolamento del fondo deve indicare almeno “se e con quale finalità il fondo intende operare in strumenti finanziari derivati [...]” (Titolo V, Capitolo I, Sezione II, paragrafo 3.1.2); (ii) i fondi mobiliari aperti che “intendono investire” sino al cento per cento del loro patrimonio in diverse emissioni di strumenti finanziari emessi o garantiti da uno Stato membro dell’UE, [...], indicano nel regolamento gli Stati [...] nei quali il fondo può investire più del 35 % del proprio patrimonio (Titolo V, Capitolo I, Sezione II, Paragrafo 3.1.2); (iii) l’OICR “può [...] assumere prestiti” entro determinati limiti (Titolo V, Capitolo III, Sezione II, Paragrafo 6.5 e Sezione V, Paragrafo 6.2); (iv) i fondi chiusi che prevedono l’investimento in beni immobili “possono concedere” tali beni in locazione con facoltà di acquisto per il locatario, ovvero possono concederli in leasing immobiliare (Titolo V, Capitolo III, Sezione V, Paragrafo 6.3).

Non è condivisibile l’impostazione di chi, rinvenendo nei fondi di investimento un soggetto di diritto, individua la sola differenza tra fondi ed enti di fatto nell’essere dotati i primi un organo gestorio esterno rispetto al fondo medesimo e, a sua volta, costituito in forma di soggetto di diritto, affermando che “...Tale differenza costituisce tuttavia un mero aspetto di carattere organizzativo e non un aspetto di carattere sostanziale. Essa è piuttosto correlata alla finalità e all’inquadramento sistematico dei fondi comuni di investimento, i quali non svolgono attività di impresa ma di investimento e di gestione del risparmio. È quindi stato ritenuto necessario dalla normativa comunitaria e interna che il soggetto che gestisce gli altrui risparmi sia un ente qualificato, specializzato e vigilato, quale è la SGR, la quale svolge un servizio di investimento; ciò non è tuttavia incompatibile con il fatto che il fondo comune possa essere considerato quale soggetto di diritto a tutti gli effetti”, aggiungendo, peraltro, come “... non siano infrequenti casi simili nel nostro ordinamento in cui gli interessi di un soggetto di diritto sono gestiti da organi esterni al soggetto stesso, senza che ciò determini la perdita della soggettività o il trasferimento

Ma più in generale, la conclusione tratta dal Tribunale di Milano rispetto alla natura dei fondi di investimento non risulta convincente nella misura in cui perviene all'esito di affermare la soggettività giuridica del fondo di investimento ricorrendo, tuttavia, alle medesime categorie dogmatiche della separazione patrimoniale e scissione tra proprietà in senso formale ed in senso sostanziale di cui si era già servita la Suprema Corte per negare la sussistenza di qualsivoglia forma di soggettività giuridica in capo ai fondi. In buona sostanza, la pronuncia del Tribunale di Milano può spiegarsi sinteticamente nel modo seguente: strumentalizzando le innovazioni normative il Collegio si lancia nell'esperimento di dare nuova veste giuridica a quegli elementi del ragionamento della Corte che ritiene di condividere; tuttavia, il tentativo di porsi così in linea di evoluzione rispetto alla pronuncia del 2010 si rivela ahimè fallimentare laddove si riduce, di fatto, ad una replica dell'impostazione e del percorso argomentativo del Supremo Consesso¹¹⁸.

Nella stessa linea si pone il decreto del medesimo Collegio del 10 novembre 2016, con cui il Giudice milanese - proprio sul presupposto della ritenuta soggettività giuridica autonoma dei fondi comuni di investimento - ha omologato un accordo di ristrutturazione *ex art. 182 bis L.F.* (concluso da una Sgr con i creditori del fondo gestito). E tuttavia è proprio nell'articolazione della motivazione della decisione che il Collegio cade in contraddizione giacché, pur percorrendo l'*iter* argomentativo della richiamata sentenza n. 7232/2016, osserva che in ogni caso la previsione di cui all'art. 57, comma 6 *bis*, TUF - che ammette i fondi di investimento alla procedura di liquidazione coatta amministrativa a prescindere che lo stato di crisi interessi anche il gestore - "*apre nettamente lo scenario di un impiego - sempre per il solo Fondo (ed al di là della sua autonomia soggettiva) - di strumenti alternativi di soluzione della crisi, senza che si debba affermare in alcun modo come presupposto necessario lo stato di crisi della Sgr medesima*", con ciò

della titolarità del patrimonio del soggetto gestito al gestore. Si pensi, a mero titolo di esempio, alla potestà dei genitori nei confronti dei figli minori o alla tutela e alla curatela rispettivamente dell'interdetto e dell'incapace; anche a livello societario, è ormai pacifico che una persona giuridica può essere nominata amministratore di una società". In questi termini, S. BARBANTI, *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni di investimento*, in Riv. Dir. Banc., marzo 2013, ISSN: 2279-9737. L'accostamento dei fondi comuni di investimento ai soggetti incapaci, invero, non coglie nel segno, attese l'inconciliabilità delle finalità perseguite dai due istituti e la natura primaria del fondo quale fenomeno economico che si connota per delle peculiarità sue proprie tipiche della logica di mercato.

¹¹⁸ In questo senso, è utile confrontare altresì le pronunce del Trib. Milano, n. 7232/2016 e n. 77559/2012 che giungono a conclusioni differenti in punto di soggettività dei fondi di investimento pur utilizzando la stessa architettura argomentativa.

riconoscendo che il ricorso agli strumenti di composizione della crisi non è inferenza logica della soggettività giuridica.

In definitiva, le pronunce richiamate propongono ricostruzioni che, più che risultare aderenti al contesto di mercato in cui il fondo di investimento assolve alla propria funzione tipologica, riflettono la preoccupazione degli operatori del diritto di salvare l'applicabilità delle categorie dogmatiche della propria tradizione.

9. I profili applicativi: la trascrizione degli immobili facenti parte dei fondi immobiliari

L'aver ricostruito la natura dei fondi di investimento muovendo da una prospettiva funzionale che prescinde dalle logiche proprietarie pone - come già si è detto - la problematica di come conciliare un "patrimonio autonomo di tipo dinamico" con il sistema della trascrizione che è e rimane organizzato su base soggettiva.

In questo contesto, occorre individuare una "entità" a favore della quale eseguire le formalità della trascrizione, al di là di qualsivoglia schematismo dogmatico e tenendo conto delle evidenziate peculiarità strutturali e funzionali del fenomeno della gestione collettiva del risparmio.

Ora, sulla base di quanto sin qui argomentato nulla osta a che tale entità possa essere proprio il fondo nella sua qualità di patrimonio dinamico e centro di imputazione (agli effetti previsti dalla legge) dell'attività di investimento. In quest'ottica, la trascrizione degli immobili a favore del fondo non soltanto risulta ben ammissibile ma soprattutto - ed il dato è supportato finanche da uno studio del Consiglio Nazionale del Notariato¹¹⁹ - la soluzione più aderente alle caratteristiche del fenomeno giacché in grado, più delle altre, di garantire snellezza e celerità al traffico commerciale ed ovviare alle evidenziate problematicità sollevate, invece, dall'intestazione in capo alla Sgr come prospettato dal Supremo Consesso.

¹¹⁹ A. PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I.

Non v'è da stupirsi, poi, che la prassi - almeno sino al richiamato intervento della Suprema Corte - abbia mostrato preferenza proprio per l'intestazione degli immobili a favore del fondo piuttosto che della Sgr, ben potendosi, per un verso, considerare il fondo "parte" ai sensi dell'art. 2659 c.c. e, per l'altro, ritenere che sia irrilevante la mancata menzione dei fondi nel novero delle entità a favore delle quali eseguire la trascrizione ex art. 2359, comma 1, n. 1, trattandosi qui - a parere della Suprema Corte¹²⁰ - di una mera elencazione esemplificativa e non tassativa.

Secondo l'impostazione che qui si preferisce, l'immobile dovrà quindi intestarsi al fondo con menzione del gestore nel c.d. "quadro D", sicché al mutare della Sgr - diversamente dal modello suggerito dal Supremo Consesso di cui si è già detto - non si avrà un conseguente mutamento dell'intestazione dell'immobile ma soltanto la modificazione dell'annotazione nel "quadro D"¹²¹; mentre delle altre vicende relative ai fondi (quali le scissioni piuttosto che le fusioni) si darà evidenza mediante semplice voltura. Siffatta tecnica non soltanto garantisce la celerità delle operazioni commerciali, ma consente al sistema di assolvere adeguatamente alla funzione di pubblicità che gli è propria, per un verso, mettendo i terzi interessati nelle condizioni di avere immediata contezza dell'esistenza di un vincolo di destinazione funzionale gravante sui beni in quanto parte del fondo e, per l'altro, assecondando l'interesse dei partecipanti ad una chiara identificazione dei beni riconducibili al fondo di cui sono sottoscrittori così da poterli distinguere - sia sotto il profilo propriamente gestorio, sia sotto quello di responsabilità - dagli *assets* di altri fondi gestiti dalla medesima Sgr. Una stessa evidenza del vincolo funzionale sui beni non si avrebbe, invece, ove - come suggerito dalla Corte - si procedesse all'esecuzione delle formalità della trascrizione a favore della Sgr: in tale ipotesi, infatti, l'annotazione del vincolo a favore del fondo nel "quadro D" non

¹²⁰ Vedi Cass. 23 giugno 1994, n. 6032, secondo la quale "*le forme associative non personificate ed i comitati privi di riconoscimento sono accomunati dalla qualificazione negativa di non essere persone giuridiche, ma ugualmente costituiscono figure soggettive cui può essere attribuita la titolarità di diritti, sia obbligatori che di natura reale*", in Foro it., 1995, I, 1268, con nota di V. LENOCI, *Comitati e acquisti immobiliari*. Sul punto L. CAROTA, *Il comitato ha, dunque, capacità immobiliare*, in Contratto e impresa, 1994, II, 1090 ss.

¹²¹ Il quadro D è la sezione della nota di trascrizione a forma libera, nel quale, ai sensi dell'art. 17 l. 52/1985 devono essere riportati eventuali condizioni o patti di natura reale menzionati nella nota e la descrizione sommaria dei fabbricati in corso di costruzione, "*e possono essere riportati altri contenuti dell'atto, elementi questi ultimi che il redattore della nota dovesse ritenere opportuni, se non necessari, per un'informazione più completa sulla vicenda o sul rapporto giuridico che si vuole pubblicizzare*".

garantirebbe un livello di pubblicità adeguato e soddisfacente, atteso che gli elementi del “quadro D” non rappresentano una chiave di interrogazione del sistema (si ribadisce, strutturato su base soggettiva).

La soluzione in commento si pone, all’evidenza, in linea con l’inquadramento in chiave funzionale del fondo di investimento ed è l’unica che consente di salvaguardare l’operatività del sistema senza cagionare macroscopiche distorsioni o forzature.

Il convincimento maturato rimane fermo pure a fronte di una suggestiva “terza via” che ha riscosso un discreto successo tra i teorici del diritto. Quest’ultima tesi si avvale dell’istituto della trascrizione del vincolo di destinazione *ex art. 2645 ter c.c.*, secondo le modalità previste dall’Agenzia del Territorio che prevede, all’uopo, la trascrizione del vincolo contro il conferente e l’indicazione del beneficiario nel “quadro D”.

Al di là del dibattito circa la predicabilità o meno di un’estensione dei confini applicativi della norma *ex art. 2645 ter c.c.* e della rilevata ontologica alterità tra i fondi ed i vincoli di destinazione che rende i due istituti non sovrapponibili, la tesi non risulta aderente alle peculiarità del fenomeno e, soprattutto, non garantisce un soddisfacente livello di pubblicità e di speditezza dei traffici commerciali allorché ricade negli stessi limiti dell’impostazione che vuole la trascrizione a favore della Sgr. Ed infatti, dovendosi eseguire la trascrizione contro il conferente, il mutamento della Sgr richiederebbe ugualmente una nuova trascrizione contro e a favore della Sgr subentrante ed i trasferimenti intrafondi non sarebbero adeguatamente segnalati comportando, essi, una mera modificazione della trascrizione contro la Sgr¹²².

¹²² In particolare, la doppia trascrizione - una, a favore della Sgr per “dar conto dell’effetto traslativo” e l’altra, contro la Sgr, per “dar conto della limitazione funzionale impressa dal vincolo di destinazione” - consente di assolvere differenti funzioni: l’una, l’opponibilità ai terzi del trasferimento e l’altra, la pubblicità del vincolo di destinazione. La tesi, che ha avuto origine con riferimento al fenomeno del *trust* non è priva di fondamento poiché, si è detto, se si affidasse l’effetto limitativo alla sola trascrizione del trasferimento al *trustee* non si saprebbe come evidenziare il vincolo quando il trasferimento non (così come può accadere quando un soggetto istituisce un *trust* su un bene di sua proprietà assumendo la funzione di *trustee*). È stato criticamente osservato, al riguardo, che “... *tale problema sembra inconsistente nel caso del fondo patrimoniale: la s.g.r. che vuole destinare un suo bene ad una sua specifica attività apporterà le entità patrimoniali al fondo dando conto del vincolo segregativo attraverso la trascrizione a favore del fondo (essendo, questo sì, un patrimonio destinato ad uno specifico affare di diritto societario!). Se così è, si comprende poco l’utilità della strada seguita della doppia trascrizione rispetto a quella notarile: la quale, per un verso, conserva l’efficacia pubblicitaria della trascrizione, e per un altro, facilita, come si è visto, i mutamenti del gestore*”. R. COLAIORI *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, Riv. Not., fasc. 1, 2014, 11.

CHAPTER III

The Reconstruction of Relational Profile of Collective Asset Management

§ § §

1. Relevant relational cases in the managed asset sector

The aspects advanced so far have been directed to outline the peculiar and characteristic features of the protagonists of the collective management service - management companies and mutual investment funds - from a perspective that, moving from the positive datum, would enhance its functional profile.

Under the driving force of the need to represent the managing phenomenon as closely as possible to the native context of the financial market, the follow-up investigation route has allowed, on the one hand, to overcome dogmatic settings that over time have contended one another the scene with regard to the nature of investment funds and, on the other hand, to reach a first conclusion about the validity and scope of the continental model based on the centrality of the individual right. It has emerged that, in comparison with the phenomenology of patrimony, the traditional ownership model reveals itself as a finite and not universally applicable system, and as such, it is an investigation key to the utterly ineptness to penetrate the eclectic nature of complex productive phenomena such as investment.

Ultimately, one has to accept once and for all the notion that not every "*Zweckvermogen*" can be framed according to the possibly of being brought back to a titular subject and that, in some cases as in the present one, it is more appropriate to point to a research method that, going beyond the traditional categories, abdicates in search of a "person" in reason and in favour of the centrality of the "function".

It is now possible to focus the analysis on the "relational connections" that affect the collective asset management.

It has been said that, compared to traditional corporate models, the picture of the subjects involved is significantly more complex and full bodied here. The management

service pertains, in fact, to an at least trilateral structure¹²³, for a strict allocation of functions and powers: (i) Sgr has powers of management and disposition of assets, (ii) investors have the power to enjoy and appropriate the fruits in accordance with the directives of the Regulations and of Sgr's policy; and (iii) assets are destined to the fund, "patrimony container", for their reuse according to the investment strategy defined by Sgr.

If this is the reference framework, then it is necessary to distinguish - in terms of discipline and legal framing - the different relationships existing between (i) the management company and the investment fund, (ii) the management company and investors and, lastly, (iii) between the investors and the fund. Each of them is devoted to the following analysis.

2. Collective Asset Management and private mandate in comparison

The growing need (with the expansion of the financial market) to protect investors from potential abusive conduct by intermediaries has found an effective response to the asset segregation mechanism. The reason is caught when it is observed that the segregation instrument stuck to contexts characterized by two specialty profiles: on the one hand, the *imputability* of the interests to be protected to third parties with respect to the dialectic "debtor-creditor" (underneath the area of operation of the rule *ex art. 2740 c.c.*); and on the other, the presence of a subject who, in managing function, "hosts" in his legal sphere property (essentially) attributable to third parties.

To see, a situation in many similar respects (albeit to a considerable extent, as best seen below) is already found in the codification discipline of the private mandate which - as a contractual type pervading the agent's obligation to exclusively treat the principal's interest in carrying out the business on their behalf - has over time become the archetype of activities carried out in the interests of others. In fact, the essence of the mandate is

¹²³ It must be added that another pillar of collective asset management is the custodian bank which has an active role in guaranteeing the legitimacy of the Sgr's business. The relations taken into account in the present work must be accompanied by further and parallel relationships entertained with the custodian bank, whose investigation, however, is outside of the limited scope of the discussion.

identifiable precisely in the concept of activity carried out on behalf of a different subject and aimed at the pursuit of an alien interest, thus implying that the effects of the acting of the agent are not only intended to be produced in the legal sphere of the principal (and not of the agent, in different ways depending on whether it's a with or without representation mandate¹²⁴) but also, in a far more rewarding way, they must reflect the interest of the principal¹²⁵.

In other words, the “otherness” of the guarded interest is what in the mandate strongly connotes the contract's cause and marks the civil discipline, so acting in the interest of others informs each aspect of the agent's activity, from the activity's result to the contents of the contractual acts in place which must all actually answer to the interests of the principal. In this context, the content of the agent's obligation extends to the point of requiring the latter a continuous process of depicting the best interest of the *dominus* that allows them to identify the benefit to the principal and, consequently, the ways to pursue it. Such autonomy - it is good to clarify - only invests in the plan of the choice of means of execution of fundamental aims and interests; the relative selection remains in any case exclusively the principal's prerogative, who, in fact, has the power to provide the agent with the instructions of the case. It is clear then that the agent's obligation to act according to the diligence canons is here the point of mediation between the free agent's initiative in respect to the *modus* and the state of subjection to the *dominus* directives:

¹²⁴ In the first case (Articles 1704 and 1388 c.c.), the agent acts in the interest and on behalf of the principal, with the consequence that the effects of the act are produced directly to him (the principal, for example, becomes immediately the owner of the assets purchased in his name and on behalf of the authorised agent); In the second case (Article 1705 c.c.), the agent still acts in the interest of the principal, but in his own name, with the consequence that he (the agent) is to acquire the rights and to assume the obligations arising from acts done with third parties, even though they were aware of the mandate. Now, even in the mandate without representation, the principal can claim what is purchased on his behalf by the agent in his name (basically the principal acts as the owner); but this is only if what is purchased is movable (Article 1706, paragraph 1, c.c.). Instead, if the purchase is for a movable or immovable registered thing, having regard to the advertising regime and the normative obligation of the agent to return it to the principal (Article 1706, comma 2, c.c.), it must logically be deduced that it is the agent to become its owner following the purchase made by him in his own name.

¹²⁵ *Ex multis*, PUGLIATTI, *Il rapporto di gestione sottostante alla rappresentanza*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965; BAVETTA, *Mandato (dir. Priv.)*, in *Enc. Dir.*, XXV, Milano, 1975, SACCO-DE NOVA, *Il contratto*, Torino, 2004, II, 177. In giur., Cass. 26 luglio 2005, n.15607, *Rep. Foro.it*, 2005, defines the object of the mandate contract as “un'attività qualificata di conclusione di negozi giuridici per conto e nell'interesse del mandante”. So already Cass., 26 ottobre 2004, n. 20739, in *Rep. Foro.it*, 2005 e Cass. 30 marzo 1995, n. 3803, *ivi*, 1995

diligence, otherwise stated, is what allows the agent to "measure" his autonomy's power and channel it towards the pursuit of the principal's interest¹²⁶.

Interesting ideas for furthering the concept of otherness of the cared interest come from the discipline of the mandate without representation, where acting on behalf of the mandate does not accompany the "*contemplatio domini*". Here, in fact, the substantive "otherness" of the results of the deal taken care of by the agent is so pivotal that the codification regulation is pushed to preclude the creditor of the agent from acting on the assets which, in execution of the mandate, he has bought yes in his own name, but on behalf of the principal (provided that certain conditions exist to prevent the fraudulent conduct of the parties to the detriment of the creditors¹²⁷). In essence, the legislator, by providing that the compendium of property purchased under the mandate remains isolated from the remaining assets of the agent, has done nothing but introducing the segregation mechanism within the mandate relationship, and this in the dual aim of safeguarding the principal and oppose to third creditors the existence of the "bond of destination" to the real *dominus* of the acquisition of real rights or of credit acquired in the legal sphere of the agent for the subsequent transfer to the principal's patrimony¹²⁸.

¹²⁶ The diligence in the management autonomy can reach the landing point of allowing the agent to disengage from contractual constraints by renouncing the assignment (in ways and times that will allow the principal to provide otherwise) whenever this, "intelligent interpreter" of the will of the principal, reckoned a compromise of the trusteeship relationship thus integrating a just cause of renunciation. For the role of trust in renunciation of the mandate see G. MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in Tratt. Dir. Civ., Vassalli, Torino, 1952.

¹²⁷ Art. 1707 c.c. states: "*I creditori del mandatario non possono far valere le loro ragioni sui beni che, in esecuzione del mandato, il mandatario ha acquistati in nome proprio, purché, trattandosi di beni mobili o di crediti, il mandato risulti da scrittura avente data certa anteriore al pignoramento, ovvero trattandosi di beni immobili o di beni mobili iscritti in pubblici registri, sia anteriore al pignoramento la trascrizione dell'atto di ritrasferimento o della domanda giudiziale diretta a conseguirlo*". The agent's creditors, therefore, have no right to pursue the assets purchased by him in his own name in execution of the mandate, since, in substance, these assets belong to the principal and not to the agent. The rule provides an exception to the rule that, in the case of a mandate without representation (1705 c.c.), the purchase is made in relation to the agent and is intended to preserve the agent's reasons. However, the principle works if it is certain that the mandate is before the seizure (491 c.p.c.). The limitations imposed on the application of the rule are aimed at preventing the debtor, by depriving his creditors of the existence of the mandate, making the assets which are in fact his own property of the principal.

¹²⁸ On this, see *ex multis*, M. ZACCHEO, *Gestione fiduciaria e disposizione del diritto*, Milano, 1991, U. CARNEVALI, *Negozi fiduciario*, in Enc. Treccani, XX, Roma, 1990, M. GRAZIADEI, *Proprietà fiduciaria e proprietà del mandatario*, in *Quadrimestre* 1990, I; Id., *Voce Mandato*, in *Dig. disc. priv.*, sez. civ., XI, Torino, 1994, 157; A. LUMINOSO, *Rappresentanza e mandato a confronto*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, 742; Id., *Il mandato*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, 12, IV, Torino, 2007, 385 s.; F. ALCARO, *Del mandato*, in *Dei singoli contratti*, a cura di D. Valentino, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, Torino, 2011, 335 s.; A. BORGIOI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, in *Riv. Delle Soc.*, 1983, 909.

In this respect, the entire discipline of the mandate without representation constitutes a real system of rules which are primarily aimed at protecting the person whose interests are inherent in carrying out activities on his behalf but not in his name; so much so that doctrine and jurisprudence¹²⁹ have concurrently recognized a model of expansive power capable of absorbing, better than anything else, the not regulated cases of trust transfers.

The growing economic and social significance of wealth management activities on behalf of third parties and the proliferation of regulatory interventions on the point (see the rules on mutual investment funds, for what interests) have brought back at the centre of the doctrinal and jurisprudential debate the problem of reconstructing the legal position of the agent with respect to the assets that became part of his patrimony by virtue of an activity carried out on behalf of the principal without the expense of their name.

In order to summarize the terms of the debate, the doctrine that dealt with the theme was divided among those who, arguing *ex art. 1706*, first comma, c.c.¹³⁰, traced the relationship between the agent and the assets he purchased on behalf of the principal back to the concept of "managing interpolation", having to attribute property exclusively to the principal¹³¹, and who vice versa, valuing disposition of art. 1707 c.c., have differently qualified the position of the agent depending on whether the mandate relates to movable

¹²⁹See already Cass., 20 maggio 1976, n. 1798; Cass., 19 giugno 1981, n. 4024; Cass., 28 febbraio 1983, n. 1508; Cass. 29 maggio 1993, n. 6024.

¹³⁰ Artt 1706 c.c. states, at the first comma, that che "*Il mandante può rivendicare le cose mobili acquistate per suo conto dal mandatario che ha agito in nome proprio, salvi i diritti acquistati dai terzi per effetto del possesso di buona fede*" e, al comma secondo, che "*Se le cose acquistate dal mandatario sono beni immobili o beni mobili iscritti in pubblici registri, il mandatario è obbligato a ritrasferirle al mandante. In caso d'inadempimento, si osservano le norme relative all'esecuzione dell'obbligo di contrarre*".

The rule therefore provides for a different discipline depending on whether it is the purchase of movable or of immovable and movable registered property by the agent without representation: due to certainty of relations, therefore, the transfer of an immovable or movable registered property requires a new trade subject to transcription; in the first case, however, nothing prevents that the principal immediately purchase the ownership of the movable good. In the latter case, in fact, the attribution to the principal of the typical proprietary prerogatives (such as the legitimacy to exercise the claim, rather than the right of the principal to require the completion of the performance directly from the debtor) configures an "inverted scheme", where the principal remains the actual owner and the agent is a mere legitimized to the exercise of another's right. In these terms, G. BALDINI, *Il mandato: profili operativi, inadempienze e risarcimento dei danni*, Halley, Macerata, 2006. This has been variously explained by the doctrine, now leveraging the necessary written form in regards to property transfer (1350 c.c.) and the specific advertising system for immovable property (the transcript, 2643 ss. c.c.), now, on the exceptional nature of the rule dictated for movable property in respect to the ordinary regime.

¹³¹ Consequently, the transfer of immovable or movable property registered by the agent to the principal is intended to undertake a purely declarative value.

or immovable/movable registered property. In the first case, in fact, being the principal legitimated to exercise the claim for movable property, it should be considered that they immediately become the holder of the movable property on the act of buying by the agent and that the position of the agent in relation to the movable property degrades to mere exercise of a power of management of others' rights; differently, when the contract interests immovable or movable registered property, it is the agent to acquire the property of the assets up to the assets transfer to the buyer and, in this respect, the different rule referred to in the first comma of art. 1706 c.c. is explained by the different circulations of movable property and the need to ensure the smoothness of trade to meet the principal's interest¹³².

Without indulging in dogmatic schemas, the second of the outlined theses appears to be more adhering to the codification system. The disposition of art. 1707 c.c. in fact, specifies that the creditors of the agent will not be able to assault the assets purchased in execution of the mandate - according to the mechanism of the separation of assets -, that is true, but only if the seizure is after the transcript of the transfer act in favour of the principal, as regards the immovable/movable registered property, or the contract of mandate having certain date if the object is made up of movable property. It must therefore logically infer from the fact that, until the registration of the commercial act of transfer, the assets deriving from the execution of the mandate are actually present in the legal sphere of the agent and constitute, for all intents and purposes, an integral part of their assets as a generic guarantee of the creditors.

However, it is necessary to emphasize that - as mentioned *in apicibus* - the rules contained in the dispositions referred to do not incorporate different and autonomous legal regimes but reflect a different articulation of a unitary system that is and remains preordained for the protection of the mandate. Indeed, for this purpose, codification discipline takes due account of the different regime of transfer of assets and the diversified set of interests under the mandate having as object movable property rather than immovable or movable registered property.

¹³² According to this prospect, the transfer of immovable or movable registered property by the agent to the principal has, instead, constitutive nature.

What has been so far debated on the attractive force of the mandate without representation model with respect to the models of activity carried out in the interests of others can not, however, legitimize the conviction that the mandate is the only legal scheme that can be used in this field. For what interests here, the deduced specificity of the phenomenon of collective asset management has to induce the interpreter involved in the reconstruction of the relational profile, at least to question the adequacy and applicability of the type-schema of the mandate to the special sector of mutual funds.

Certainly, the two institutes have unquestionable affinity profiles where they share *latu sensu* the same object, that is, carrying out an activity in its own name but for the benefit of a third (respectively, the investors, in the case of collective asset management; the principal, in hypothesis of mandate); again, both cases use the segregation tool for the pursuit of the aims pursued. In short, in both cases, the trusteeship scheme is clear, according to which a subject is a holder in due course of assets temporarily as a function of proactive management.

However, it is here considered that the recalled commonality elements are not such as to reset the intrinsic structural diversity that separates the private mandate from the investment funds - in the name of a forced non-existent functional homogeneity here. In fact, in the hypothesis considered, the capital destination does not fulfil functions that can not be completely superimposed.

On the one hand, the scheme outlined in art. 1707 c.c. reflects the articulation of a unitary capital in function of the function of individual purchases in the interest of the principal, in which the absorption of purchases to the assets of the agent is carried out by the trustee himself acting in his own name, albeit on behalf of the principal; on the other hand, in the case of the investment funds phenomenon, the segregation mechanism is *ex lege* as a direct corollary of the substantive otherness of the set of values brought to the fund and aims to give concrete visibility to the constraint of functional destination of the assets specifically specified by the normative regulation. In other words, once the relevant interests are selected collectively, the separation represents here the technical solution that the legislator seeks to protect, in concrete terms, the investors with respect to the manager's credit rating and, in practical terms, accompanies the actual adoption of organizational devices that allow the identification of the compendium to be isolated from

the assets of the management company¹³³. From the point of view of reality, therefore, the positions of the principal and that of the fund/investors are not comparable, since, as regards the purchases relating to immovable or movable registered property, arguing *ex art. 1707 c.c.* it can be affirmed that the agent becomes the holder of such assets until the transfer commercial act where, however, in the reconstruction here proposed, the management company never acquires ownership of the assets present in the fund.

It should be added here that the civil model of the mandate appears to be based on individual specific purchases, while the legal prediction of an independent capital in the case of investment funds is based on specific economic activities with a strong social impact, in order to protect collective interests, strangers to the economic operator who is called to administer on behalf of others assets not attributable to his capital, but still managing them.

Lastly, on a structural level, it may be useful to note that the structure of the relations under the two cases is significantly different: the mandate presupposes a duality of interest centres; the managing phenomenon is the result of a trilateral structure. And that is enough, at the very least, to prevent a mechanical transposition of mandate rules into the managed asset sector.

At this point, it is possible to grasp the true reach of the assertion "*the mandate is the paradigm of the activity in the interests of others*", which was cited in the opening. In the light of the considerations made, the scope of the operation of the civil disciplinary of the mandate must definitely be limited in such a way as to confine its applicability outside the specific case only where the specific relationship is not already fully or partially covered by a special discipline and after verification of the compatibility of civil discipline with the arrangement of relations and interests underlying the various types of cooperation relations.

Having clarified this, the real friction of the story emerges, as the provision of art. 36 TUF already contains, in the third comma, an explicit reference to the civil mandate when it states that "*an asset management company which has set up the fund or the*

¹³³ The discipline ultimately does not merely introduce statically separate or destined assets but links them to the laying down of specific rules to ensure that such result is achieved. In these terms, A. JANNARELLI, *Brevi note a proposito di "soggetto giuridico" e di "patrimoni separati"*, in Riv. trim. dir. proc. civ., fasc. 4, 2009, pag. 1253.

management company which has taken over the management acts independently and in the fund investors' interests, assuming towards these latter the mandating party's obligations and responsibilities". The recalled rule, a source of uncertainties and interpretative doubts, has been a real puzzle for jurists, who have long questioned the amenability or not of the relevant relationships in the context of the managing situation to the type-scheme of the private mandate¹³⁴.

In reality, according to the writer, the scope of the matter must definitely be reduced in the light of the debates concerning the specific features of the managing function, the nature of the investment funds and, more generally, the highlighted peculiarity of the phenomenon in question whose logic and dynamics (typical of the financial market) often prevent it from being absorbed by traditional categories. A focus on the particular relevant relational events can in any case help clarify the point.

3. The relationship between Sgr and the mutual investment fund

The analysis of the relationship between Sgr and the investment fund assumes, of course, the prior adoption of a position with respect to the controversial issue of the nature of the investment funds and the role of the Sgr in the managing situation.

Now, following the thesis proposed here - where it comes to mind that the investment fund is nothing but an independent capital, as such, separate from that of the management company as well as that of the investors, functionally destined to the satisfaction of the investors' interest in maximizing their investment (therefore, interest third compared to the economic operator exercising the managing function), and also when it is shared also that the reorganization of the management company's position with

¹³⁴The first doctrine that got interested with the theme has come to light in the provision of art. 36 TUF, also in its previous formulation (fifth comma: "*la società promotrice e il gestore assumono solidamente verso i partecipanti gli obblighi e la responsabilità del mandatario*"; fourth paragraph: "*la società promotrice, il gestore e la banca depositaria agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo*"), a mild inconsistency as the standard refers to the mandate, a managing task par excellence, but the relationship between the fund's and SGR's manager does not fully comply with the codification discipline of the mandate: the investor has a limited degree of discretion in investment decisions, and has specific, non-general powers of control; therefore it is not the owner of the *dominus* position of the deal, which is of the principal instead. On the point, see, A. BARTOLUCCI, *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento*, in *Quadrimestre*, 1984, 464.

the fund in terms not of property, but of control and active management instrumental to the release of new wealth - then it goes without saying that the relationship between Sgr and the fund comes out of the logics of the mandate, to approach (without identifying itself with) those typical of the inter-systematic relationship that links directors to a company.

The assumption needs some clarifications. Clearly, the two relational factors are not perfectly matched: the fund is not a legal entity and the management company, unlike the company's directors, does not pursue the common well-being of the managed enterprise as its actual business consists of and runs out in the required care of the interests of the investors and, therefore, of third parties with respect to the managing authority and to the corporate structure which it refers to. However, this does not mean that the approach (from the point of view of the function, but not of the aims of the function) is a useful starting point from which to take the steps to describe the examined relation in terms of a management relationship - which comes up at the institution of the fund - with respect to which the fund is not an end but a "functionally conjectured object" of the relationship: Sgr is, in fact, obliged towards the investors (and not the fund) to fulfil for the benefit of the latter a specific economic activity (active administration), which deals with an independent capital and therefore the fund; only in so far as it is functional in pursuit of that objective, the law assigns to Sgr the power of control and management of fund's assets which is reflected in the definition of the investment strategy and in the completion of the acts necessary for its pursuit.

Ultimately, the ownership and control dissociation is, on a practical level, nothing more than a technical solution (collectively valued) appropriate to satisfy the investors' interests. Reflections of this are, on the one hand, the rules of cautious and diligent conduct that the legislation imposes on the Sgr in order to direct the powers of discretionary management and control over the assets of the fund towards the exclusive protection of the investors and, on the other, the organizational supervisory features that, at the level of corporate governance, the management company is obliged to adopt in order to disincentive as much as possible opportunistic and abusive behaviours, incompatible with the ultimate goal of management.

It follows that the pattern of the mandate analysed above shows all its inadequacy with respect to the phenomenon of collective management that develops according to

usually financial dynamics that cannot be reigned in the principal-agent binomial¹³⁵. The solution to which we have come should not be surprising; moreover, on the one hand, it has been said that, despite the common use of the segregation instrument in order to protect third parties, the "separation of assets" answers to different purposes and needs in the mandate and in the phenomenon of collective asset management; on the other hand, when we shift on the aspect of the structure of the case, the inapplicability of the mandate to the Sgr-fund relationship results of immediate evidence as the mandate presupposes a duality of legal subjects lacking in the Sgr-fund relation.

In other words, the reconstruction of the case according to the mandate scheme is absolutely precluded by the denied legal subjectivity of the investment fund. The point, however, had already been highlighted by the Supreme Court in the aforementioned pilot judgement of 2010. Although the general systematic structure adopted is not entirely sharable, the objections raised to the theory of the subjective nature of the fund seem to hit the mark where they lead to the impossibility of framing the relationship between the Sgr and the Fund in terms of a contract of mandate, as the Court states that "*... non si può certo postulare l'esistenza di un rapporto di mandato o di rappresentanza tra la medesima società di gestione ed il fondo perché questo implicherebbe una duplicità soggettiva che non è invece ravvisabile*".

4. The relation between Sgr and the investment fund's investors

The survey carried out in relation to the profiles that characterize collective asset management has clearly shown the presence of trust custody elements in the relationship that binds the management company to the dealers: on the basis of their investment, the investors acquire the right to ensure that the Sgr provide for a management of assets and values conferred therein under the mark of prudence and professional diligence with the aim of achieving a useful result in relation to the investment strategies chosen for the benefit of investors (on which weights the risks of the management); investors are

¹³⁵ Contrariwise, M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in Trattato di diritto privato diretto da Rescigno, Vol. 16, I, II ed., Milano, 2008, 36, inquadra il fenomeno come mandato.

precluded by any form of interaction with the management company, neither are they empowered to give instructions to which the Sgr should abide nor to influence and direct, to any extent, the management activity and the investment choices, given that the Sgr work with independence and discretion, according to what it considers best suited to the achievement of the aims normatively established (except, of course, the legislative and regulatory limits).

This is, in evidence, a contractual relationship since it is the very morphology of the management obligation to require that, in the structure of the rights and obligations associated with the managing situation, Sgr and the investors face each other and such relationality is an expression of "a management or investment contract", which originates from the subscription of the fund shares by the savers¹³⁶ and finds its negotiating source in the fund Regulations, according to a contractual schema atypical and not attributable to the mandate.

In fact, even the relational profile under consideration can not be reduced to the principal-agent relationship. On that point, it is key to observe that, unlike the principal - who is required to provide the agent with all the instructions necessary to carry out the activities on his behalf -, the investor does not hold the deal's *dominus* position and is not a holder of discretionary powers in investment decisions; this, since it is absolutely devoid of a *latu sensu* directorial power and of a general power of control over the work of Sgr.

Further elements of *atypicality* are also found in regards to the substitution of the Sgr and the purchasing system. Under the first profile, Sgr's replacement in closed-ended funds is responsibility of the shareholders' meeting that deliberates by a majority while, on the contrary, in the case of a collective mandate, the substitution of the agent is referred to a collective assessment of all the principals. However, in the case of the system of purchases, the system does not in any case contemplate the possibility that the result of the investment operation may, even temporarily, remain in the assets of the Sgr available to its creditors (as the relevant laws provide in regards to the mandate), since in the

¹³⁶ Cfr. M. MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, in Banca borsa e tit. cred., I, 299 ss.; E. ROPPO, *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in Contr. impr., 261 ss.; G. GENTILE, *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, 33; P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in Giur. comm., 1992, I, 50; A. LENER, *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in Foro it., 1985, V -16, 177 ss. e già in Le nuove leggi civ. comm., 1984, 398 ss.

collective asset management, the mechanism of segregation of assets operates differently from the mandate scheme, for the obvious reason that - as it is said - the function undertaken is different¹³⁷.

The arguments put forward so far, therefore, require to go beyond the merely literal tenor of the provision referred to in art. 36 TUF – according to which "... the Sgr assumes towards these latter (fund investors' interests) the mandating party's obligations and responsibilities" - and to apply, on the other hand, more appropriate hermeneutic canons, such as the logical and systematic ones which the scope of the norm must be screened on. Hence, in view of the functional and structural incompatibility between the investment fund phenomenon and the mandate for the reasons repeatedly highlighted, it must be considered that the reference to the regulation of the mandate - far from signifying a tout court extension of private law to funds - undertakes a function of guaranteeing the correctness of the operation of the Sgr which, as a subject acting in the interests of others, is subject to the same behavioural duties as the agent¹³⁸. And this, entirely consistent with the objectives pursued by the special discipline where it charges the intermediaries with punctual standards of conduct, as well as with the proposed reduction of the civil discipline of the mandate's scope that, compared to all those cases of "action in the interests of others ", degrades to residual legislation to be applied for what is not disposed or not differently disposed by the special legislation.

Ultimately, once again, the peculiar features of collective asset management, such as the breadth of the managing charge and the discretionary nature of Sgr's action, should be adequately highlighted in order to reconstruct the nature of the relationship under examination in a more adhering manner to reality; hence, the qualification of the relationship in terms of a "management or investment contract" under which the management company, in respect of the investment of the individual saver and of their adherence to the rules crystallized in the Regulations¹³⁹, undertakes the obligation to

¹³⁷ In this sense, L. BOGGIO, *Fondi comuni di investimento*, in *Giur. It.*, 2011, 333.

¹³⁸ The opinion is widely shared in literature and jurisprudence: for all, M. MIOLA - F. BRIOLINI, art. 36, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G.F. CAMPOBASSO, Torino, 2000, 318 ss.; *contra*, G. FERRI jr., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 50 ss.

¹³⁹ For a closer look at the dual nature (contractual and statutory) of the fund management Regulation, refer to the first chapter.

actively administer the independent capital in the collective interest of the investors¹⁴⁰. It is worth noting that, in this context, the independence of the fund is “predicate” of the action of the functional Sgr to the protection of assets and the realization of an annuity. And so, there is wealth segregation not because the manager so wants, but because this is what prevails the law that, in pursuit of the set goals, sets up the instrument deemed more appropriate to achieve them in terms of efficacy and efficiency.

Moreover, the interpretation proposed here is consistent with the perception that the same Sgr-investors relationship has on the economic level. Here it is clear that the relationship reflects the typical articulation of agency relationships¹⁴¹, that is, those relationships in which a party is required to act, with discretion and without subjection to

¹⁴⁰ The “Provvedimento di Banca d’Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V, Capitolo I, Sez. II, 4.2.2” provides that the found Regulation must prescribe “...l’obbligo dell’invio di una lettera di conferma della sottoscrizione (recante informazioni concernenti la somma investita, l’importo delle eventuali commissioni di sottoscrizione e il numero delle quote attribuite) nonché di una lettera di conferma del versamento degli impegni richiamati. Copia del regolamento è consegnata ai partecipanti”.

¹⁴¹ The “contractual theory of the firm”, which enhances the contractual dimension of the enterprise (more specifically, the enterprise is seen as a nexus of contracts) is based on the US-based doctrine Ownership and Control (JENSEN-MECKLING, 1976). See on the topic, R.H. COASE, *Impresa, Mercato, Law*, Bologna, Il Mulino, 1995. Among the major exponents of the contractual theory of the firm is F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *L’economia delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1996. The basis of contractual theory is to recognize greater efficiency in the contractual source of SGR law as it is considered that the legislator can not pursue the interests of the parties more advantageously than for the parties themselves, nor be better informed of the circumstances of the deal being the subject of the agreement. According to this interpretation, bargaining thus appears to be the best resource allocation system also in terms of the definition of the organizational structure of the company. It is within this theory that the theory of the agency, which studies problems arising from a divergence of interests between the two terms of a contractual relationship characterised by information asymmetry, finds its place. In particular, according to the aforementioned theory, an agency relationship is considered a formal or informal contractual relationship, in which a subject (principal) delegates to another (agent) the use of some resources or the fulfillment of his account, of certain activities. The divergence of interest (or conflict of interest) between principal and agent constitutes the c.d. “Agency problem” and determines the emergence of “agency costs” to be understood in the sense of the risk that the agent acts according to opportunistic aims leading to abusive conduct, to the detriment of the interests of the principal. The doctrine distinguished three types of agency costs: (i) control costs (or costs of supervision and incentive), i.e. those derived from principal activity, designed to monitor the behaviors of the agent; (ii) reinsurance costs (or bonds), that is, those arising from the agent’s activity, in order to convince the principal of the goodness of his behavior; (iii) residual costs, that is, those arising from other conflicts of interest that these control and reinsurance activities are unable to recap, is the opportunity cost measured by the difference between the agent’s actual behavior and that theoretically would have led to the maximization of utility for the principal. The agency’s problem is closely related to the issue of ownership structure: on the ownership structure depends the ability of the shareholders to control the work of the directors. The more the ownership separation from the control increases, the more the agency costs will increase. The need to curb agency costs has prompted the doctrine to look for the most appropriate tools to protect the interests of the delegate and, in this context, a significant role is assigned to independent directors as subjects charged with verifying the legitimacy of the executives, as well as control systems. In Italian literature, for a thorough examination of agency problems, see for all, M. STELLA RICHTER jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 196 ss.

powers of control, to achieve the interest of the latter. It is clear that, in this context, the risk that the conduct of the agent leads to abusive behaviour in the detriment of the delegate is connatural to the morphology of the relationship and requires the collective adoption of appropriate measures to disincentive the happening of opportunistic conduct.

This is the exact articulation of interests and allocation of risks associated with the collective asset management phenomenon, which has led the national legislator, on the one hand, to adopt measures that operate both at the level of management company's governance, and at the level of Sgr's conduct regulation, and on the other, to entrust the role of custody of assets in the fund to the custodian bank. In this context, the conflict of interest in which - as has been said - ontologically pours the Sgr is nothing but a structural cost of agency engaging the legislator in the predisposition of appropriate management mechanisms.

5. The relationship between the mutual investment fund and the investors

To the relation that links investors to the fund is devoted art. 36, comma 2, TUF, in which "... *The mutual investment fund participation agreement is disciplined by the fund regulation*". Furthermore, the Banca d'Italia Regulation, of 19 January 2015, Title V, Chapter I, Sez. II, 4.2.2 provides that "... *the participation to the mutual fund shall be effected through the shareholdings' subscription or purchase in any capacity of the representative certificate of these same*".

To understand its scope from a reconstructive point of view, it is useful to recall that, following the approval of the Regulations, the Sgr is authorised to negotiate the "shareholdings" to the fund¹⁴² and the relative subscription by investors undertakes in the

¹⁴² Participation in the fund is incorporated into "shareholdings" pertaining to individual investors, represented by certificates – in registered or bearer form as provided by the Regulations - which fall within the concept of "financial instruments" as per art. 1, co. 2, lett. c), TUF and are subject to the credit transfer rules (in registered or bearer form, depending on the investor's choice). The characteristics of the certificates, the methods of calculating the value of units and their initial unit value are determined by the Bank of Italy, heard from Consob, taking into account the need to ensure their portability. On this point, see F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2005., 279; Id., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000. It is however possible that there is no issuance of certificates, at the request of the fund holders, but multiple quotas relating to several

managing situation a central role as it signifies (i) the adhesion of the latter to the fund's operating mechanism and investment policy as defined in the Regulations, (ii) the legitimacy of the Sgr to the collective management of individuals' investment autonomously and, especially, (iii) the acquisition of the "shareholding" ownership of the fund. It is only from this moment that the "*mutual investment fund participation agreement*" is established and it is always from this moment that the shares acquired are subject to enforcement by the creditors of the individual investors. And this, in evidence, further confirms - if still needed – that substantial "altruism" of assets (only) managed by Sgr.

On the legal nature level, bearing in mind all the arguments put forward here on the peculiarities of collective asset management and the nature of investment funds, it can reasonably be asserted that the *participation agreement* does not come from an "attribution" to the fund of the object of the investment by the individual saver - which, in effect, would imply a capital shift and therefore a real property transfer effect - rather a "destination" of assets instrumental to the attainment of a purpose¹⁴³. In other words,

investors are registered in a cumulative certificate (as required by the Regulations on collective asset management issued by the Bank of Italy). In the latter case, however, it was considered that the participation constitutes a credit and not a debt security, "*giacchè il certificato cumulativo non incorpora il diritto alla prestazione, né può circolare limitatamente ad uno dei soggetti partecipanti al fondo*" (Cass. 14 luglio 2003, n. 10990), so the investor has got "*solo del contratto di partecipazione al fondo*" (*ibidem*). Moving from these premises, it was stated that the pledge on the fund's participation fee should be set up in accordance with the loan lending modalities, as "... *La partecipazione ad un fondo comune di investimento, in assenza di un certificato individuale, autonomo e separato, costituisce non un titolo di credito nei confronti del fondo, ma solo un credito, rappresentato dall'obbligo della società di investimento di gestire il fondo e di restituirgli il valore delle quote di partecipazione; deve, pertanto, ritenersi legittimo il pegno costituito sulla quota di partecipazione al fondo solo se sia stata rispettata la disciplina prevista per il pegno di crediti dall'art. 2800 cod. civ., cioè la notifica della costituzione del pegno al debitore ovvero la sua accettazione con atto di data certa*" (Cass. 27 novembre 2011, n. 28900; App. Milano, 23 settembre 1997).

The deletion of the cartographic document is functional to the simplification needs of the administrative activity by avoiding that every sale operation should correspond to an operation on the relative certificates. However, despite being the same effects as a result of the absence of a cartographic document available, the cumulative certificate does not subject the shares to a genuine dematerialisation scheme since the participant remains entitled to request at any time the issuing of the single certificate, thereby restoring the carton regime. C.V. GANDINI, *Partecipazione a fondi comuni di investimento e certificato «cumulativo»*, in Banca borsa e tit. cred., 1996, I, 477. Cfr., also, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V, Cap. VII, par. 3.

¹⁴³ It has been correctly observed in the doctrine that "... *la differenza tra destinazione e attribuzione si avverte in ciò: la destinazione è altro dall'attribuzione, anche se la legge può atteggiarla come attribuzione grazie alla mediazione di un "ente allo scopo". Ed ancora, la destinazione non giustifica sé stessa, non è causa sui ipsius (come l'attribuzione non giustifica sé stessa); la destinazione non produce spostamenti patrimoniali (cioè attribuzioni) ma tende ... alla separazione dei beni destinati dal patrimonio residuo del destinante e del funzionario (se quest'ultimo è altro rispetto al primo)*". In these terms, R.

the nature of the *mutual investment fund participation agreement* is a direct corollary of the reconstruction of the legal nature of the fund in terms of the functionalization of assets to the management result: in this respect, the transfer of part of its assets to the fund doesn't find a cause in a property transfer, but rather, in the destination of assets to the end, for the primacy of the "purpose" which here replaces the "will of the subject" in bringing systematic unity into the bond of capital destination of assets to the fund.

Now, it is clear that the act of destination is still followed by a change in the "ownership" of the fund holders's assets (which is manifested on the aspect of advertising), but the different assets registration is here nothing but a technical solution functional to the realization of the purpose of collective management (the increase of wealth) by the Sgr.

Once again, therefore, the point of observation with which to analyze the multiple facets of the managing situation is the "function", thus confirming the rejection for a purely formal perspective, totally inadequate to the peculiarities of the managed assets sector.

COLAIORI, *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni d'investimento*, Riv. del Not., fasc.1, 2014, 11.

CAPITOLO IV

Profili di Responsabilità nel Settore del Risparmio Gestito

§ § §

1. Gestione collettiva del risparmio e responsabilità

Le riflessioni svolte, lungi dall'essere puro esercizio dogmatico, hanno un significativo rilievo pratico specie in punto di regime di responsabilità connessa allo svolgimento dell'attività di gestione del risparmio.

La ricostruzione del sistema di responsabilità – e con essa, l'individuazione dei soggetti legittimati attivi e passivi all'azione di risarcimento del danno arrecato – presuppone, infatti, il previo inquadramento giuridico dell'istituto del fondo di investimento e la definizione del rapporto che lega, in particolare, il gestore ai partecipanti. Può addirittura affermarsi con significativo grado di certezza che il regime di responsabilità è qui suscettibile di articolarsi diversamente a seconda che si mostri preferenza per l'una piuttosto che per l'altra teorica in tema di natura dei fondi di investimento. È forse questa la ragione per cui la materia della responsabilità nel settore del risparmio gestito è stata spesso trascurata e neppure la prassi, dal canto suo, registra significativi precedenti (eccezion fatta per la pronuncia del Tribunale di Milano dell'11 maggio 2015 di cui *infra*).

Un'analisi sui profili di responsabilità nel settore del risparmio gestito - che punti a perimetrare l'ambito di operatività della responsabilità di gestione, il novero dei soggetti legittimati ad azionarla e l'area del danno risarcibile - appare, allora, necessaria non soltanto in quanto naturale completamento di un'indagine che si propone di guardare al fenomeno della gestione collettiva del risparmio attraverso il prisma delle categorie di diritto privato, ma altresì in ragione del fatto che la materia della responsabilità rappresenta terreno fertile - più di qualunque altro - per la verifica della bontà e della tenuta della ricostruzione della vicenda gestoria qui proposta.

Nel ragionamento che segue, tre sono i momenti logico-giuridici che si intendono isolare dogmaticamente:

- (i) il regime di responsabilità *ex art.* 36 TUF;

- (ii) se ed in che misura i partecipanti al fondo comune di investimento siano legittimati ad agire direttamente anche nei confronti dei componenti degli organi di amministrazione della Sgr investiti della gestione;
- (iii) se ed in che misura sia configurabile un'ipotesi di responsabilità dei partecipanti nei confronti della Sgr.

2. Il regime di responsabilità ex art. 36 TUF

Occorre ragionare sui testi normativi ed il punto di partenza è, ancora una volta, il disposto dell'art. 36, commi 3 e 4, TUF, a mente del quale “... *le Sgr agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario*” e, ancora, “*delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo*”. La norma in commento delinea un duplice sistema di responsabilità: da una parte v'è il microsistema della “responsabilità interna” verso i partecipanti al fondo; dall'altra, v'è quel coacervo di ipotesi di responsabilità della Sgr nei confronti dei terzi che sorge in dipendenza delle obbligazioni contratte per conto del fondo gerito.

Per comodità espositiva, conviene muovere proprio dalla seconda delle fattispecie delineate.

a) La responsabilità ex art. 36 TUF nei confronti dei “terzi creditori”

La recente novella dell'art. 36 TUF ha sopito ogni dubbio circa l'individuazione del patrimonio destinato a fungere da garanzia generica per quelle obbligazioni di fonte contrattuale derivanti dall'attività di gestione del fondo, disponendo *expressis verbis* che “*delle obbligazioni contratte per conto del fondo risponde il fondo medesimo con il proprio patrimonio*”. La previsione afferma in modo cristallino l'assoluta reciproca impermeabilità che marca il rapporto tra il patrimonio del fondo e quello della Sgr; impermeabilità che, ad avviso di chi scrive, è diretto corollario della natura di patrimonio autonomo del fondo e non certo di una autonoma soggettività giuridica come taluni hanno tentato di sostenere enfatizzando il tenore letterale delle parole “... *risponde il fondo con il proprio patrimonio*”. In questo senso, sarebbe stato certo preferibile optare per una

formulazione più puntuale del tipo “*delle obbligazioni contratte per conto del fondo risponde la Sgr con il patrimonio raccolto nel fondo*” al fine di evitare ogni strumentalizzazione di sorta.

Ad ogni buon conto, certo è che oggi a fronte di una rigida separazione patrimoniale non v'è spazio per ipotesi in cui tanto il patrimonio della Sgr quanto quello del fondo si trovino esposti a pretese risarcitorie di terzi sulla base di un comune titolo di responsabilità.

La conclusione qui tratta è viepiù confermata da un confronto con le disposizioni dell'art. 2447-*quinquies* c.c. che disciplinano i diritti dei creditori di SpA che abbiano costituito patrimoni destinati ad uno specifico affare. Il comma 3 della norma in commento dispone, infatti, che delle obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società può essere chiamata a rispondere anche con il proprio patrimonio “residuale” (se previsto dalla delibera costitutiva) e, in ogni caso ed illimitatamente, “per le obbligazioni derivanti da fatto illecito”. Quest'ultima disposizione poggia, come noto, sulla distinzione tra creditori “volontari” e “involontari”, mutuata dall'esperienza di altri ordinamenti giuridici. I primi sono i creditori che consapevolmente (ossia con la conoscenza del vincolo derivante dalla destinazione di un complesso patrimoniale ad uno specifico affare) decidono di concludere un contratto con la SpA, assumendo i rischi derivanti dal regime di separazione patrimoniale; i secondi, invece, sono i creditori inconsapevoli in quanto si ritrovano esposti, senza una deliberata assunzione di rischio, alle conseguenze negative connesse ad un illecito commesso dalla società. La soluzione articolata dal legislatore muove proprio dall'intento di tutelare questi ultimi, sulla base dell'assunto che i creditori involontari non debbano veder diminuito il proprio grado di tutela sul patrimonio sociale per effetto del regime di separazione anzidetto, non avendo essi precedentemente manifestato, neppure implicitamente, alcuna volontà di accettarlo. Di qui, la prima dedotta natura di *patrimoni separati* (e non *autonomi*) dei patrimoni destinati ad uno specifico affare.

Ora, con riferimento al regime delle obbligazioni contratte per conto del fondo, l'assenza di disposizioni di simile tenore nell'art. 36 TUF è elemento che conferma la volontà del legislatore di assicurare una completa separazione del patrimonio della Sgr da quello dei fondi gestiti i quali, dunque, si configurano come patrimoni autonomi

nell'accezione forte del termine e ciò, è ovvio, in ragione della preminente finalità di protezione degli interessi degli investitori qui perseguita.

Occorre chiedersi, a questo punto, se il sistema delineato dall'art. 36 TUF sia o meno estensibile anche alle fattispecie di responsabilità da illecito imputabili al gestore. Al riguardo, sembra lecito avanzare più di un dubbio. Il tenore letterale del disposto dell'art. 36 TUF - che fa uso del sintagma "*obbligazioni contratte*" - sembra infatti voler limitare la responsabilità del patrimonio del fondo alle sole ipotesi di obbligazioni di fonte contrattuale, lasciando a carico della Sgr ogni responsabilità connessa all'antigiuridicità della propria condotta dolosa o colposa, diversa da quella derivante dalle "*obbligazioni contratte per conto del fondo*". Ma anche al di là del dato positivo, sulla base di un'argomentazione logica, tale conclusione si mostra (i) per un verso, più aderente alla finalità di tutela dei partecipanti della disciplina di settore, atteso che questi ultimi, diversamente opinando, si troverebbero ingiustamente esposti ad una diminuzione del patrimonio investito a cagione di una condotta illecita della Sgr, e (ii) per l'altro, del tutto compatibile con la qui ricostruita natura giuridica del fondo in termini di patrimonio autonomo, che preclude l'imputabilità al fondo di conseguenze risarcitorie non direttamente riconducibili ad obbligazioni contratte "per conto" del fondo e legate a condotte dolose o colpose del gestore¹⁴⁴.

Argomentando in via generale, non può misconoscersi che la soluzione del problema risente dalla definizione della natura giuridica del fondo di investimento; se ai

¹⁴⁴ La conclusione qui tratta non si pone in contrasto con l'orientamento giurisprudenziale formatosi in materia di fondo patrimoniale ai sensi dell'art. 170 c.c. (Cass., sez. I, 5 giugno 2003, n. 8991, in Riv. Notariato, 2003, 1563 ss.; Cass., sez. trib., 7 luglio 2009, n. 15862, in Fam. pers. succ., 2010, 271 ss.). La disposizione, in particolare, preclude le azioni esecutive sui beni e sui frutti del fondo patrimoniale in caso di debiti "contratti per scopi estranei ai bisogni della famiglia" (ove il creditore sia consapevole di tale estraneità). L'interpretazione della norma è oramai nel senso che il criterio in base al quale individuare i debiti per il soddisfacimento dei quali il creditore può agire sui beni del fondo patrimoniale non attiene alla fonte dell'obbligazione (contrattuale o da atto illecito) bensì all'inerenza o meno del fatto generatore dell'obbligazione al soddisfacimento dei bisogni della famiglia. Nonostante l'espressione "debiti ... contratti", si ritiene cioè che la ragione giustificatrice la protezione riconosciuta ai beni costituiti in fondo patrimoniale sia identica per le obbligazioni di fonte contrattuale e per quelle extracontrattuali e sia da rinvenire nell'assenza di un collegamento oggettivo tra l'obbligazione e le esigenze della famiglia. Conseguentemente, si afferma che i creditori dei coniugi possano agire esecutivamente sui beni del fondo patrimoniale anche per responsabilità da atto illecito, ove sussista tale collegamento. Tuttavia, nell'ipotesi del fondo patrimoniale, la soluzione della giurisprudenza trova conforto in un dato testuale che già contiene in sé un chiaro riferimento di tipo funzionale nella individuazione delle obbligazioni che gravano sul fondo ("*debiti... contratti per scopi estranei ai bisogni della famiglia*"); diversamente, una siffatta previsione manca nell'art. 36 TUF, sicché non può che concludersi nel senso della insovrapponibilità delle due discipline.

fondi venisse riconosciuta soggettività giuridica, l'atto illecito della Sgr dovrebbe imputarsi, sulla scorta dei principi dell'immedesimazione organica, ai fondi stessi con l'inevitabile conseguenza negativa che l'onere risarcitorio verrebbe intanto sostenuto dai partecipanti. Una ragione in più, insomma, per confermare il convincimento circa la natura giuridica del fondo qui proposta.

b) La responsabilità ex art. 36 TUF nei confronti dei partecipanti al fondo

Venendo ora al sistema di responsabilità della Sgr nei confronti degli investitori, occorre premettere che la richiamata normativa del TUF non esibisce portata innovativa; la disposizione in commento replica, infatti, la norma di cui all'art. 3 della l. n. 77/1983 che già allora prevedeva che *“la società gerente risponde verso i partecipanti della gestione secondo le regole del mandato”* lasciando così spazio, secondo il costante insegnamento della dottrina, ad azioni contro la Sgr da parte dei singoli partecipanti, dirette a conseguire il ristoro del danno subito in dipendenza dell'esercizio dell'attività di gestione difformemente dai doveri di diligenza e prudenza.

Ad ogni modo, i commi 3 e 4 dell'art. 36 TUF delineano in modo cristallino i termini ed il contenuto dell'obbligazione risarcitoria: non v'è dubbio, infatti, che laddove la Sgr gestisse il fondo contrariamente ai canoni di diligenza e professionalità, i “partecipanti” al fondo avrebbero azione contro di essa per far valere la violazione dell'obbligazione contrattualmente assunta all'atto del conferimento dell'incarico. La *littera legis* non stupisce affatto giacché, per un verso, si è visto, l'intera regolamentazione del settore del risparmio gestito è funzionale ad orientare l'attività di gestione alla cura degli interessi degli investitori; e per l'altro, se l'inadempimento della Sgr non fosse sanzionabile la legge sarebbe destinata a rimanere senz'altro lettera morta. Del resto, la standardizzazione a livello normativo di un vero e proprio modello comportamentale delle Sgr perderebbe di effettività se i gestori non fossero chiamati a rispondere del proprio operato nei confronti di chi della funzione gestoria li ha investiti.

È utile chiarire che, innanzi ad una violazione dell'obbligazione gestoria, l'affermazione della responsabilità in capo alla Sgr non è automatica ma, al contrario, consegue all'accertamento della sussistenza di una lesione all'integrità patrimoniale del fondo ed alla riconducibilità del pregiudizio alla violazione dei doveri di condotta cui il gestore è tenuto nei confronti degli investitori. Dal canto suo, la Sgr chiamata a rispondere

della gestione negligente non potrà appellarsi alla fisiologica discrezionalità del proprio incarico, in quanto è tenuta, per contro, a dare evidenza che detta discrezionalità – quando non azzerata dalle specificazioni del Regolamento del fondo o della normativa di settore – è stata esercitata conformemente al Regolamento ed alla legge¹⁴⁵.

Non può mancarsi di aggiungere, poi, che il sistema articolato dalla norma sia stato da più parti ritenuto antitetico rispetto al modello societario nel quale, i soci non sono titolari di un'azione diretta nei confronti della società ma possono al più promuovere l'azione sociale di responsabilità contro gli autori delle condotte illecite per il conseguimento del risarcimento del danno al patrimonio sociale.

A dire il vero, sulla scorta di quanto qui argomentato sembra potersi affermare che la differente architettura dei due regimi di responsabilità non riflette una irrimediabile incompatibilità quanto, piuttosto, una diversa articolazione di un sistema unitario che esibisce la sua intrinseca coerenza nella scelta di fondo di attribuire la legittimazione a far valere il nocumento al patrimonio vulnerato a chi di quel patrimonio è il titolare e, dunque, gli investitori in ipotesi di fondi comuni di investimento e la società nel modello societario. L'osservazione sembra così confermare il ragionamento qui svolto: una volta che ci si persuade della qualificazione del fondo in termini di patrimonio autonomo privo di soggettività e della ricostruzione della fattispecie relazionale che lega la Sgr ai partecipanti nel senso di una relazione obbligatoria di gestione di natura contrattuale, allora anche l'idea che siano i partecipanti proprietari (dei beni funzionalmente destinati al fondo) la “controparte” della Sgr nell'obbligazione risarcitoria non solo non appare contraddittoria, ma anzi l'unica opzione logicamente percorribile.

¹⁴⁵ La possibilità di un sindacato *ex post* sull'operato della Sgr con riferimento all'amministrazione del fondo è, così, più ampia di quanto avviene, in ambito societario, con riguardo alla condotta degli amministratori — per effetto della “protezione” garantita dalla *business judgment rule* —: in parte in quanto il generale criterio della diligenza si declina in una moltitudine di obblighi specifici, in parte perché sono più elevati gli standard tecnici applicabili per la valutazione della condotta. C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in Contr. impr., 1989, 181; P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Delle Soc., fasc. 6, 2015, 1138. *Contra*, in apparenza, Trib. Milano, 19 gennaio 2015, ove si parla di “*scelte non sindacabili a posteriori se non nei casi estremi in cui si palesino ex ante palesemente non meditate e contrarie a minimi criteri di diligenza*”: benché si tratti, all'evidenza, del parametro della *business judgment rule*, questa conclusione è coerente con la fattispecie concreta, nella quale il gestore era stato chiamato, in effetti, a compiere decisioni non d'investimento bensì imprenditoriali, in quanto “*il Fondo [...] era stato utilizzato come improprio strumento per l'amministrazione di un patrimonio immobiliare riferibile ad un unico centro di interessi (i sig. [...]) al fine di godere di una serie di benefici tra cui il risparmio fiscale e la possibilità di traslare esclusivamente sul fondo il rischio d'impresa*”.

Sin qui *nulla quaestio*; i veri punti di attrito della (da tempo) trascurata materia della responsabilità nel settore del risparmio gestito non investono tanto il piano della legittimazione attiva e passiva – questioni che possono essere agevolmente risolte sulla base del dato normativo – quanto i più problematici profili (i) della natura dell’azione spettante ai partecipanti e (ii) dell’oggetto dell’obbligazione risarcitoria, nel silenzio del TUF che nulla dice in merito alla struttura dell’azione di responsabilità spettante ai partecipanti al fondo. Ed è proprio su di essi che si vuole indirizzare la riflessione che segue.

La dottrina si è a lungo interrogata se all’azione risarcitoria *ex art. 36 TUF* debba assegnarsi natura individuale o, piuttosto, collettiva. Secondo la prima prospettazione ciascun partecipante sarebbe legittimato ad agire nel suo personale interesse contro la Sgr inadempiente laddove, invece, l’adesione alla seconda teorica comporterebbe che il singolo superi il proprio interesse per elevarsi a portavoce di tutti i partecipanti al fondo; in questo senso l’azione di responsabilità promossa dal singolo partecipante verrebbe ad acquisire il valore di “un’azione di classe”, aperta all’adesione degli altri investitori.

Delle due, quella che certamente esibisce maggiore compatibilità con il sistema è la tesi che riconosce natura individuale all’azione di responsabilità. Merita osservare, per un verso, che la possibilità degli investitori di agire *uti singuli* contro la Sgr è del tutto aderente all’inquadramento (per cui qui si è optato) della relazione tra Sgr e partecipanti in termini di fasce paralleli di rapporti obbligatori che trovano in singoli e corrispondenti “contratti di investimento o di gestione” la propria fonte negoziale (ad integrazione, ovviamente, del Regolamento), sicché è logico rinferirne che ciascuno di essi sia legittimato ad azionare il rimedio sulla scorta del proprio regolamento contrattuale; per altro verso, il piano sistematico non offre indici che si pongano inequivocabilmente nel senso della dimensione collettiva dell’azione. Manca, in particolare, non soltanto un organo con competenze generali che abbia forza deliberativa ad efficacia vincolante per tutti gli aderenti al fondo (né tale organo può identificarsi nell’assemblea dei partecipanti prevista per i fondi chiusi, atteso che essa non ha competenza generale ma limitata e specifica e, ancora, trattandosi di una forma aggregativa propria dei fondi chiusi, non è capace di imporsi come modello generale su di cui impernare un ragionamento di più ampio respiro, che mira a trarre conclusioni generalmente valide per l’istituto dei fondi comuni di investimento), ma, ancor prima, difetta l’idea stessa di un reale concetto di

“classe” omogenea dei partecipanti al fondo nel cui nome uno di essi possa agire, e ciò anche argomentando *ex art. 81 c.p.c.*¹⁴⁶ che, nel sancire il divieto di far valere in giudizio i diritti altrui in nome proprio, fa della sostituzione processuale una deroga al principio generale, come tale, ammessa solo ed esclusivamente nei casi previsti dalla legge.

Decisamente di più difficile inquadramento risulta essere l'individuazione dell'oggetto dell'azione di responsabilità in discorso. Qui il problema centrale attiene alla definizione dei rapporti tra l'azione *individuale* ed il danno al fondo e, quindi, all'individuazione del destinatario del risarcimento eventualmente liquidato.

Non può non osservarsi, in prima battuta, che l'obbligo di corretta gestione vincola la Sgr nei confronti della “collettività dei partecipanti” e nel loro “comune interesse”, sicché ad una prima lettura della norma tanto potrebbe di per sé apparire sufficiente ad argomentare a favore della sostanziale collettività dell'effetto del rimedio: una volta esperita l'azione dal singolo, il risultato positivo andrebbe imputato al fondo a beneficio della collettività dei partecipanti, sulla falsariga del modello dell'azione di responsabilità promossa dai singoli soci di una Srl¹⁴⁷.

Tuttavia, in senso contrario, assumono rilievo alcuni elementi di cui pure occorre tener conto: (i) sul piano sistematico, l'assenza di dati testuali che possano valere a fondare una legittimazione straordinaria del singolo partecipante ad agire a beneficio del fondo con conseguente imputazione allo stesso del risarcimento liquidato; (ii) sul piano

¹⁴⁶ L'art. 81 c.p.c., nell'affermare che “...*Fuori dei casi espressamente previsti dalla legge, nessuno può far valere nel processo in nome proprio un diritto altrui*”.

¹⁴⁷ In questo senso sembrerebbe militare anche la disciplina prudenziale di fonte comunitaria e nazionale che, nello specificare i doveri dei gestori di OICVM e di FIA enunciati dal Testo unico, introduce limiti quali-quantitativi all'attività d'investimento e modalità di gestione dei rischi che presuppongono una considerazione unitaria del patrimonio del fondo. Ne deriva, dunque, che soltanto rispetto al complessivo patrimonio del fondo appare concepibile sia la violazione dell'obbligo gestorio, sia, di conseguenza, l'emersione di un danno e del relativo diritto al risarcimento. In questo senso, M. MIOLA – F. BRIOLINI, *Commento all'art. 36*, in Testo unico della finanza, diretto da P. Campobasso, Torino, Utet, 1999, 332; E. SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare. Contributo allo studio del d. lgs. 25 gennaio 1992, n. 83*, Milano, Giuffrè, 1995, 103 e 158, che, identificando nell'interesse comune dei partecipanti l'«elemento teleologico» dell'obbligazione del gestore, come configurata dall'ordinamento, e rinvenendo nella «collettività degli investitori» un «centro autonomo d'imputazione d'interessi», ha opinato che “*la ricorrenza della qualità soggettiva di partecipante risulta il presupposto necessario e sufficiente per l'esperibilità dell'azione volta ad ottenere la reintegrazione del danno subito dal fondo e causato dall'inadempimento dell'obbligazione gestoria della società di gestione, ritenuta, appunto, strutturalmente unitaria per il profilo oggettivo (il patrimonio del fondo)*”. In senso contrario, R. COSTI - L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in Trattato di diritto commerciale, Padova, 2004, 435; C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in Contr. impr., 1989, 181; E. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi - M. Sandulli - V. Santoro, Torino, 1999, 85.

pratico, il disallineamento tra chi sopporterebbe i costi dell'azione (il singolo) ed il beneficiario del risarcimento (il fondo), nonché la concreta difficoltà di procedere ad una quantificazione del danno “al fondo” in dipendenza della variabilità del valore e della composizione qualitativa-quantitativa del fondo; (iii) le peculiarità strutturali dei fondi aperti, rispetto ai quali l'imputazione al fondo del *quantum* risarcitorio non è di certo idoneo a garantire un adeguato livello di tutela ai singoli partecipanti nell'ipotesi considerata. Qui, infatti, l'assenza di un vincolo di stabilità dell'investimento comporta un costante flusso in entrata e in uscita di investitori, con l'ovvia conseguenza che risulta difficoltoso individuare una voce di danno che possa reputarsi “oggettiva” per tutti i sottoscrittori; (iv) l'incongruo vantaggio che una reintegrazione del patrimonio del fondo apporterebbe ai partecipanti che, in ipotesi, abbiano sottoscritto la quota successivamente alla valorizzazione del danno sulla base del c.d. “NAT” (*Nat Asset Value*) atteso che essi, in buona sostanza, acquisterebbero ad un prezzo scontato rispetto a quello pagato dai sottoscrittori che agiscono in responsabilità; (vi) il beneficio ingiusto che paradossalmente ne trarrebbe il gestore inadempiente, giacché le *fees* sono generalmente calcolate in percentuale sul NAV, di talché l'incremento del patrimonio nel fondo conseguente alla liquidazione del risarcimento si tradurrebbe in un maggior compenso a favore della Sgr.

Ad un più attento esame, dunque, sembrerebbe sistematicamente più corretto optare per un risarcimento *pro quota* - parametrato sul mutamento di valore della quota occorso fra la data di sottoscrizione e quello di rimborso o di formulazione della domanda di risarcimento - a beneficio esclusivo del sottoscrittore agente e ad incremento del suo personale patrimonio.

A favore della soluzione prescelta militano, peraltro, due considerazioni ulteriori. Per un verso, le evidenze comparatistiche registrano una pressoché totale convergenza sulla individualità sia della legittimazione sia della destinazione del risarcimento¹⁴⁸; per

¹⁴⁸ Nel diritto francese, i partecipanti al fondo possono esperire soltanto un'azione individuale nei confronti della società per ottenere il risarcimento del danno al decremento di valore della quota. Prima del recepimento della direttiva UCITS IV — con l'Ord. n. 2011-916 dell'1 agosto 2011 —, l'art. L. 214-28 Cod. mon. fin. prevedeva una responsabilità diretta della società nei confronti dei quotisti per *mala gestio* e violazione di legge e/o del regolamento del fondo. Non è chiaro, a seguito della mancata riproduzione di detta regola nell'art. L. 214-28 Cod. mon. fin., quale sia il titolo della responsabilità della seconda verso i primi. Peraltro, desta interesse che la responsabilità per *mala gestio* e/o per violazione di legge o del regolamento del fondo sia espressamente prevista dall'art. L. 214-64 Cod. mon. fin. soltanto con riferimento

l'altro, l'imputazione del risultato dell'azione risarcitoria al patrimonio autonomo condurrebbe a conseguenze non proprio collimanti con le dinamiche proprie dei fondi di investimento (diverse da quelle societarie) e con la ricostruita natura giuridica dell'istituto. Si tratta di comprendere, in buona sostanza, che il fondo rappresenta un centro di imputazione di un'attività (appunto) di investimento cui i beni sono funzionalmente destinati senza, tuttavia, dar luogo ad una contestuale forma di proprietà collettiva tra i sottoscrittori; quest'ultimi, a ben vedere, non condividono un vincolo associativo - come sarebbe a dirsi in ipotesi di associazioni o società - ma, più semplicemente, le strategie di investimento e l'attività gestoria, sicché un'eventuale destinazione del risarcimento al fondo risulterebbe priva di fondamento logico ancor prima che giuridica. In definitiva, posto che non esiste, qui, un'attività collettiva di impresa da finanziare in maniera stabile per mezzo degli "apporti" dei partecipanti, non v'è ragione per ritenere imputabile al fondo il *quantum* risarcitorio ed applicare regole simili a quelle di cui agli artt. 2392 e 2393 *bis* c.c. Tali disposizioni, invero, risultano pensate e modellate sulle specificità del sistema societario, nell'ambito del quale il divieto al singolo socio di appropriarsi delle utilità patrimoniali comuni trova una sua valida ragione nella sussistenza tra di essi di un vincolo associativo.

Se le riflessioni ora svolte risultano perfettamente aderenti alla fattispecie dei fondi aperti, perplessità potrebbero invece sorgere in relazione alla tipologia dei fondi chiusi. Qui, infatti, il carattere temporalmente vincolato dell'investimento potrebbe, *prima facie*, far propendere per l'acquisizione al patrimonio autonomo del *quantum* risarcitorio derivante dall'accertamento dell'inadempimento della Sgr all'obbligazione gestoria¹⁴⁹.

alle *sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable*. A. COURETET - H. LE NABASQUE - M. COQUELET - D. PORACCHIA - A. RAYNOAURD - A. REYGROBELLET - D. ROBINE, *Droit financier*, Paris, 2012, n. 797, 559. Nell'ordinamento tedesco, invece, è indiscussa la legittimazione individuale del partecipante mentre profili di dubbio sussistono con riferimento alla destinazione del risarcimento. La dottrina più recente sembra propendere per l'imputazione del risarcimento al patrimonio del singolo sottoscrittore agente che agirebbe sempre nel proprio esclusivo interesse. Vedi fra tutti, D. ZETZSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen, 2015; J. KÖNDGEN, p. 9, in *Investmentgesetz*, a cura di H. BERGER - K. STECK - D. LÜBBEHÜSEN, München, 2010, Rdn. 23 ss., 127 s.;

¹⁴⁹ Osserva, in particolare, P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Delle Soc., fasc. 6, 2015, 1138, con riferimento ai fondi chiusi "... Siffatta conclusione sarebbe ancora più fondata nell'ipotesi — ad oggi, poco frequente, ma non eliminabile a priori — in cui i titoli partecipativi siano oggetto di scambio su un mercato (regolamentato) liquido. Se è vero, infatti, che nelle società per azioni quotate ordinarie la condanna degli amministratori al risarcimento del danno ("riflesso") va a beneficio della collettività (e, indirettamente, anche dell'acquirente dell'azione a un prezzo che già sconta la cattiva gestione) a guisa di estensione del vincolo sul patrimonio comune, lo stesso dovrebbe valere nel

A ben vedere – ed il punto è dirimente ad avviso di chi scrive – tali fattispecie, pur esibendo una significativa stabilità dell’investimento, non perdono la propria connotazione di “patrimoni autonomi”. Anche i fondi chiusi - difettando di una struttura soggettiva capace di esercitare forza attrattiva rispetto alle utilità risarcitorie, nel nome del perseguimento del “benessere comune” - non danno luogo ad una relazione collettiva tra i partecipanti che possa giustificare la destinazione del risarcimento liquidato al fondo stesso sulla scorta del modello societario. Qui, i partecipanti rimangono pur sempre portatori di un interesse individuale, destinato a non dissolversi nella collettività di un nuovo soggetto giuridico che, come più volte argomentato, è inesistente nel settore di interesse. Sul piano pratico, poi, sarebbe difficile ipotizzare un’azione del singolo a vantaggio del fondo, posto che ciò implicherebbe l’onere di addossarsi i costi del giudizio (o, quanto meno, di anticiparli) senza poter beneficiare direttamente dell’eventuale risultato utile. A conclusione del ragionamento, può affermarsi dunque che la soluzione qui tratta rispetto alla parametrizzazione e destinazione della reintegrazione risarcitoria è valida anche con riferimento alla tipologia dei fondi chiusi.

3. La responsabilità degli Amministratori della Sgr per *mala gestio*

Si è detto che la disciplina contenuta nel TUF e, ancor più, la normativa di rango secondario, regola in modo piuttosto puntuale l’attività degli intermediari, richiedendo, tra l’altro, che i componenti degli organi di amministrazione e controllo delle società di gestione soddisfino requisiti di professionalità, indipendenza ed onorabilità. Ciò, all’evidenza, al fine di garantire un’amministrazione della Sgr nel segno degli standard di diligenza, correttezza e prudenza che si traduca, in concreto, nell’adozione di strategie di investimento utili a realizzare l’interesse degli investitori.

Nel contesto delineato, si profila lo spinoso interrogativo se ed in che misura, al ricorrere di ipotesi di *mala gestio* pregiudizievoli per il fondo, i partecipanti abbiano

contesto dei fondi chiusi quotati, dove ricorrono sia il vincolo sull’apporto sia l’effettiva negoziazione (e, pertanto, la formazione del prezzo) sul mercato del titolo rappresentativo del medesimo”. Rimane ferma tuttavia la legittimazione individuale del singolo partecipante che sarebbe tenuto, a valle, ad imputare il risultato dell’azione esperita a vantaggio del fondo.

azione diretta nei confronti degli amministratori della Sgr. Il quesito sottende, invero, due problematiche di tipo più generale che devono essere correttamente inquadrare e risolte e ovvero: (i) se la discrezionalità gestoria della Sgr impedisca un sindacato *ex post* della condotta degli amministratori, sulla scorta della c.d. *business judgment rule* di stampo societario, e (ii) in ipotesi di risoluzione in senso negativo della questione che precede, se ai partecipanti al fondo spetti la legittimazione attiva ad agire contro gli amministratori negligenti.

Il primo punto può essere agevolmente risolto tenendo a mente la specialità della Sgr rispetto ad una qualsiasi altra società di capitali: qui la discrezionalità della Sgr trova corpositi limiti nell'obbligo di osservanza di regole tecniche di gestione predefinite dal legislatore in ragione della rilevanza degli interessi tutelati e, anche ove residuino margini di discrezionalità, non v'è spazio per un'applicazione della c.d. *business judgment rule*¹⁵⁰ sicché l'amministratore che nel compiere una scelta di investimento violi il Regolamento del fondo e/o la legge non potrebbe mai andare esente da un giudizio di responsabilità.

La seconda delle problematiche sollevate si presenta, invece, assai più complicata, stante anche il difetto di una disciplina *ad hoc* in punto di regime di responsabilità degli amministratori della Sgr. Occorre, anzitutto, muovere da un corretto inquadramento della fattispecie. Si tratta qui delle ipotesi in cui la *mala gestio* degli amministratori abbia arrecato non un danno al patrimonio sociale della Sgr (questione che, invero, rimane assorbita nelle dinamiche endosocietarie), bensì un pregiudizio diretto in capo al fondo in termini di un decremento del valore del patrimonio (fattispecie che potrebbe altresì implicare – ma non necessariamente, si badi - un nocumento al patrimonio sociale laddove, ad esempio, comporti una diminuzione delle *fees* di gestione).

La questione era un tempo disciplinata dall'art. 3, comma 6, della l. n. 77/1983 che - nel legittimare il commissario straordinario ed i commissari liquidatori ad esercitare, previa autorizzazione della Banca d'Italia, l'azione di responsabilità nei confronti dei

¹⁵⁰ In dottrina si è correttamente sostenuto che “... *La business judgment rule si giustifica, invero, soltanto nell'ambito di decisioni discrezionali imprenditoriali, che comportino l'assunzione di un rischio d'impresa per la società gestita, proprio allo scopo di evitare che il timore di un controllo di merito a posteriori induca l'amministratore ad attuare politiche e scelte imprenditoriali eccessivamente conservative*”, P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Delle Soc., fasc. 6, 2015, 1138; C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in Trattato di diritto civile e commerciale, (a cura di) P. Schlesinger, Milano, 2012; A. BORGIOI, *L'amministrazione delegata*, Firenze, 1982, 34 s., Id., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, Riv. Delle Soc., 1983, 907.

membri degli organi amministrativi e di controllo della società di gestione, “*nell’interesse comune dei partecipanti ed a spese del fondo*” – prevedeva espressamente che l’azione di responsabilità potesse essere comunemente esercitata da ciascun partecipante¹⁵¹.

Senonché, la norma è stata successivamente abrogata e la relativa disciplina è oggi contenuta agli artt. 56, comma 3, TUF (per ciò che attiene alla Amministrazione Straordinaria) e 57 comma 3, TUF (con riferimento alla Liquidazione coatta amministrativa), che - per ciò che concerne la direzione delle procedure e gli adempimenti connessi - fanno rinvio, rispettivamente, agli artt. 72, comma 5, e 84, comma 4, del Testo Unico in materia bancaria (TUB)¹⁵². La “semplificazione” introdotta dal TUF mediante il ricorso alla tecnica del rinvio non sembra, tuttavia, aver segnato un progresso in termini di chiarezza della disciplina. Non sono irrilevanti, infatti, le questioni interpretative lasciate aperte dal nuovo testo normativo, peraltro, discutibile sotto il profilo della scelta di unificare il regime di responsabilità per tutti gli intermediari senza tener in debita considerazione le specificità delle società di gestione.

Sul piano sistematico, due sono i dati che risaltano all’evidenza: (i) per un verso, la novellata disciplina non replica la norma che, nell’assetto previgente, in termini chiari ed inequivocabili legittimava i partecipanti ad agire direttamente nei confronti degli Amministratori della Sgr (limitandosi, invero, ora a disciplinare le sole “*azioni sociali di responsabilità e quella dei creditori sociali*”, nonché “*l’azione del creditore sociale contro la società o ente che esercita l’attività di direzione e coordinamento*” che i commissari straordinari ed i commissari liquidatori possono esperire nei confronti dei componenti dei cessati organi di amministrazione e di controllo); (ii) per l’altro, è mutata la collocazione sistematica delle norme in tema di responsabilità, che trovano ora spazio

¹⁵¹ Per un approfondimento vedi in dottrina, tra tutti, G. MEO, *Azione “comune” e azione “individuale” contro amministratori e sindaci di società di gestione dei fondi comuni immobiliari*, in Riv. Dir. Comm., I, 1986, 169.

¹⁵² L’art. 72, comma 5, TUB così dispone “... *L’esercizio dell’azione sociale di responsabilità contro i membri dei disciolti organi amministrativi e di controllo ed il direttore generale, nonché dell’azione contro il soggetto incaricato della revisione legale dei conti o della revisione, spetta ai commissari straordinari, sentito il comitato di sorveglianza, previa autorizzazione della Banca d’Italia. Gli organi succeduti all’amministrazione straordinaria proseguono le azioni di responsabilità e riferiscono alla Banca d’Italia in merito alle stesse*”. L’art. 84, comma 5, TUB stabilisce che “... *L’esercizio dell’azione sociale di responsabilità e di quella dei creditori sociali contro i membri dei cessati organi amministrativi e di controllo ed il direttore generale, dell’azione contro il soggetto incaricato della revisione legale dei conti, nonché dell’azione del creditore sociale contro la società o l’ente che esercita l’attività di direzione e coordinamento, spetta ai commissari, sentito il comitato di sorveglianza, previa autorizzazione della Banca d’Italia*”.

non più nella specifica regolamentazione dei fondi comuni di investimento quanto nell'ambito della disciplina della crisi degli intermediari.

Tenuto conto di quanto precede, il punto della questione è, quindi, come correttamente interpretare l'intervento abrogativo del legislatore: si tratta di comprendere, cioè, se nell'assetto vigente la mancata previsione dell'azione diretta dei quotisti nei confronti degli amministratori sia da intendersi nel senso di un divieto di esercizio dell'azione o, piuttosto, di una "de-specializzazione" della disciplina della responsabilità degli amministratori di Sgr, sicché (all'infuori delle ipotesi di crisi) la fattispecie ricade nell'ambito delle norme di diritto comune in tema di responsabilità degli organi sociali. In quest'ottica, un'eventuale azione diretta dei quotisti avverso gli amministratori potrebbe profilarsi soltanto – analogamente alla situazione dei "terzi danneggiati" dalla condotta degli amministratori di SpA - al ricorrere delle condizioni di cui agli artt. 2394 e 2395 c.c.¹⁵³ e, quindi, laddove (i) il patrimonio della Sgr sia insufficiente al soddisfacimento del "credito" dei quotisti o, (ii) si tratti di un danno diretto dipendente da atti dolosi o colposi posto in essere dagli amministratori, con tutte le limitazioni qui in punto di onere probatorio e termine di prescrizione dell'azione connesse alla responsabilità aquiliana.

La questione così inquadrata ne evoca, poi, un'altra più generale – cui si è fatto cenno nella prima parte del presente lavoro - allorché induce ad interrogarsi se ed in che misura la specialità del fenomeno gestorio consenta l'applicazione delle regole di diritto societario: a cagione dell'autonomia del fondo rispetto alla Sgr potrebbe, infatti, giungersi alla conclusione che qualsivoglia pretesa risarcitoria connessa ad una *mala gestio* del fondo debba essere azionata nei confronti della sola società di gestione (con cui i partecipanti intrattengono una relazione di tipo contrattuale) e non anche, invece, degli amministratori i quali, al più, potrebbero esser chiamati a rispondere nei confronti della

¹⁵³ L'art. 2394 c.c. prevede che "...Gli amministratori rispondono verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. L'azione può essere proposta dai creditori quando il patrimonio sociale risulta insufficiente al soddisfacimento dei loro crediti. La rinuncia all'azione da parte della società non impedisce l'esercizio dell'azione da parte dei creditori sociali. La transazione può essere impugnata dai creditori sociali soltanto con l'azione revocatoria quando ne ricorrono gli estremi".

L'art. 2395 c.c. dispone che: "... Le disposizioni dei precedenti articoli non pregiudicano il diritto al risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori. L'azione può essere esercitata entro cinque anni dal compimento dell'atto che ha pregiudicato il socio o il terzo".

Sgr della inidoneità delle scelte di investimento effettuate in sede di rivalsa *ex art. 2049 c.c.*, una volta accertata la responsabilità della Sgr.

In via generale, v'è il comune sentimento che la mancata previsione di un puntuale “statuto speciale” della responsabilità del gestore e dei suoi amministratori nei confronti dei sottoscrittori causi un inaccettabile vuoto di tutela degli investitori che ha spinto la giurisprudenza ad elaborare soluzioni “creative” nell’ottica di offrire una sempre più pregnante tutela ai risparmiatori. Si fa riferimento, in particolare, alla pionieristica pronuncia del Tribunale di Milano dell’11 maggio 2015 che, per la prima volta a quanto consta, prende posizione sul tema della responsabilità diretta degli amministratori di Sgr verso gli investitori e di essa, pertanto, non può non tenersi conto ai fini dell’indagine in corso.

3.1 La pronuncia del Tribunale di Milano dell’11 maggio 2015

Con la sentenza che ci si accinge a commentare¹⁵⁴, il Collegio milanese ha preso in esame il caso degli amministratori di una Sgr che, in spregio agli obblighi normativi e regolamentari, avevano operato in modo negligente ed in conflitto di interessi così depauperando il patrimonio sociale oltreché alcuni fondi di investimento dalla stessa gestiti. A seguito della sottoposizione della Sgr alla procedura di amministrazione straordinaria, la gestione commissariale ha promosso nei confronti dei membri dei cessati organi di amministrazione e controllo un’azione di responsabilità ai sensi degli artt. 56 TUF, 72 TUB e 2392, 2393 e 2407 c.c., al fine di ottenere il risarcimento del danno patito dalla Sgr e dai fondi per violazione dei doveri di diligenza, corretta gestione e controllo. Per la risoluzione del caso il Collegio adito ha dovuto confrontarsi con la complessa problematica se la legittimazione attiva all’azione di responsabilità contro gli amministratori debba riconoscersi in capo alla stessa Sgr o, piuttosto, agli investitori e, a valle dell’analisi del quadro normativo vigente, conclude a favore della prima opzione, in accoglimento della prospettazione attorea. Il Tribunale prende le mosse da una

¹⁵⁴ Tribunale di Milano, 11 maggio 2015, in Le società, con nota di P. GIUDICI, *L’azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, fasc. 10/2015.

preliminare condivisione della tesi della Suprema Corte sulla natura giuridica del fondo di investimento e, sul presupposto del riconoscimento della titolarità formale del patrimonio nel fondo in capo alla Sgr, articola un ragionamento che si snoda in alcuni passaggi fondamentali che è qui il caso di sintetizzare:

- (i) i quotisti non hanno azione diretta nei confronti degli amministratori in quanto (a) i danni subiti dal fondo “*non ineriscono al loro patrimonio, ma a quello – che è separato – del fondo*” e (b) il referente degli obblighi di corretta e prudente gestione nei confronti degli investitori è esclusivamente la Sgr e non anche i suoi amministratori, terzi rispetto al rapporto Sgr-partecipanti. Conseguentemente, l’abrogazione dell’art. 3 della l. n. 77/1983 deve leggersi nel nuovo contesto normativo nel senso di un “*implicito riconoscimento di una legittimazione autonoma in capo alla Sgr di agire a tutela dell’integrità del patrimonio separato in quanto coesistente alla struttura, posizione e funzione della Sgr stessa*”;
- (ii) stante la carenza di legittimazione attiva in capo agli aderenti al fondo, l’azione di responsabilità non può che competere alla medesima Sgr, ancor più ove si consideri che sul piano processuale la titolarità formale del patrimonio del fondo in capo alla società di gestione comporta l’attribuzione alla stessa della legittimazione attiva ad esercitare “*tutti i diritti ricollegati ai beni presenti nel fondo*”, a tutela del fondo medesimo;
- (iii) al fine di ritenere ammissibile l’azione diretta dei partecipanti “terzi” contro gli amministratori, nel caso specifico di depauperamento del fondo a seguito di *mala gestio*, non rileva la disposizione di cui all’art. 2395 c.c. che richiede il prodursi di un danno diretto in capo al terzo laddove, invece, nelle fattispecie come quella in esame, i sottoscrittori subiscono soltanto un “danno riflesso” dalla diminuzione del valore del fondo, atteso che la titolarità di quei beni spetta “formalmente” alla Sgr. Né è utile ricorrere all’art. 2394 c.c. in quanto tale strumento – al di là di come non sia pacifico che i partecipanti possano essere considerati sempre e comunque creditori della Sgr, soprattutto nei fondi chiusi – è inidoneo ad offrire tutela piena ai partecipanti giacché opera soltanto, in via residuale, in caso di “insufficienza patrimoniale” della Sgr. In ogni caso, la proposizione di

un'azione *ex art.* 2394 c.c. da parte dei sottoscrittori non escluderebbe ma, al contrario, confermerebbe l'azione della Sgr contro i suoi amministratori in quanto nella sistematica codicistica l'azione del terzo si accompagna a quella sociale di responsabilità;

- (iv) conseguentemente, si impone una lettura degli artt. 72, comma 5, TUB e 56, comma 3, TUF, e degli artt. 84, comma 5, TUB, e 57, comma 3, TUF, nel senso che laddove è menzionata l'azione sociale di responsabilità, essa deve intendersi come riferentesi alla legittimazione del gestore non solo all'azione per il risarcimento del danno subito dal patrimonio della Sgr a cagione della *mala gestio* dei suoi amministratori, ma altresì all'azione per il risarcimento del pregiudizio che quegli stessi atti hanno provocato al fondo, quale patrimonio separato gestito dalla Sgr medesima.

3.2 La ricostruzione del sistema di responsabilità degli Amministratori della Sgr verso i partecipanti ai fondi comuni di investimento

La soluzione offerta dal Collegio meneghino ha diviso i primi commentatori tra chi, condividendo l'esigenza di proteggere i risparmiatori dal rischio che gli amministratori negligenti rimassero impuniti, ha sposato la tesi che riconosce in capo alla Sgr la legittimazione ad agire contro gli amministratori, e chi, invece, ha colto nella pronuncia in commento la contraddittorietà di una società che agisce contro sé stessa, sostenendo, di contro, l'irresponsabilità degli amministratori della Sgr direttamente nei confronti degli investitori¹⁵⁵.

Ora, si ritiene qui che il ragionamento del Tribunale di Milano non sia da condividere nel suo generale impianto sistematico per ragioni che, tuttavia, divergono da quelle testé richiamate. Occorre premettere che, in assenza di una disciplina *ad hoc*, la ricostruzione del regime della responsabilità degli amministratori di Sgr risente dell'adesione all'una piuttosto che all'altra teorica sulla natura dei fondi comuni di

¹⁵⁵ In questo senso, L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della Sgr*, in *Giur. comm.*, fasc. 5, 2016, 1115.

investimento. Ed infatti, l'*iter* logico della sentenza in esame non risulta (isolata qualche eccezione¹⁵⁶) incoerente o contraddittorio: il Collegio muove dall'individuazione del titolare del patrimonio vulnerato per individuare il legittimato ad agire in via risarcitoria. Il ragionamento ha sua validità logica ma risulta inficiato dal "vizio genetico" di muovere dall'erronea premessa dogmatica tale per cui è la società di gestione il titolare formale del patrimonio "del fondo"; in questa prospettiva, l'inammissibilità e/o carenza di legittimazione ad agire in capo ai singoli investitori altro non è che diretto corollario della ricostruzione del rapporto tra Sgr e fondo in termini di "appartenenza". È chiaro quindi che, una volta mutato lo scenario iniziale ed inquadrato il fondo nel senso qui proposto, v'è senz'altro spazio per poter ragionare sulla configurabilità di un'azione diretta dei partecipanti contro gli amministratori, mirata a far valere le irregolarità gestorie.

A ben vedere, infatti, la negligente condotta degli amministratori che si traduca in un depauperamento del patrimonio nel fondo cagiona, prima ed anzitutto, un danno "diretto" (e non invece riflesso come sostiene il Tribunale milanese) agli investitori, soggetti ai quali soli appartengono i beni destinati al fondo in funzione del loro investimento; sicché, ragionando in termini concreti, una diminuzione del valore del fondo non può che significare un impoverimento dei sottoscrittori. Di qui, il fondamento della legittimazione ad agire in capo ai medesimi: se l'interesse leso è (come in effetti è) quello degli investitori, è chiaro che essi saranno legittimati ad agire direttamente contro gli amministratori negligenti e, quindi, ad esperire *in primis* l'azione *ex art. 2395 c.c.*¹⁵⁷. In quest'ottica, infatti, l'abrogazione dell'art. 3 della l. 77/1983 deve correttamente essere inquadrata nel nuovo assetto normativo di settore fortemente permeato dall'esigenza e

¹⁵⁶ In almeno un passaggio il Tribunale sembra contraddirsi laddove, per un verso, ammette l'azione dei singoli investitori *ex art. 36 TUF* avverso la Sgr per inadempimento dell'obbligazione gestoria e, per l'altro, nega ad essi l'azione contro gli amministratori sul presupposto che "*tali danni non ineriscono al loro patrimonio, ma a quello – che è separato – del fondo*". Se questa fosse davvero la ragione portante per negare l'azione diretta in capo ai partecipanti, allora dovrebbe ammettersi che a questi ultimi non spetterebbe neppure l'azione contro la Sgr in quanto il danno attiene non al suo patrimonio bensì a quello separato del fondo. In questo senso, P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, fasc. 10/2015.

¹⁵⁷ In senso contrario non potrebbe farsi appello alla disciplina dei patrimoni separati *ex art. 2447 bis* e ss., nell'ambito della quale è stato sostenuto che la società "è sicuramente titolata ad agire (contro gli amministratori) in rapporto alla violazione dell'obbligo generale di diligenza nella gestione dell'affare [...] nella misura in cui appunto essi possono impedire alla società di avere un ritorno dall'investimento nell'affare, una volta che siano stati soddisfatti i rispettivi creditori" (G. GUIZZI, *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato e responsabilità degli amministratori. Profili sistematici*, in Riv. dir. comm., 2008, I, 389 s.).

volontà del legislatore di assicurare agli investitori una tutela piena ed effettiva; ne deriva, che mai potrebbe consentirsi una lettura della vicenda tale da diminuire il livello di protezione dei risparmiatori come accadrebbe ove si negasse loro l'azione diretta contro i "cattivi" amministratori.

Risulta, invero, più opportuno ed aderente al sistema spostare i termini della discussione sul piano delle regole generali in materia di responsabilità degli organi sociali in cui la fattispecie è destinata a ricadere, seppur con le precisazioni di cui *infra*. Del resto, un'eventuale attribuzione della legittimazione ad agire in capo alla Sgr nei termini ipotizzati dal Tribunale di Milano non risulta opzione pragmaticamente percorribile per plurimi e concorrenti ordini di ragioni. Oltre a forzare platealmente il meccanismo di funzionamento del fenomeno gestorio - alterando il ruolo della società di gestione che è e rimane soggetto incaricato, in via esclusiva, della amministrazione attiva di un mero ammasso patrimoniale privo di qualsivoglia soggettività e non, invece, destinatario di un potere *latu sensu* di rappresentanza che, al più, potrebbe giustificare la sostituzione anche processuale degli interessati - la soluzione suggerita dal Collegio pone non secondari problemi sotto il profilo della attualità e potenzialità del danno risarcibile nonché sul piano della "destinazione del risarcimento" nella misura in cui la Sgr, vittoriosa nel giudizio contro gli amministratori, non è legittimata a trattenere per sé quanto liquidato¹⁵⁸ ma si troverebbe nella difficoltà pratica di come canalizzare a beneficio del fondo/sottoscrittori il *quantum* risarcitorio percepito¹⁵⁹. Tali problematiche, peraltro, persisterebbero anche a voler ritenere - ipotesi qui esclusa - che la Sgr agisca nella qualità di mandatario, di talché la tutela in giudizio degli interessi del mandante rientrerebbe fra le obbligazioni accessorie del mandatario¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Si rammenta che si sta discutendo dell'ipotesi in cui il danno attiene esclusivamente alla sfera giuridica degli investitori e non anche della Sgr, ipotesi quest'ultima che senz'altro legittimerebbe la società all'applicazione della disciplina in tema di azione sociale di responsabilità avverso i componenti dell'organo gestorio.

¹⁵⁹ In proposito, osserva P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Riv. Delle Soc., fasc. 6, 2015, 1138, nell'ipotesi in cui si ritenesse la Sgr legittimata ad agire direttamente contro gli amministratori in luogo dei quotisti "... nel momento in cui è fatto valere per conto (ed in nome) dei quotisti, infatti, il danno va calcolato tenendo presente, quale valore iniziale, il NAV del fondo al momento dell'evento dannoso. Del pari, il quantum risarcitorio è istituzionalmente deputato ai quotisti che sono tali al momento in cui dell'evento dannoso è valorizzato sul NAV e, quindi, sulla singola quota, ma non a coloro che hanno sottoscritto (al valore ridotto) successivamente a tale momento nè a quanti abbiano preventivamente ottenuto il rimborso della quota a un valore non scontato".

¹⁶⁰ In questo senso, A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano,

Ora, nell'ottica di garantire agli investitori una tutela quanto più effettiva, non può mancare di sottolineare come la disposizione di cui all'art. 2395 c.c. profili una fattispecie "debole" di responsabilità: si tratta, infatti, di una responsabilità di natura aquiliana la cui azionabilità è soggetta ad uno statuto più stringente e rigoroso rispetto al regime di responsabilità contrattuale, quanto ad onere della prova e termine prescrizione. Insomma, v'è il concreto rischio che l'azione di responsabilità extracontrattuale - richiedendo che venga data prova puntuale del dolo o della colpa dell'atto lesivo, del pregiudizio sofferto oltreché del nesso di causalità tra l'atto e l'evento dannoso - non sia di per sé sufficiente a tutelare adeguatamente i partecipanti al fondo da una cattiva amministrazione dell'organo gestorio. *Quid iuris?*

In realtà, se si ragiona sulle peculiarità strutturali e funzionali delle società di gestione nei termini in cui si è detto, sembrerebbe esservi spazio per una forma più pregnante di tutela degli investitori contro la *mala gestio* di amministratori negligenti.

Occorre spostare l'attenzione sui doveri di condotta imposti agli amministratori di una Sgr: se si tiene a mente quanto in precedenza detto a proposito degli standards comportamentali dell'organo gestorio, emerge con nitidezza che essi si conformano in modo nettamente più articolato rispetto ad una qualsivoglia SpA; agli amministratori di Sgr, infatti, è richiesto non soltanto - come è usuale - di amministrare secondo correttezza e diligenza il patrimonio sociale, ma un *quid pluris* e, ovvero, di orientare la gestione della Sgr alla cura degli interessi degli investitori. In altri termini, l'interesse degli investitori è elemento che arricchisce e completa il contenuto degli obblighi di corretta, diligente e professionale gestione cui gli amministratori di una Sgr sono tenuti ad attenersi nel puntuale svolgimento dell'incarico assunto, se non a pena di incorrere in responsabilità.

Se così è, allora, non è fuor di luogo affermare che, all'atto dell'insediamento, essi assumono un puntuale e non aleatorio "obbligo di protezione" nei confronti dei risparmiatori i quali, per contro, nel momento in cui divengono "partecipanti" sono

1984, 397; id, *Rappresentanza e mandato a confronto*, in Riv. dir. civ., 2012, I, 742; G. MINERVINI, *Mandato, commissione, spedizione*, in Trattato di diritto civile italiano, diretto da F. Vassalli, 8, I, Torino, 1957, 96 s. In giurisprudenza, v. App. Torino, 24 dicembre 2009, in Giur. it., 2010, 2067, che ha riconosciuto la legittimazione del mandatario-fiduciario a fare valere i danni cagionati dal terzo contraente alla sfera giuridica dei fiducianti-mandanti; in senso contrario, cfr. D. MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in I contratti del mercato finanziario 2, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, Torino, 2011, 933 s.

legittimati a riporre – per le ragioni testé richiamate - un oggettivo e ragionevole affidamento nella bontà e correttezza del loro operato¹⁶¹. Pertanto, se da una parte v'è un obbligo protettivo, dall'altra non può che esservi un “credito” che non ha natura economica ma si configura come un “credito di prestazione e di protezione”. Di qui, nonostante la mancanza di un regolamento contrattuale, l'estrema difficoltà di pensare agli investitori come a “soggetti terzi” che non intrattengono alcuna forma di relazione con gli amministratori, di guisa che una eventuale condotta di questi ultimi negligente e pregiudizievole per i partecipanti dia luogo alla troppo generica “responsabilità del passante”. Nel nostro sistema, infatti, la responsabilità da fatto illecito è congegnata come la “responsabilità di chiunque”, che entra in gioco allorché danneggiante e danneggiato non siano legati da un pregresso vincolo obbligatorio ed anzi trova nella fattispecie dannosa il proprio momento fondante: è l'illecito che dà origine ad un nuovo vincolo avente ad oggetto l'obbligo dell'agente di risarcire il danno cagionato.

L'inadeguatezza del modello della responsabilità aquiliana rispetto alla violazione dei doveri di corretta amministrazione nei confronti dei partecipanti emerge all'evidenza sol che si consideri che quell'affidamento ragionevolmente riposto dai partecipanti negli amministratori a motivo del loro *status* e dei loro doveri è in grado, di fatto, di dar luogo ad una autonoma vicenda obbligatoria nell'ambito della quale è il fatto in sé dell'inadempimento dell'obbligo di protezione degli investitori ad integrare l'antigiuridicità della condotta ed a costituire, quindi, l'origine della responsabilità. Diversamente dai protagonisti dell'illecito aquiliano, sembrerebbe, quindi, che tra amministratori e partecipanti una qualche forma di pregressa relazionalità vi sia eccome: essa trae origine proprio da quell' “obbligo di protezione” degli investitori che vincola in modo così pregnante l'operato degli amministratori della Sgr da assurgere, al tempo stesso, a fonte e contenuto di un nuovo vincolo di tipo obbligatorio, di talché la sua violazione da parte dei gestori della Sgr integra una fattispecie di responsabilità contrattuale.

¹⁶¹ In questo senso anche L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della Sgr*, in *Giur. comm.*, fasc. 5, 2016, 1115; per uno spunto seppure in via dubitativa, P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. Delle Soc.*, fasc. 6, 2015, 1138.

Tale soluzione – che attinge alla teorica dell’ “obbligazione senza prestazione” di acuti civilisti,¹⁶² elaborata proprio al fine di dar voce a tutte quelle fattispecie che, in virtù di un “contatto sociale qualificato”, si collocano in una posizione intermedia tra la tesi

¹⁶² Vedi per tutti, C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in Jus, 1976; 79 s.; Id., *Obblighi di protezione*, in Enc giur. Treccani, XXI, Roma, 1990; Id., *L’obbligazione senza prestazione. Ai confini tra contratto e torto*, in Le ragioni del diritto, Scritti in onore di Luigi Mengoni, I, Milano, 1995, 148 s.; Id., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006; Id., *Ritorno all’obbligazione senza prestazione*, in Eur. dir. priv., 2008; S. MAZZAMUTO, *Una rilettura del mobbing: obbligo di protezione e condotte plurime d’inadempimento*, in Eur. dir. priv., 2003; Id., *Il mobbing*, Milano, 2004; F. PIRAINO, *Adempimento e responsabilità contrattuale*, Napoli, 2011; L. LAMBO, *Obblighi di protezione*, Padova, 2007. Com’è noto, la teoria muove dalla presa di coscienza circa la sussistenza di un’ “area di turbolenza ai confini tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale, nella quale confluiscono una serie di ipotesi di danno connotate da profili che le accostano ora all’una ora all’altra senza riuscire a rendere persuasivo e soddisfacente l’inquadramento che se ne voglia fare nella prima o nella seconda(...) Esse appaiono giuridicamente più pregnanti del semplice rapporto obbligatorio di risarcimento del danno al quale si riduce quest’ultima e però meno articolate del rapporto obbligatorio incentrato sulla prestazione”. Il concetto stesso di obbligazione senza prestazione potrebbe – *prima facie* - apparire un ossimoro, tuttavia, spiega l’autore, ciò è dovuto “appunto all’idea, che certo ha dalla propria parte una tradizione più che bimillenaria, che identifica l’obbligazione con l’obbligo di prestazione. Una volta che ci si persuade della possibilità che la qualificazione obbligatoria sia estesa ad altri rapporti, nei quali ciò che rileva non è la pienezza del contenuto ma la dimensione formale nella quale le parti si trovano l’una di fronte all’altra, allora anche l’idea di un’obbligazione senza prestazione non solo non appare contraddittoria, ma anzi quello che per merito di essa si mette in luce come la vera essenza dell’obbligazione, la quale non consiste nel suo contenuto o oggetto che dir si voglia, più o meno ampio e vario a seconda del tipo contrattuale che lo genera, ma nella relazionalità come matrice di qualificazione del reciproco porsi di soggetti l’uno di fronte all’altro e in contemplazione dell’altro”. Si tratta di un rapporto obbligatorio che nasce in dipendenza di “un contatto sociale qualificato, come insieme di obblighi funzionali allo scopo” (C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, 443-444). Vedi anche id., *La relazione come categoria essenziale dell’obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in Eur. dir. priv., 2011, 66, in cui l’autore sottolinea come “la relazionalità è la vera essenza dell’obbligazione che nel momento in cui caratterizza l’obbligazione, con o senza prestazione, si rivela l’aspetto costante, la cornice dentro la quale la prestazione si iscrive solo come una variabile possibile”; F. PIRAINO, *Adempimento*, cit., 682 s. chiarisce che “ciò che manca nell’obbligazione senza prestazione non è certo la cooperazione del debitore che si manifesta in una condotta dove- rosa orientata ad uno scopo – il che vale a distinguere l’obbligazione senza prestazione dalla mera regola di condotta – dunque «una prestazione in senso assoluto, ma una prestazione nell’accezione consueta di condotta riconducibile agli schemi collaudati del dare, facere o non facere e, dunque, tesa ad una finalità di promozione dell’interesse del creditore all’acquisizione di un’utilità nuova e non già ad una finalità di sicurezza, ossia di conservazione della sfera giuridica dell’avente diritto”. La particolare struttura dell’obbligazione senza prestazione fa sì che, data l’insussistenza di una prestazione nel senso tradizionale del termine, occorre valorizzare il nesso di causalità quale elemento che consenta, in via prioritaria, di instaurare una connessione tra il danno sofferto ed il soggetto agente. Tutto ciò comporta che l’accertamento della responsabilità consegua non soltanto alla verifica dell’inadempimento ma altresì ad un previo accertamento della meritevolezza degli interessi che si assumono lesi; manca qui infatti la cristallizzazione a monte degli interessi tutelati.

La problematica dell’obbligazione senza prestazione è costituita dall’“ipotizzabilità di obblighi di protezione *ab origine* avulsi da un obbligo di prestazione e ciononostante in grado di dar vita, in caso di danno, a responsabilità contrattuale come conseguenza tipica della violazione di obblighi”. L’obbligo di protezione, presupponendo un obbligo in senso tecnico, si colloca necessariamente nell’area della responsabilità disciplinata dall’art. 1218 c.c., e mette capo al *tertium genus* di fonti contemplate dall’art. 1173, e cioè “ogni altro atto o fatto idoneo a produrre l’obbligazione in conformità dell’ordinamento giuridico”. La responsabilità precontrattuale, in questo quadro, altro non è che una forma tipizzata di dovere di protezione, specie del più ampio *genus* della responsabilità da violazione dell’affidamento e quindi dell’obbligazione senza prestazione.

del contratto e quella del torto – si mostra, anzitutto sul piano strutturale, in linea con il sistema codicistico che, all’art. 1173 c.c., delinea un sistema aperto delle fonti delle obbligazioni sicché la dicotomia “contratto-torto” non può che perdere di rilievo.

Ma v’è di più. La conclusione formulata appare aderente alla struttura relazionale connessa al fenomeno gestorio ed altresì perfettamente rispondente all’esigenza avvertita nel settore di incrementare il livello di tutela dei risparmiatori, senza tuttavia sacrificare le peculiarità che contraddistinguono la gestione collettiva del risparmio o, ancora, forzare l’assetto del fenomeno in esame ricorrendo alla figura di un fantomatico e poco realistico “super gestore” che agirebbe in rappresentanza degli investitori o, peggio ancora, del fondo.

Per questa via, dunque, i partecipanti che volessero ottenere il ristoro del pregiudizio loro cagionato da una *mala gestio* degli amministratori sono legittimati a far valere la violazione dell’obbligo di protezione assunto nei loro riguardi e ad agire in via diretta avverso gli stessi ai sensi dell’art. 1218 c.c.¹⁶³ Il rimedio qui apprestato si pone, ovviamente, come alternativo a quello precedentemente esaminato *ex art.* 2395 c.c. che, come visto, oltre a non essere perfettamente compatibile con la tipologia di rapporto che si instaura tra amministratori e partecipanti al fondo di investimento, rischia di fornire una tutela approssimativa e parziale in controtendenza con lo spirito di tutela dei partecipanti che connota l’intera disciplina del fenomeno gestorio.

¹⁶³ Proprio con riferimento alla materia di intermediazione finanziaria è stato affermato che qui la teorica dell’obbligazione senza prestazione ha trovato una conferma nel dettato della legge (G. MERUZZI, *Responsabilità da contatto, culpa in contraendo e dintorni: il caso Sai-Fondiarica-Mediobanca tra vecchi pregiudizi e nuove prospettive*, Giur. Merito, 2007, 2, 2578). Basti osservare, infatti, che gli obblighi dell’intermediario finanziario discendono per la fase precontrattuale dall’art. 1337 c.c. e dalla fonte regolamentare (Regolamento Consob adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007), e per la fase di esecuzione da quanto previsto dal contratto di intermediazione finanziaria, integrato *ex art.* 1374 dalle disposizioni legislative (in particolare, l’art. 21 T.U.F.) e regolamentari. La disciplina regolamentare degli obblighi di comportamento si caratterizza per l’elevato grado di specificità e dettaglio, non solo con riferimento all’obbligo di carattere informativo, ma anche per ciò che concerne il conflitto di interessi, l’adeguatezza ed appropriatezza dell’operazione finanziaria. In materia, le Sezioni Unite della Suprema Corte di Cassazione hanno affermato che deriva dalla violazione degli obblighi di comportamento da parte dell’intermediario finanziario, non la nullità del contratto di intermediazione finanziaria o dei singoli atti negoziali conseguenti, ma l’obbligazione risarcitoria ed eventualmente la risolubilità del predetto contratto (Cass. 19 dicembre 2007, n. 26724, Foro it., 2008, I, col. 784, con nota di E. SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell’intermediario finanziario e le sezioni unite*).

4. Una particolare fattispecie di responsabilità: la responsabilità dei partecipanti ai fondi chiusi nei confronti della Sgr

La disposizione di cui all'art. 37, comma 3, TUF prevede che “... *Il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore*”. Al di là di ogni suggestiva tendenza all'ipostatizzazione, la norma non attribuisce all'assemblea dei partecipanti ai fondi chiusi il potere di formare ed esprimere una volontà imputabile ai fondi né, tanto meno, individua un'entità chiamata in qualche misura a rappresentare i partecipanti. La deliberazione di sostituzione del gestore ad opera dei partecipanti riuniti in assemblea opera, invero, su di un piano diverso: si tratta di un meccanismo di bilanciamento del sistema, laddove alla obbligata abdicazione dei partecipanti ai fondi chiusi alla libertà di gestire il proprio investimento fa da contraltare il conferimento a questi ultimi (riuniti in assemblea) del potere di deliberare la sostituzione della Sgr. Per tale via, quindi, si offre ai partecipanti uno strumento che consente di ovviare alla rigidità e vincolatività dell'investimento nei fondi chiusi, impedendo che una società di cui banalmente non si condivide il *modus operandi* possa continuare a gestire il patrimonio affidato sino alla scadenza dell'investimento.

Ma è bene domandarsi cosa accade se, nel deliberare la sostituzione della Sgr, l'assemblea dei partecipanti ai fondi chiusi violi i limiti previsti dalla normativa e/o dal Regolamento del fondo. Il tema, sebbene del tutto ignorato dal legislatore come anche dalla letteratura di settore, è di grande interesse nella misura in cui sollecita l'attenzione del giurista sulla configurabilità di una singolare fattispecie di responsabilità dei partecipanti nei confronti della Sgr illegittimamente sostituita pregiudicata nei suoi interessi.

Se da un lato è vero che la sostituzione della Sgr¹⁶⁴ è appannaggio esclusivo dell'assemblea dei partecipanti, dall'altro non può negarsi che essa è manifestazione di

¹⁶⁴ La materia della sostituzione della Sgr è oggetto di disciplina della normativa primaria e secondaria. In particolare, l'art. 37 TUF statuisce al comma 3 che “... *Il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore*”. Il Regolamento di Banca d'Italia, Titolo V, Sez. II, par. 4, parte C, Modalità di funzionamento, sub 4.12), prevede che i regolamenti dei fondi devono necessariamente prevedere, tra le prerogative dell'assemblea dei partecipanti ai fondi chiusi, il potere dei quotisti di sostituire la Sgr nominata, lasciando discrezionalità sulla disciplina di modalità e termini.

un potere, come è usuale, debba essere esercitato nel rispetto delle forme e dei limiti previsti dall'ordinamento. Sul punto, infatti, il Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 statuisce che spetti al Regolamento del Fondo specificare modalità e termini delle operazioni di sostituzione il cui rispetto, è ovvio, si impone a tutti i partecipanti.

Del resto, non può negarsi che in una siffatta ipotesi alla Sgr illegittimamente sostituita possa derivarne un danno concreto nelle forme del danno reputazionale o, ancora, del danno da perdita delle commissioni di gestione, se si pensa, ad esempio, all'ipotesi del mancato rispetto del termine di preavviso di cui al Regolamento per notificare alla Sgr uscente la volontà degli investitori di sostituirla; in tal caso, è evidente che la Sgr verrebbe ingiustamente privata del diritto al percepimento delle commissioni oltreché del tempo necessario a reperire nel mercato altri fondi da gestire. E se di certo la connotazione fiduciaria del rapporto che lega il gestore ai partecipanti non consente una ricostituzione forzosa dell'incarico gestorio, ragionare su di un obbligo dei partecipanti riuniti in assemblea di rimuovere la delibera illegittima e, per l'effetto, risarcire il danno cagionato alla Sgr non è, forse, ipotesi così peregrina e, anzi, addirittura scelta obbligata in un sistema che non tollera condotte ed atti adottati al di fuori dei canoni di legge.

Insomma, la prioritaria finalità di tutela degli investitori della disciplina di settore non può e non deve trasformarsi in una indiscriminata legittimazione di condotte abusive, misconoscendo ipotesi di responsabilità dei partecipanti che agiscano *contra legem*. Occorre, piuttosto, rinvenire nell'ordinamento uno strumento che consenta alla Sgr danneggiata di far valere le sue ragioni contro i partecipanti al fine di ripristinare così l'ordine violato da condotte/atti illegittimi.

In quest'ottica, una soluzione sembra provenire dalla disciplina di diritto societario che, nell'ambito delle società di capitali, regola l'invalidità (nelle due forme della nullità e annullamento) delle delibere adottate dall'assemblea dei soci: si tratta, infatti, di una normativa che pone principi di ordine generale, come tale suscettibile di applicazione analogica a tutte quelle fattispecie aggregative che siano dotate di forza deliberativa vincolante ma per le quali il legislatore non si sia preoccupato di fornire una disciplina *ad hoc*.

Il ragionamento, peraltro, trova un appiglio sul piano sistematico nella normativa in tema di "patrimoni destinati ad uno specifico affare", senza che ciò implichi – si badi – alcuna rinuncia alla rilevata ontologica diversità dei fondi comuni di investimento sia

dalle società di capitali, sia dai patrimoni destinati. Qui, in particolare, la previsione di cui all'art. 2447 *octies* c.c.¹⁶⁵ attribuisce all'assemblea dei possessori degli strumenti finanziari emessi un potere di tipo deliberativo vincolante, disponendo, mediante il rinvio all'art. 2416 c.c., che le deliberazioni adottate “*sono impugnabili a norma degli articoli 2377 e 2379*” e, dunque, secondo le regole generali in tema di invalidità delle deliberazioni delle assemblee di società di capitali. La disciplina richiamata conferma, quindi, l'idea cui si è fatto cenno in precedenza e cioè che le norme che regolamentano l'invalidità delle delibere assembleari di società di capitali sono applicabili al di fuori del loro contesto di origine ed anche a prescindere dalla soggettività del centro di interessi da cui promana la volontà deliberativa.

Sulla scorta di quanto testé argomentato ed in via conclusiva, non v'è ragione per negare l'esportazione del modello generale anche alla fattispecie di delibere illegittimamente assunte dalle assemblee dei partecipanti ai fondi chiusi. La soluzione qui proposta consentirebbe, peraltro, di ovviare alle conseguenze negative di atti *contra legem* che, diversamente, continuerebbero ad avere vita nel sistema.

¹⁶⁵ In particolare, l'art. 2447 *octies* c.c. statuisce che “*Per ogni categoria di strumenti finanziari previsti dalla lettera e) del primo comma dell'articolo 2447 ter l'assemblea dei possessori delibera: 1) sulla nomina e sulla revoca dei rappresentanti comuni di ciascuna categoria, con funzione di controllo sul regolare andamento dello specifico affare, e sull'azione di responsabilità nei loro confronti; 2) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi dei possessori degli strumenti finanziari e sul rendiconto relativo; 3) sulle modificazioni dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari; 4) sulle controversie con la società e sulle relative transazioni e rinunce; 5) sugli altri oggetti di interesse comune a ciascuna categoria di strumenti finanziari. Alle assemblee speciali si applicano le disposizioni contenute negli articoli 2415, secondo, terzo, quarto e quinto comma, 2416 e 2419. Al rappresentante comune si applicano gli articoli 2417 e 2418*”. In particolare, la disposizione di cui all'art. 2416 c.c., a sua volta, prevede che “*... Le deliberazioni prese dall'assemblea degli obbligazionisti sono impugnabili a norma degli articoli 2377 e 2379. Le percentuali previste dall'articolo 2377 sono calcolate all'ammontare del prestito obbligazionario e alla circostanza che le obbligazioni siano quotate in mercati regolamentati. L'impugnazione è proposta innanzi al tribunale, nella cui giurisdizione la società ha sede, in contraddittorio del rappresentante degli obbligazionisti*”.

Conclusioni

A valle della disamina che precede, incompleta e sicuramente meritevole di approfondimenti, è opportuno svolgere un paio di riflessioni conclusive.

Le questioni che lo scenario del risparmio gestito presenta al giurista sono molteplici e complesse e non è pensabile abbandonare un così delicato ambito al solo dominio delle logiche del mercato.

Sul piano del metodo, si è dimostrato come il fenomeno dei fondi comuni di investimento e, più in generale, i fenomeni che promanano dai contesti di mercato, richiedano una tipologia di approccio che superi l'asettica trasposizione delle categorie dogmatiche di diritto privato al solo fine di verificarne o meno la compatibilità e, quindi, consentirne o impedirne l'applicazione all'esito della valutazione condotta. La prepotente invasività degli influssi commerciali contamina, infatti, le aree più "intime" del diritto privato, sottoponendo alla "prova di forza" anche i concetti primi di "soggettività giuridica" e "proprietà"; innanzi ad una siffatta realtà, il teorico del diritto è tenuto a non cedere alla seduzione di misconoscere quelle manifestazioni economiche che sembrano *prima facie* cagionare la "crisi esistenziale" dei dogmi della tradizione giuridica continentale, bensì ad impegnarsi in una ricostruzione delle fattispecie quanto più possibile aderente alla realtà sfruttando, a tal fine, la consapevolezza storica dell'esperienza giuridica.

Le categorie di diritto privato mantengono dunque sì la loro centralità ma in una modalità differente rispetto al passato: un'analisi che ambisca a cogliere l'essenza di un fenomeno eclettico e dinamico come quello dei fondi comuni di investimento e la relativa incidenza sistematica sul piano della fattispecie non può che passare da una valorizzazione dell'apporto storico-contenutistico delle categorie senza, tuttavia, cedere all'insidia di imbrigliare in scatole concettuali qualcosa che, per sua stessa natura ed a cagione della peculiare realtà di rapporti e di scopi sottesi, non si presta ad una rigida classificazione concettuale. Pur riconoscendo il contributo apportato dalla dogmatica tradizionale, non può sottacersi l'insufficienza metodologica di una tecnica che pretenda di ridurre la complessità di un fenomeno che non fa capo ad una persona fisica, bensì a una pluralità di centri di interessi ed a un complesso di beni, a una logica di sistema che declina il profilo di problematicità nei termini di una relazione "soggetto-patrimonio".

All'evidenza, una così rigida impostazione non riesce ad abbracciare tutti i modi di atteggiarsi di fenomeni giuridici di matrice economico-sociale.

E dunque, l'intero fenomeno gestorio è refrattario alle operazioni di "incasellamento sistematico" non perché si sta assistendo oggi ad una "crisi del diritto privato" quanto, piuttosto, perché così impone la diversa logica del mercato finanziario di cui il fenomeno esaminato vive e si nutre. Allora, è dovere del giurista di settore realmente interessato alla piena ed autentica comprensione di tali manifestazioni affrancarsi dalla logica dogmatica e porre il proprio sapere giuridico a servizio della realtà fenomenica, nella consapevolezza che un'attività giuridica che si limitasse alla sterile e meccanica applicazione delle categorie dogmatiche rischierebbe, nella concretezza della realtà dei fatti, di paralizzare l'operatività del fenomeno gestorio, rallentare la speditezza dei traffici commerciali e risultare, in ultima analisi, controproducente. Non si tratta di congetture ipotetiche, ma di una tesi che risulta confermata allorché si volga lo sguardo all'impianto argomentativo della analizzata pronuncia della Suprema Corte: la conclusione in quella sede raggiunta in merito alla natura dei fondi comuni di investimento riflette l'esito di un ragionamento che, più che essere settato sulla realtà sostanziale dei fondi comuni di investimento, è imposto dalle logiche di un ordinamento strutturato ed organizzato per categorie e finisce inevitabilmente col tradire lo spirito stesso dell'istituto e suggerire soluzioni operative che mal si attagliano alle esigenze di una commercialità in continuo divenire.

Occorre, quindi, che la funzione e lo scopo di investimento divengano criterio e guida del ragionamento del giurista in tutti i casi in cui la gestione di un patrimonio venga affidata ad un soggetto terzo rispetto agli originari titolari. Il che equivale a dire che, nella risoluzione di ogni problematica, il giurista è chiamato ad una previa valutazione della conformità della soluzione prescelta agli interessi di investimento dei risparmiatori verso cui si dirige l'attenzione tutelante del legislatore.

Così, in una realtà segnata dalla vivida tensione tra la concezione statica del patrimonio di garanzia e quella dinamica del patrimonio di impresa, la metodologia di indagine prescelta ha consentito, anzitutto, di superare la visione unitaria del patrimonio della teoria di Aubry e l'assioma della perfetta corrispondenza tra patrimonio e soggetto per approdare ad un nuovo concetto di patrimonio; un patrimonio che è in grado oggi di frazionarsi in funzione delle esigenze dei privati e che nel contesto relazionale rilevante

si sostituisce al soggetto per divenire l'unico punto di aggregazione dei beni in ragione dello scopo perseguito. Insomma, il patrimonio assume rilevanza non in relazione al titolare, bensì in quanto “funzione” di un'attività reddituale di tipo economico e il “vincolo di destinazione” impresso ai beni non fa che tradurre una connotazione eziologica in assetto disciplinare.

In quest'ottica - in accordo con il rinnovato approccio del legislatore che, nel moltiplicare le fattispecie di segmentazione patrimoniale, ha chiaramente abbracciato una prospettiva sempre più dinamica e flessibile - si è qui recuperata e valorizzata la dimensione del fondo quale “patrimonio autonomo” che ricostruito alla stregua, appunto, di un fenomeno di investimento è in grado, in quanto tale, di esercitare una significativa forza attrattiva sui beni ad esso destinati in ragione dell'attività stessa di investimento ed allo scopo perseguito di generare utilità a soddisfacimento degli interessi degli investitori; il tutto, senza la necessità di ricorrere all'*escamotage* della creazione di un nuovo schermo soggettivo per giustificare il meccanismo operativo. D'altra parte, merita osservare che, qualora il sistema non contemplasse una piena “equidistanza” del fondo dalla sfera dominicale del gestore e dei partecipanti, non si comprenderebbe l'opzione del legislatore a favore del sintagma “patrimonio autonomo”: per un verso, ove si supponesse l'acquisizione da parte del gestore della titolarità dei beni e dei rapporti facenti capo al fondo, rimarrebbe priva di significato la prevista segregazione del fondo dal patrimonio dei partecipanti e, per l'altro, la prospettata soggettivizzazione del fondo finirebbe inevitabilmente con il frustrare della funzione e l'istituzione stessa della società di gestione del risparmio che nell'amministrazione attiva del fondo trova il proprio oggetto sociale.

Sul piano dinamico della gestione e della circolazione della ricchezza, la segregazione patrimoniale diviene quindi un meccanismo tecnico che meglio di qualunque altro consente di “separare”, più che proprietà, sfere di rischio, offrendo ai risparmiatori lo strumento utile a reperire sul mercato la remunerazione per il rischio dell'investimento effettuato.

Sulla scorta di tali assunti, è stato possibile comprendere come il reale nodo problematico che si annida dietro il fenomeno dei fondi comuni di investimento non sia tanto cogliere “a chi appartiene” il fondo quanto, piuttosto, “in funzione di cosa” esiste il fondo e “quale sia lo scopo ultimo” di tale tipologia di investimento. Una volta assunta

tale prospettiva di indagine, si è proceduto a canalizzare nell'ottica della funzione e dello scopo ogni problematicità rilevante emersa nel corso dell'indagine, dalla ricostruzione dell'assetto delle relazioni che gravitano intorno al "fenomeno fondo" sino al regime delle responsabilità connesse allo svolgimento dell'attività gestoria.

Pare potersi osservare, conclusivamente, come in relazione al fenomeno in parola non sia propriamente corretto l'utilizzo della locuzione "crisi del diritto privato" cui si era fatto cenno in apertura; appare nettamente preferibile discutere oggi di una necessaria rimediazione in senso storico della funzione e del valore delle categorie nel moderno contesto economico-sociale: in questo senso, la reinterpretazione del ruolo dei modelli è la chiave che sola consente di ricondurre l'ordinamento ad unità, nella consapevolezza che non ogni elemento della realtà esterna è destinato a rimanere assorbito e conciliarsi perfettamente con il sistema. Del resto, è noto sin da tempi di Eraclito, l'unità è una dimensione pensabile proprio solo in relazione ad "elementi opposti" quale momento di sintesi dialettica della complessità del divenire giacché, ove non v'è molteplicità e discordia, non v'è *universo*.

Riferimenti bibliografici

ALCARO F., *Del mandato*, in *Dei singoli contratti*, a cura di D. Valentino, in Commentario del codice civile, diretto da E. GABRIELLI, Torino, 2011

ALCARO F., *Mandato e fiducia*, in *I patrimoni separati tra tradizione e innovazione*, Torino, 2007.

ANGELICI C., *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, (a cura di) P. Schlesinger, Milano, 2012.

ANGELICI C., *Discorsi di diritto societario*, in *Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code de commerce*, Milano, 2008.

ANGELICI C., *Società prima dell'iscrizione e responsabilità di «coloro che hanno agito»*, Milano, 1998.

ANGELONI C., *Il trust receipt nella prassi bancaria anglosassone*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1938, I.

ANNUNZIATA F., *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017.

ANNUNZIATA F., *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, Capriglione (a cura di), I, Padova, 2010.

ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010.

ARDITA. C.M. – GAZZETTA E., *Sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento: nota a sentenza n. 16605 Cass. civ. Sez. I, Sent., 15-07-2010*, in *Riv. di diritto banc. e fin.*, 2010.

ARDIZZONE L., *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle SICAF*, in *Riv. soc.*, 2016.

ARRIGO T. - CAVANNA S., *Convenzione dell'Aja sulla legge applicabile ai trusts ed al loro riconoscimento*, in *Comm. breve al cod.civ.- Leggi complem.*, Alpa G. - Zatti C. (a cura di), Padova, 1999.

ASCARELLI F., *I fondi comuni di investimento*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 2, XVI, 1985, 741 ss.

ASCARELLI F., *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1983, I.

ASCARELLI T., *L'Investment trust*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1954, I.

ATLANTE N. – CAVALAGLIO L., *I fondi speciali nel contratto di affidamento fiduciario previsti dalla legge "dopo di noi": una nuova ipotesi di patrimonio separato?*, in *Riv. Not.*, 2017.

AUBRY C. e RAU C., *Cours de droit civil français, d'après l'ouvrage de M. C.S. Zacharie*, Paris, 1917.

BALDINI G., *Il mandato: profili operativi, inadempienze e risarcimento dei danni*, Macerata, 2006.

BARALIS G., *Fondi Immobiliari e SGR: problemi di pubblicità immobiliare*, in *Riv. Notariato*, 2012.

BARBANTI S., *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2013.

BARNETT L., *The Regulation of Mutual Fund Boards of Directors: Financial Protection or Social Productivity?*, in *J. Law & Pol.*, 2008.

BARONCELLI S., *Art. 47*, in R. BIFULCO, A. CELOTTO, M. OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, vol. I, Torino, 2006.

BARRIÈRE F., *La legge che istituisce la fiducia: tra equilibrio e incoerenza in Trusts e attività fiduciarie*, 2008.

BARTOLI S., «*Riflessioni sul “nuovo” art. 2645-ter c.c. e sul rapporto fra negozio di destinazione di diritto interno e trust*», in *Giur. it.*, 2007.

BARTOLI S., *Il trust auto-dichiarato nella Convenzione de L'aja sui trust*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2005.

BARTOLI S., *Trust e fondi comuni d'investimento nella cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico*, in www.dircomm.it

BARTOLI S., *Il trust*, Milano, 2001.

BARTOLUCCI A., *Il contratto di partecipazione al fondo comune di investimento*, in *Quadrimestre*, 1984.

BASILE P., *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Rivista di diritto bancario*, I, 2017.

BAVETTA G., *Mandato (dir. Priv.)*, in *Enc. Dir.*, XXV, Milano, 1975.

BERLINGUER A., *Trust et fiducie en Italie*, in *Recueil Dalloz*, 2008.

BESSONE M., *Società di gestione del risparmio. Il regime normativo della Sgr e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2002.

BIANCA M., *Trustee e figure affini nel diritto italiano*, in *Riv. Not.*, 2009.

BIANCA M., *Atto negoziale di destinazione e separazione*, in *Atti di destinazione e trust*, Giuseppe Vettori (a cura di), Padova, 2008.

BIANCA M., *Il nuovo art 2645 ter c.c. Notazioni a margine di un provvedimento del giudice tavolare di Trieste*, in *Giust. Civ.*, 2006, II.

BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996.

BIGLIAZZI GERI L., *A proposito di patrimonio autonomo e separato*, in *Studi in onore di P. Rescigno*, vol. II, *Diritto privato*, Milano, 1998.

BIGLIAZZI GERIL., voce —*Patrimonio autonomo e separato*, in *Enc. Dir.*, vol. XXXII, Milano 1982.

BISOGLI G.B., *I modelli organizzativi della s.g.r. (società gestione risparmio) nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Società*, 1998.

BOGGIO L., *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili* in *Giur. It*, 2011.

BONNEAU V.T., *Droit bancaire*, Paris, 2013.

BORGIOLI A., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1983.

BORGIOLI A., *L'amministrazione delegata*, Firenze, 1982.

BRIOLINI F.- MIOLA M., *Commento all'art. 36*, in *Commentario al TUF*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002.

BRUTTI N., *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, in *Società*, 2011.

BULLO L., *Separazioni patrimoniali e trascrizione: nuove sfide per la pubblicità immobiliare*, in *Quaderni della Riv. dir. civile*, Padova, 2012.

BULLO L., *Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2545 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36, comma 6, del t.u.f.: quale modello di segregazione patrimoniale?*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I.

BUZZACCHI C., *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 cost. e funzioni della banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della repubblica e ordinamento dell'unione*, in *Costituzionalismo.it*, II, 2016.

CALICETI P., *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II.

CANDIAN A.D., *Fondo e fondi: itinerari paragiuridici tra gli usi linguistici*, in *Giur.*

comm., 1998.

CARBONE L., *Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari* (D.L. 25 gennaio 1992 n. 89). *Commentario*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1993.

CARNEVALI U., *Negozi fiduciario*, in *Enc. Treccani*, XX, Roma, 1990.

CAROTA L., *Il comitato ha, dunque, capacità immobiliare*, in *Contratto e impresa*, 1994, II.

CARRIÈRE P., *Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 41

CARRIÈRE P., *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. delle Soc.*, 2014.

CASELLA P. - RIMINI E., *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig. Comm.*, VI, 1991.

CASTELLANO G., *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento immobiliare*, in *Riv. soc.*

CASTRONOVO C., *Eclissi del diritto civile*, Milano, 2015.

CASTRONOVO C., *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Eur. dir. priv.*, 2011.

CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006; Id., *Ritorno all'obbligazione senza prestazione*, in *Eur. dir. priv.*, 2008.

CASTRONOVO C., *Trust e diritto civile italiano*, in *Vita Notar.*, 1998, I.

CASTRONOVO C., *L'obbligazione senza prestazione. Ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto, Scritti in onore di Luigi Mengoni*, I, Milano, 1995

CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione*, in *Enc giur. Treccani*, XXI, Roma, 1990

- CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in Jus, 1976; 79 s.; Id,
- CAVANNA S., *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato diretto da Rescigno*, XVI, I, II ed., Milano, 2008.
- CETRA A., *La persona giuridica amministratore*, Torino, 2013, 132.
- CIAN M., *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca, Borsa e tit. di cred.*, 2017.
- CICCHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2014.
- CHESHIRE G.C., *Il concetto del trust secondo la common law inglese*, Torino 1998.
- COASE R.H., *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, 1995.
- COLAIORI R., *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni d'investimento*, in *Riv. Not.*, 2014.
- COLAVOLPE A., *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. Priv.*, 2005.
- COLOMBO G.E., *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in AA. V.V., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, a cura di Colombo, Padova, 1967.
- COMPORTI C., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *La riforma delle società. Commentario al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, II, Torino, 2003.
- CONTALDI G., *Il trust nel diritto internazionale privato italiano*, Milano 2001.
- CORAPI E., *Gestione dei fondi alternativi e protezione dell'investitore nella direttiva 61/2011 (aifm)*, in R. Lener (a cura di), *Crisi dei mercati finanziari e corporate governance: poteri dei soci e tutela del risparmio*, Roma, 2014.

CORNACCHIA L., *Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza*, in *Giur. Comm.*, 2017.

CORRADO G., *L'investment trust nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1963, I.

COSSU M., *Contratti di gestione di portafogli di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, nel *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, Torino, 2011.

COSSU M., *Gestione di portafogli*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, 2010, Bologna.

COSTANTINO L., *Profili privatistici del project financing e gruppi di contratti*, in *Contr. impr.*, 2003.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2016.

COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I.

COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004.

COURETET A. - LE NABASQUE H. - COQUELET M. - PORACCHIA D. - RAYNOAUD A. - REYGROBELLET A. - ROBINE D., *Droit financier*, Paris, 2012.

DAMIANI M., *Impresa e corporate governance*, Roma, 2006.

D'AMBROSIO L., in S. Amorosino - C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, 2004.

DELL'ANNA P., *Patrimoni destinati e fondo patrimoniale*, Torino, 2009.

DELLA VECCHIA R., *D.M. n. 197/2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Le Società*, 2011.

DELLA VECCHIA R., *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, in *Le*

Società, 2010.

DETTORI S. – ZITO A., *Risparmio (tutela del)*, Milano, 2007

DESIDERIO M., «*Ucits III*»: *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e Sicav*, in *Dir. banc.*, 2004.

DI AMATO A., *I servizi di investimento in Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino, Milano, 2008.

DI MAJO A., *La responsabilità contrattuale*, Torino, 2012. DI

MAJO A., *Profili della Responsabilità civile*, 2011.

DI NELLA L., *Mercato e autonomia contrattuale nell'ordinamento comunitario*, Napoli, 2003.

DI SABATO F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Le Società*, 2002.

DORIA G., *Il patrimonio finalizzato*, in *Riv. dir. civ.*, 2007.

DURANTE V., voce —*Patrimonio (dir. civ.)*”, in *Enc. giur.*, XXII, 1990, 1.

EASTERBROOK F.H. – FISCHER D.R., *L'economia delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1996.

EMERICH V.Y., *Les fondements conceptuels de la fiducie française face au trust de la common law: entre droits des contrats et droits des biens*, in *Rev. intern. dr. comp.*, 2009.

ENRIQUES L. - HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in R. Kraakman - J. Armour - P. Davies - L. Enriques - H. Hansmann - G. Hertig - K. Hopt - H. Kanda - E. Rock, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009.

FALCONE G., *Patrimoni “destinati” e finanziamenti “dedicati”: la posizione dei creditori e le prospettive concorsuali*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2005.

FALZEA A., *Introduzione e considerazioni conclusive*, in *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003.

FALZEA A., *Il soggetto nel sistema dei fenomeni giuridici*, Milano, 1939.

FANTETTI F., *Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento*, in *Resp. civ.*, 2011.

FAUCEGLIA G., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fallimento*, 2003.

FERRARA F., *Trattato di diritto civile*, Roma, 1921.

FERRARINI G., *La riforma dei mercati finanziari e il testo unico in AA.VV.*, in “*La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al testo unico della finanza*”, a cura di Ferrarini e Marchetti, Roma, 1998.

FERRI G. jr., *Patrimonio e gestione - Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I.

FERRO-LUZZI P., *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. delle società*, 2012.

FERRO - LUZZI P., *Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2003.

FERRO-LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I.

FERRO LUZZI P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. società*, 2002. FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Roma, 1970.

FLANNIGAN R., *Fiduciary and Contractual Accountability*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, (a cura di) E. Ginevra, Milano, 2012.

FLEISCHER H. - SCHMOLKE K., *Klumpenrisiken im Bankaufsichts, Investment- und Aktienrecht*, in 173 ZHR (2009).

FORTUNATO S., *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, *Banca borsa e tit.*

cred., 2009, II.

FRANCESCHELLI R., *Il «trust» nel diritto inglese*, Padova, 1935.

GABRIELE P., *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in *Giur. Comm.* 2010.

GAGGERO P. e TRICOLI G., *Appunti sui fondi pensione*, in *Assicurazioni*, 1997, I.

GAGGERO P., *L'inefficienza della regola sulla separazione dei patrimoni dei clienti nella disciplina relativa ai servizi di investimento*, in AA.VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998.

GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, I, Padova, 2014.

GALGANO F., *La fiducia e il trust*, in *Atlante di diritto privato comparato*, a cura di Galgano, Bologna, 2011.

GALGANO F., *Sull'ammissibilità di una fondazione non riconosciuta*, in *Riv. dir. civ.*, 1963, II.

GAMBARO A., *Segregazione e unità del patrimonio*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000.

GAMBARO A., *Il trust in Italia. Convenzione relativa alla legge sui trusts ed al loro riconoscimento, Commentario*, Gambaro, Giardina e Ponzanelli (a cura di), in *Le nuove leggi civ. commentate*, 1993.

GANDINI C., *Partecipazione a fondi comune di investimento e certificato «cumulativo»*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1996, I.

GANDINI C., *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1989.

GAZZONI F., *La trascrizione degli atti e delle sentenze*, in *Trattato della trascrizione a cura di E. Gabrielli e F. Gazzoni*, Torino, 2012.

GEMMA A., *Destinazione e finanziamento*, G. Giappichelli Editore, Torino 2005.

- GENNARI F., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Padova, 2005.
- GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991.
- GENTILONI SILVERI F., *Patrimoni costituiti con prevalente apporto di terzi*, in *Giur. Comm.*, 2016.
- GENTILONI SILVERI F., *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II.
- GHIGI C., *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011.
- GIANNELLI G., *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2004.
- GIUDICI P., *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, in *Le società*, 2015.
- GRAZIADEI M., *Voce Mandato*, in *Dig. disc. priv., sez. civ., XI*, Torino, 1994.
- GRAZIADEI M., *Proprietà fiduciaria e proprietà del mandatario*, in *Quadrimestre*, 1990, I.
- GRAZIADEI M., *Diritti nell'interesse altrui. Undisclosed agency e trust nell'esperienza giuridica inglese*, Trento, 1995.
- GUELLA E., *Il Carattere Autonomo Degli Obblighi Di Protezione Nei Sistemi Italiano e Tedesco*, in *ZERP*, 2016.
- Le Ricadute Sulla Struttura Del Rapporto Obbligatorio e Sulla Qualificazione Della Responsabilità
- GUIZZI F., *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, n. 2-3-4/2005.

GUIZZI G., *Mala gestio dello specifico affare e del patrimonio destinato e responsabilità degli amministratori. Profili sistematici*, in Riv. dir. comm., 2008, I.

GUIZZI G., *Patrimoni separati e gruppi di società. Articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio. Due tecniche a confronto*, in Riv. dir. comm., 2003.

GUFFANTIE. – SANNA P., *Le quote dei fondi comuni di investimento*, in Dir. Merc. Fin., 2017.

IRTI N., *L'età della decodificazione*, 4a ed., Milano, 1999.

IRTI N., *Proprietà e impresa*, Napoli, 1965.

JAEGER P.G., *Sui fondi comuni d'investimento*, in Riv. Soc., 1969.

JANNARELLI A., *Brevi note a proposito di "soggetto giuridico" e di "patrimoni separati"*, in Riv. trim. dir. proc. civ., fasc. 4, 2009.

JENSEN M.C.- MECKLING W.H., *Ownership and Control*, 1976.

LAMANDINI M., *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria. Prime note sul d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in Riv. società, 2003.

LAMBO L., *Obblighi di protezione*, Padova, 2007.

LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma*, in I Contratti, 2011.

LAROMA JEZZI P., *La fiscalità dei trust aspettando il "trust di diritto italiano"*, in Riv. dir. Trib., 2012.

LAU M., *The Economic Structure of Trusts: Towards a Property-based Approach*, Oxford, 2011.

LEFEBVRE F., *La fiducie, mode d'emploi, dossiers pratiques*, 2007.

LEMMA V., *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione*

collettiva del risparmio, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2011, II.

LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni di investimento*, in *Foro it.*, 1985, V.

LENER R., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente, I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno – E. Gabrielli, Torino, 2011.

LENER R., *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L'attuazione della MiFid in Italia*, a cura D'APICE, Bologna, 2010.

LENER R., *Il conflitto di interessi nella gestione di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2007, I.

LENOCI V., *Comitati e acquisti immobiliari*, in *Foro.it*, 1995.

LENZI R., *I patrimoni destinati, costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. notariato*, 2003, I.

LENER R., *Le società di gestione del risparmio - Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in *Banca impr. società*, 1999.

LENER R., *La circolazione del modello del «trust» nel diritto continentale del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1989.

LENER R., *Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario*, in *Foro it.*, 1989, IV.

LENER R., *Commento all'art. 3, l. n. 77 del 1983*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984.

LENER R. - PETRONZIO C., *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm. e del dir. in gen. delle obblig.*, 2014.

LIBONATI B., *Scritti Giuridici*, II, Milano, 2013.

LIBONATI B., *Commento alla legge n. 77/1983 sub art. 12*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1984.

LIBONATI B., *Holding ed investment trust*, Milano, 1967.

LIPARI N., *Spunti problematici in tema di soggettività*, in *La civilistica italiana dagli anni '50 ad oggi tra crisi dogmatica e riforme legislative* (Venezia 23-26 giugno 1988), Padova, 1991.

LOMNIKA E., *Collective Investment Schemes*, in *Financial Services Law*, (a cura di) G. Walker - R. Purves - M. Blair, Oxford, 2014.

LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011.

LUCHINI GUASTELLA E., *In tema di responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2011.

LUMINOSO A., *Rappresentanza e mandato a confronto*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, 742;

LUMINOSO A., *Il mandato*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, IV, Torino, 2007.

LUMINOSO A., *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 1984.

LUPOI M., *Si fa presto a dire "Trust"*, in *Riv. trim. di dir. e proc. Civ.*, 2017.

LUPOI M., *Trusts*, Milano, Giuffré, 2001.

LUPOI M., *Lettera a un notaio conoscitore dei trusts*, in *Riv. Not.*, 2001.

LUPOI M., *Riflessioni comparatistiche sui trusts*, in *Eur. e Dir. Priv.*, 1998.

LUPOI M., in *Aa.Vv.*, *I trusts in Italia oggi*, a cura di I. Beneventi, Milano, 1996.

LUPOI M., *La sfida dei trusts in Italia*, in *Corr.Giur.*, 1995.

LUPOI M., *Il trust nell'ordinamento giuridico italiano dopo la Convenzione dell'Aja del 1° luglio 1985*, in *Vita Not.*, 1992.

MANES P., *Trust e art. 2740 c.c.: un problema finalmente risolto*, in *Contratto e impresa*, 2002.

MANES P., *La segregazione patrimoniale nelle operazioni finanziarie*, in *Contr. e impr.*, 2001.

MAGNO D., *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in *I contratti del mercato finanziario 2*, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, Torino, 2011.

MARANO G., *I patrimoni destinati in una prospettiva di analisi giuseconomica*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Roma, 2004.

MARCHESI M., *I fondi pensione*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011.

MARCHETTI G., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio*, in *Nuova Giurisprudenza civile commentata*, 2012.

MARCOZ C.A., *Il trust in Francia: prime osservazioni sulla legge francese istitutiva della "fiducia"*, *Studio del Consiglio nazionale del notariato*, 2008.

MAZZAMUTO S., *La responsabilità contrattuale nella prospettiva europea*, Torino, 2015.

MAZZAMUTO S., *Il contratto di diritto europeo*, Torino, 2012.

MAZZAMUTO S., *Rimedi specifici e responsabilità*, Perugia, 2011.

MAZZAMUTO S., *Il mobbing*, Milano, 2004.

MAZZAMUTO S., *Una rilettura del mobbing: obbligo di protezione e condotte plurime d'inadempimento*, in *Eur. dir. priv.*, 2003.

MEO G., *Azione "comune" e azione "individuale" contro amministratori e sindaci di società di gestione del risparmio di fondi comuni mobiliari*, in *Riv. dir. comm.*, 1986, I.

MERUZZI G., *Responsabilità da contatto, culpa in contraendo e dintorni: il caso Sai-Fondiarica-Mediobanca tra vecchi pregiudizi e nuove prospettive*, *Giur. Merito*, 2007, 2, 2578.

MINERVINI G., *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Tratt. Dir. Civ.*, Vassalli, Torino, 1952.

MIOLA M., *Commento sub art. 36, Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da Campobasso, I, Torino, 2002.

MIOLA M., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I.

MÖLLERS T., *Das Haftungssystem des KAGB*, in *Das neue Kapitalanlagegesetzbuch*, a cura di T. MÖLLERS - A. KLOYER, München, 2013.

MONTALENTI P., *Riflessioni in tema di persona giuridica*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999.

MOSCATI E., *I rimedi contrattuali a favore dei terzi*, in *Riv. dir. civ.*, 2003.

NIGRO A., voce "*Investment trust*", in *Enc. Dir.*, XXII, Milano, 1972.

NUZZO M., *Il principio di indivisibilità del patrimonio*, in *Le nuove forme di organizzazione del patrimonio* (a cura di G. DORIA), Torino, 2010.

ORESTANO R., «*Persona*» e «*persone giuridiche*» nell'età moderna, in *Persone giuridiche e storia del diritto*, Torino, 2004.

ORESTANO R., *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto*, in *Azione. Diritti Soggettivi. Persone giuridiche*, Bologna, 1978.

- PADOA SCHIOPPA T., *Sistema finanziario e regolazione*, in *Banca d'Italia*, Boll. Econ, 1988
- PALERMO G., *Ammissibilità e disciplina del negozio di destinazione*, in *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003.
- PALERMO G., *Contributo allo studio del trust e dei negozi di destinazione disciplinati dal diritto italiano*, in *Riv. dir. comm.* 2001.
- PALERMO G., *Autonomia negoziale e fiducia (breve saggio sulla libertà delle forme)*, in *Riv. giur. sarda*, 1999.
- PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I.
- PAPPADA' D., *L'emulazione del trust in Francia*, in www.comparazionedirittocivile.com.
- PARTISANI R., *I patrimoni separati: l'inopponibilità del vincolo di destinazione alle obbligazioni da fatto illecito*, in *Resp. civ.*, 2005.
- PESCATORE G., *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008.
- PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004.
- PIRAINO F., *Adempimento e responsabilità contrattuale*, Napoli, 2011.
- PROSPERETTI M. - COLAVOLPE A., *I gestori del risparmio non bancari e i canali di distribuzione*, Ipsoa, 2012.
- PUGLIATTI S., *Il rapporto di gestione sottostante alla rappresentanza*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965.
- PUGLIATTI S., *Gli istituti del diritto civile*, I, Milano, 1943.
- PUGLIATTI S., *La proprietà e le proprietà*, in *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, 1954.

- PURPURA L., *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, (a cura di) E. Ginevra, Milano, 2012.
- PUTTI P., *Negozi fiduciario*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, Torino, 2003.
- RACUGNO G., *SGR e contabilità del fondo*, in *Giur. comm.* 2016.
- RAGAZZINI L., *Trust "interno" e ordinamento giuridico italiano*, in *Riv. not.*, 1999.
- RENZULLI V. - TUCCI A., *I fondi comuni d'investimento*, in Lener (a cura di), *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, Torino, 2011.
- RESCIGNO P., *Enti di fatto e persona giuridica*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 11-12, 1982-3, II.
- RESCIGNO P., *Il patrimonio separato nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in AA.VV., *I fondi comuni di investimento nella legge 77/1983*, Firenze, 1985.
- RINALDI C., *Il riconoscimento del trust e i poteri del giudice: primi sforzi della giurisprudenza di legittimità*, in *Giust. Civ.*, 2011.
- ROPPO E., voce «*Responsabilità patrimoniale*», in *Enc. del dir.*, vol. XXXIX, s.d., Milano, 1988.
- ROPPO E., *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1986.
- ROPPO E., *Par condicio creditorum sulla posizione e sul ruolo del principio di cui all'art. 2741 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1981, I. 194
- RORDORF R., *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur comm.*, 2011.
- SABATELLI E., *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995.
- SACCO R. - DE NOVA G., *Il contratto*, Torino, 2004, II.

- SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001.
- SANDRELLI G., *Raccolta di capitali e attività di investimento. note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. Soc.*, 2015.
- SANGIOVANNI V., *Il contratto di gestione di portafogli*, in *Riv.dir. banc.*, 2013.
- SANSONE R., *La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?*, in *Società*, 2011.
- SANTAGATA R., *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, Torino, Giappichelli, 2008.
- SANTANGELO A., *L'investment trust: profili e strutture comparate*, in *Dir. fall.*, 1982, I.
- SANTORO - PASSARELLI F., *Istituzioni di diritto civile*, I, Napoli, 1945.
- SANTORO-PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, 9a ed., rist., Napoli, 1986.
- SARACENO M., *Le clausole regolative dei rapporti intergestori*, in *Fondazione italiana del notariato*.
- SARCINELLI M., *La Costituzione italiana e la moneta: un incontro mancato*, in *Rivista di Politica Economica*, 2006.
- SCANO A.D., *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011.
- SCHIAVELLO E., *Disposizioni di recepimento della direttiva AIFM*, in *SFEF*, 2014.
- SCHIAVELLO E., *La natura giuridica dei fondi comuni di investimento in una recente sentenza della Cassazione*, in *SFEF*, 2011.
- SCODITTI E., *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario*

finanziario e le sezioni unite, in *Foro.it*, 2008.

SCODITTI E., *Dal contatto sociale all'imputabilità dell'atto illecito: l'obbligazione senza prestazione nell'esperienza giurisprudenziale*, Relazione per l'Incontro di studio sul tema "Illecito aquiliano e ingiustizia del danno", Roma 29- 30 maggio 2008, Consiglio Superiore della Magistratura.

SEMINARA L., *Natura giuridica dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, 2016.

SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000.

SERIO M., *Il nucleo delle situazioni possessorie nel diritto inglese*, in *Eur. e Dir. Priv.*, 2017.

SIGNORELLI F., *La gestione individuale e collettiva del risparmio. Gli intermediari finanziari non bancari*, in *Manuale del mercato mobiliare* (a cura di F. Iudica), Torino, 2012.

SMORTO G., *Reputazione, fiducia e mercati*, in *Eur. e dir. Priv.*, 2016.

SODA A.P., *Commento sub art. 36*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998.

SMITH L., in *Commercial trusts in European Private Law*, (a cura di) M. Graziadei - U. Mattei - L. Smith, Cambridge, 2005.

SPADA O., *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002.

SPADAFORA N. – SCARPA D., *Patrimonio destinato e tutela dei creditori sociali e particolari nelle società di capitali*, in *Riv. dir. Banc.*, 2013.

SPOLAORE P., *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015.

STELLA RICHTER M. Jr, *La governance delle società di gestione del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2009.

STELLA RICHTER M. Jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I.

TAMBURRINO G., *Persone giuridiche. Associazioni riconosciute. Comitati*, in *Giur. sist. civ. e comm.* diretta da Bigiavi, Torino, 1997.

TONDO S., *Ambientazione del trust nel nostro ordinamento e controllo notarile sul trustee*, in I. Beneventi (a cura di), *I trusts in Italia oggi*, Milano, 1996.

TONDO S., *Riconoscimento del trust nel nostro ordinamento*, in Aa.Vv., *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano, 1991.

TONELLI E., *Le società di gestione del risparmio*, in A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999.

TORRONI A., *Vincoli di destinazione ex art. 2645-ter c.c.: un tentativo d'inquadramento sistematico con lo sguardo rivolto al codice civile*, Relazione al Consiglio Notarile di Bologna presso la Scuola di Notariato Rolandino Passaggeri di Bologna il 26 novembre 2012.

TRIMARCHI V.M., voce «*Patrimonio (nozione generale)*», in *Enc. del dir.*, XXXII, Milano, 1982.

TUCCIA A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2007, II.

TUCCI A., —*Servizio*” e “*contratto*” nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, Torino, 2011.

TUCCI A., voce *Fondo comune di investimento*, in *Diritto commerciale*, a cura di N. Abriani, *Dizionari del diritto privato*, Milano, 2011.

UGOLINI S., *Il trust e la nuova legge francese sulla fiducie*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2008.

URBANI F., *L'autonomia patrimoniale dei fondi comuni d'investimento: un (possibile) revirement giurisprudenziale*, in *Banca e finanza*, 2016.

VELLA F., *Le Autorità di vigilanza: non è solo questione di architetture*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2007, 2.

VELLA F. - GHETTI R., *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2016.

VENOSTA F., *Prestazioni non dovute, "contatto sociale" e doveri di protezione "autonomi"*, in *Eur. e Dir. Priv.*, 2014.

VISENTINI G., *Riflessioni in tema di fondi comuni di investimento con riferimento al disegno di legge governativo*, in *Riv. soc.*, 1969.

VOLPE PUTZOLU G., *Fattispecie di "separazione patrimoniale" nell'attuale quadro normativo*, in M. Bianca (a cura di), *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione. L'art. 2645 ter del codice civile*, Milano, 2007.

VON SAVIGNY F.C., *Sistema del diritto romano attuale*, trad. it. di Vittorio Scialoja, I, Torino, 1886.

WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in Benazzo-Patriarca-Presti (a cura di), *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, Milano, 2003.

ZACCARIA A., *«Diritti soggettivi senza soggetto» e soggettività giuridica*, in *Studium iuris*, 1996.

ZACCHEO M., *Gestione fiduciaria e disposizione del diritto*, Milano, 199.

ZACHARIE, *Handbuch des Französischen Civilrechts*, Heidelberg, 1827.

ZATTI P.,
Persona giuridica e soggettività, Padova, 1975.

ZETZSCHE D., *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen, 2015. ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni*

separati della società per azioni, in Riv. dir. civ., 2002.

ZOPPINI A., *Le fondazioni. Dalla tipicità alle tipologie*, Napoli, 1995.