

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2017

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE SCIENTIFICA**

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,  
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,  
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO  
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO  
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO  
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA  
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA  
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,  
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,  
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA  
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

## **DIREZIONE ESECUTIVA**

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,  
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA  
SEMERARO

## **COMITATO EDITORIALE**

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,  
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,  
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA  
STANCA

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

## **La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano**

I. Il dibattito sorto attorno alla soggettività dei fondi comuni di investimento, vero e proprio nodo gordiano, rappresenta assieme ai profili connessi alla responsabilità civile del gestore nei confronti degli investitori<sup>1</sup>, alle modalità di gestione della crisi per incapacienza<sup>2</sup> e, da ultimo, alla qualificazione definitiva degli OICR e al relativo perimetro della riserva di attività<sup>3</sup> uno dei temi di maggiore interesse, non solo scientifico, della complessiva disciplina della gestione collettiva del risparmio.

Il Tribunale di Milano, Sezione specializzata in materia di impresa B (Relatore Mambriani), con sentenza n. 7232/2016 (R.G. 19175/2012), pubblicata il 10 giugno 2016 ha per ultimo affrontato, in via incidentale, la questione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento, esprimendo un orientamento che si discosta nettamente,

---

<sup>1</sup> MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in I Contratti del mercato finanziario (Lener, Gabrielli), 2011, Milano; SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in Rivista delle Società, fasc. 6, 2015, pag. 1138; GIUDICI, *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio (D'Apice), Bologna, 2016.

<sup>2</sup> BONFATTI, *La disciplina particolare della liquidazione coatta amministrativa delle SGR. La liquidazione giudiziale del fondo o del comparto insolvente.*, in Rivista Diritto Bancario, *dirittobancario.it*, 25, 2013; CARRIERE, *Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa*, in il Fallimento, fasc. 6, 2014, pag. 617; FERRI jr, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio (D'Apice), Bologna, 2016.

<sup>3</sup> 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 Rivista delle Società fasc. 2-3, 2015, pag. 387; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, ottava edizione, Torino, 2015; LENER-PETRONZIO, *I gestori di diritto italiano e la riserva di attività*, Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio (D'Apice), Bologna, 2016.

*prima facie*, dalla posizione assunta dalla Suprema Corte di Cassazione nel noto *leading case* n. 16605 del 2010.

Il parterre dei vari filoni interpretativi offerto, in particolare, dalla dottrina spazia dalla concezione dei fondi comuni come soggetti di diritto non personificati titolari del patrimonio gestito in monte<sup>4</sup>, alla tesi della comproprietà<sup>5</sup>, alla proprietà-funzione o proprietà-ufficio della SGR<sup>6</sup>, al fondo comune quale patrimonio separato della SGR<sup>7</sup>, alla teoria del complesso di beni funzionalmente collegati oggetto, e non già “soggetto” dell’attività<sup>8</sup>.

Se il novero delle posizioni della dottrina è ampio ed eterogeneo, in ambito giurisprudenziale non si sono registrate pronunce di rilievo sino alla *sentenza pilota* della Corte di Cassazione n. 16605/2010. In detta sede, la Corte ha stabilito che “i fondi comuni di 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 del fondo, l’immobile acquistato deve essere intestato legalmente alla suindicata società di gestione”.

Questo orientamento ha riscontrato una netta opposizione da parte dei commentatori<sup>9</sup>, schierati in maniera quasi del tutto uniforme -

---

<sup>4</sup> COSTI, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell’ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Rivista delle Società*, 1968, pag. 266.

<sup>5</sup> ASCARELLI, *Investment trust*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1951, fasc. I, pag. 178; LIBONATI,  *Holding e Investment trust*, Milano, 1959, pag. 541; FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, pag. 86.

<sup>6</sup> COLOMBO, *L’introduzione dell’investment trust in Italia*, in AA.VV., *L’investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, pag. 286; JAEGER, *Sui fondi comuni di investimento*, in *Rivista delle Società*, 1969, pag. 1118; CASTELLANO, *Per una qualificazione giuridica dei fondi d’investimento mobiliare*, in *Rivista delle Società*, 1969, pag. 1150.

<sup>7</sup> GENTILE, *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, pag. 116.

<sup>8</sup> FERRI jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1992, I, pag. 67.

<sup>9</sup> LAMORGESE, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica*, in *I Contratti*, 2011, pag. 27; LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, pag. 423; GENTILONI SILVERI, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e*

seppur con argomentazioni variegata sia di carattere sistematico, sia pratico - contro l'impostazione proposta, in una prospettiva, per la verità, più che altro demolitoria e non già propositiva ovvero risolutiva. La soluzione offerta dalla Corte di Cassazione, anche se mai contestata sotto il profilo del risultato sostanziale raggiunto nel caso di specie (con riguardo alle specifiche forme della pubblicità), non sembra aver convinto sul piano del metodo e dell'iter argomentativo, nonché, in particolare, su quello puramente applicativo. Numerosi sono, infatti, i risvolti e le implicazioni, anche di natura pratica, della tesi della carenza di soggettività in capo ai fondi comuni, a partire dalle modalità di trascrizione presso i pubblici registri dei trasferimenti immobiliari in favore del fondo, agli effetti connessi a particolari operazioni come le operazioni inter-fondi o la sostituzione del gestore, sino alle conseguenze applicative di alcune discipline come quella della crisi o delle offerte pubbliche di acquisto.

Il legislatore, dal canto suo, è più volte intervenuto sulla materia al fine di meglio delineare il regime applicabile ai fondi comuni di investimento. Al riguardo, possono essere citati l'integrazione al comma 6 dell'art. 36, d.lgs. 58/98 ("TUF"), intervenuta in corrispondenza della pronuncia della Corte di Cassazione, ad opera del d.l. 78/2010, convertito in l. 122/2010, e la successiva introduzione del comma 6-*bis* all'art. 57 TUF, in forza del d.lgs. 47/2012. Con il primo provvedimento è stata ribadita la limitazione della responsabilità del fondo per le obbligazioni sue proprie, mentre il secondo ha esteso la disciplina della crisi ai fondi comuni di

---

*legislazione*, in Banca, borsa e titoli di credito, 2011, II, pag. 432; SCANO, *Fondi comuni immobiliare e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in Giurisprudenza Commerciale, fasc. 5, 2011, pag. 1133; GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in Giurisprudenza Commerciale, fasc. 5, 2011, pag. 1146; 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, pag. 751; CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in Rivista di diritto civile, 2012, II, pag. 219; PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 90-2012/I; BARBANTI SILVA, *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni d'investimento*, in Rivista Diritto Bancario, dirittobancario.it, 9, 2013; COLAIORI, *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in Rivista del Notariato, fasc. 1, 2014, pag. 11.

investimento, con ciò confermando una certa tendenza alla soggettivizzazione del fondo comune, quanto meno sotto il profilo squisitamente patrimoniale.

Ciononostante, all'indomani della sentenza n. 16605/2010 le Corti di merito si sono attenute all'indirizzo tracciato dalla Corte di Cassazione, uniformandosi, in via generale e senza significative variazioni, allo spartito che fa del fondo comune di investimento un patrimonio separato della società di gestione del risparmio<sup>10</sup>.

Il quadro riepilogativo sin qui sinteticamente delineato culmina (ma non si concluderà di certo allo stato attuale dei fatti) con la sopra citata sentenza del Tribunale di Milano. La pronuncia presenta molteplici profili meritevoli di approfondimento, più o meno direttamente connessi alla disciplina di riferimento e al tema della natura giuridica dei fondi. Fra tutti, appaiono di particolare interesse, le questioni relative all'inquadramento delle vicende circolatorie dei beni *di pertinenza* dei fondi comuni di investimento, anche in presenza di eventi *sui generis* come la sostituzione - coatta o volontaria - del gestore, il parallelismo tra la fattispecie "fondo comune" e gli effetti dell'intestazione fiduciaria, in termini di scissione fra titolarità sostanziale e formale del diritto di proprietà, o il coordinamento di siffatta situazione con concetti quali il *controllo*. Non è questa, tuttavia, la sede per una disamina esaustiva e puntuale sull'insieme dei temi *satellite* affrontati dal giudice meneghino.

L'obiettivo di queste brevi note è di proporre alcune riflessioni critiche sui complessivi termini del dibattito. La sentenza in commento si pone, infatti, in un'articolata posizione dialettica rispetto all'orientamento espresso dalla Corte di Cassazione, nella quale sembrano coesistere tanto una prospettiva *evolutiva* quanto il secco abbandono della precedente tesi. L'impressione è che anche il Tribunale di Milano persista, seppur in parte, nella logomachia<sup>11</sup>,

---

<sup>10</sup> Tribunale di Rovigo, sez. distaccata di Adria, ord. 21 ottobre 2010, con nota di SANSONE, in *Le Società*, fasc. 9, 2011, pag. 1057; Corte d'Appello di Venezia, decr. 1 marzo 2012, con nota di MARCHETTI, in *NGCC*, *Intermediazione finanziaria*, 2012, Parte Prima, pag. 812; *Comm. Trib. Lombardia Milano* del 4 maggio 2011.

<sup>11</sup> Riferimento a Paresce, *Dogmatica giuridica*, in *Enc. dir.*, XIII, Milano, 1964, pag. 694, riportato da SCANO, *Fondi comini immobiliare e imputazione degli effetti*

affrontando soltanto timidamente il fulcro della questione, e cioè se sia di qualche concreta utilità riproporre un percorso interpretativo che conduce ad affermare (o ad escludere) l'esistenza di una soggettività propria dei fondi e la sua correttezza ontologica. Appare preferibile, da questo punto di vista, l'abbandono di qualsiasi dogmatismo e l'impiego di un differente metodo risolutivo che guardi al regime legale e alla funzionalità dell'interpretazione e del suo stesso approdo, finale o parziale che sia, alla disciplina della gestione collettiva in un'ottica di sistema, piuttosto che alla coerenza con un articolato di (oramai obsoleti) postulati.

II. La Suprema Corte ha posto al centro delle argomentazioni formulate ai fini della risoluzione del caso sottoposto al suo esame - concernente l'imputazione del trasferimento della proprietà di un bene immobile acquistato nell'ambito di una vendita all'incanto da parte di una SGR per conto di un fondo - l'*autonoma soggettività giuridica del fondo d'investimento* (altresì indicata come "individuazione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento").

Nel richiamare il dettato dell'allora vigente art. 36, comma 6, TUF la Corte di Cassazione ha rilevato come i fenomeni di destinazione di un dato patrimonio ad uno specifico scopo e di sottrazione al regime generale di responsabilità di cui all'art. 2740 cod. civ. non siano infrequenti nel nostro ordinamento, seppur con la precisazione che nel caso dei patrimoni destinati *ex art. 2447-bis* (introdotti con il d.lgs. 6/2003) e dei veicoli di cartolarizzazione introdotti con l. 130/1999 "il patrimonio separato (o destinato) sia pur sempre da ricondurre alla titolarità del soggetto dal quale esso promana [...]. Ogni attività negoziale o processuale posta in essere nell'interesse del patrimonio separato non può, perciò, che essere espletata in nome del soggetto che di esso è titolare, pur se con l'obbligo di imputarne gli effetti a quello specifico ben distinto patrimonio".

La questione è chiaramente affrontata anzitutto in termini di *separazione* di una o più frazioni di un medesimo patrimonio riconducibile ad un dato e unico soggetto, la cui responsabilità è limitata alla consistenza di ciascuna di esse. Rilevano, in secondo

---

*dell'attività di investimento*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 5, 2011, pag. 1133.

luogo, le conseguenze di tale separazione, riferibili essenzialmente all'imputazione sotto il profilo patrimoniale di situazioni e rapporti giuridici alla *frazione* e non al tutto, ferma restando la *rappresentanza* sostanziale e processuale unitaria in capo, per questioni di soggettività, al titolare di quei distinti patrimoni.

Se ci si fosse fermati a questi semplici e lineari elementi, il percorso interpretativo della Corte di Cassazione non avrebbe quasi certamente provocato i paradossi applicativi che si sono, invece, registrati nel corso degli anni successivi, come da ultimo dimostrato dalla vertenza decisa dal Tribunale di Milano.

La soggettività inizialmente adombrata dalla Corte di Cassazione parrebbe infatti attenere alla capacità d'agire di una determinata entità patrimonialmente tangibile, e non già alla sua idoneità a costituire legittimo centro di imputazione di rapporti giuridici e, perciò stesso, titolare di obblighi e diritti (trattasi, in tal caso, della capacità giuridica dell'entità, anche sul piano processuale). Da questo angolo visuale risulta indifferente che il fondo comune di investimento sia *autonomo* centro di imputazione, ovvero un (non autonomo) centro di imputazione per mezzo di altro soggetto. Ed è il regime patrimoniale fissato dalla legge - come conferma, indirettamente, la stessa sentenza della Cassazione - a determinare che gli effetti dell'azione del gestore, posta in essere per conto di un distinto e separato compendio patrimoniale (pertanto autonomo), siano imputabili a quello specifico "sacco di denaro"<sup>12</sup>. A poco, pertanto, serve conoscere a chi compete la titolarità del compendio patrimoniale.

D'altronde, che gli effetti dell'attività di gestione del fondo comune di investimento siano inequivocabilmente imputabili - sotto il profilo patrimoniale - al medesimo fondo, i cui beni costituiscono la sola e unica fonte per il soddisfacimento dei creditori dello stesso, e ciò a prescindere dalla soggettività, si rinveniva già mediante una interpretazione sistematica di alcuni elementi contenuti nel D.M. 228/1999 e del provvedimento della Banca d'Italia in materia di

---

<sup>12</sup> Locuzione di GIDE, *Principii di economia politica*, tr. it., Milano, 1924, 168, ripresa da PORTALE, *I conferimenti in natura «atipici» nella S.p.A.*, Milano, 1974, pag. 27, e riportata da SCANO, *Fondi comini immobiliare e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 5, 2011, pag. 1133.

gestione collettiva del risparmio, oltre che dal regime di cui all'art. 36, comma 6, TUF.

A favore di questa impostazione depone anche la teoria, sostenuta da più parti, della rilevanza dello scopo in funzione della definizione del patrimonio. Secondo questa teoria il patrimonio non è di qualcuno, ma per qualcosa, e l'attenzione si sposta dalla connessione ad un soggetto a quella verso un oggetto<sup>13</sup>. In tale contesto, il concetto di patrimonio separato esprime quel fenomeno per cui la *destinazione* deriva dalla diversificazione della disciplina dei rapporti con i terzi operando, quindi, sul piano della responsabilità patrimoniale e non già della diversità del centro di imputazione, che porta con sé i limiti e le implicazioni paradossali della soggettività. La descrizione della forma paradigmatica di patrimonio autonomo destinato ad uno specifico scopo, rappresentata dalla società per azioni, quale "sacco di denaro", è stata ritenuta a tale riguardo particolarmente adatta alla illustrazione della piena fungibilità tra personificazione, autonomia e separazione, giacché essa è capace di ben rappresentare come queste tecniche siano esclusivamente funzionali al fenomeno della gestione di un compendio patrimoniale in vista del perseguimento di uno scopo prestabilito<sup>14</sup>.

Tuttavia, dalle condivisibili premesse iniziali, la tesi della Corte assume una deriva concettualistica là dove antepone l'analisi e la sistemazione di categorie concettuali, all'analisi e all'interpretazione del dato normativo. Nel dirimere la confusione ingenerata dal legislatore in relazione all'utilizzo dei termini "autonomia", "distinzione", "significato", e con l'intento di chiarirne le corrette sfumature di significato, la Corte di Cassazione afferma che per

---

<sup>13</sup> FERRI jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni d'investimento*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1992, I, pag. 67; IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2004, pag. 201; ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati delle società per azioni*, in *Rivista di diritto civile*, 2002, fasc. I, pag. 550; MANES, *Fondazione fiduciaria e patrimoni allo scopo*, Padova, 2005, pag. 163; GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 5, 2011, pag. 1146; COLAIORI, *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Rivista del Notariato*, fasc. 1, 2014, pag. 11.

<sup>14</sup> SCANO, *Fondi comini immobiliare e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 5, 2011, pag. 1133.

autonomia deve intendersi “il potere di un soggetto di autodeterminare - almeno parzialmente, ma in modo significativo - le proprie scelte e le linee guida del suo agire”. Tale definizione non pare contestabile se analizzata a prescindere dal contesto in cui si innesta, ma risulta viziata da un concettualismo di fondo, estraneo alle indagini di tipo giuridico nella sua accezione tecnica, che la rendono del tutto fine a sé stessa.

L'autonomia, nell'impostazione della Corte, è *rappresentata* nella sua dimensione dinamica, come capacità di porsi direttamente in rapporto con i terzi senza abbisognare dell'*intermediazione* di alcun soggetto. Sotto questo aspetto, il fondo comune risulterebbe privo di tale caratteristica, in particolar modo per l'assenza di una struttura organizzativa minima. Tralasciando eventuali obiezioni concernenti la misura della capacità di autodeterminazione e il livello di organizzazione propri dell'assemblea dei partecipanti dei fondi (e, dunque, del fondo stesso)<sup>15</sup>, questo ragionamento mostra i suoi limiti funzionali nell'inferire dall'assenza di autonomia sotto il profilo dell'azione (della capacità d'agire) anche il difetto di imputabilità, ossia di capacità giuridica *tout court* in capo al fondo. La correlazione concettuale instaurata tra soggettività, intesa anche come capacità di essere titolari di diritti e doveri, e autonomia, intesa come potere di autodeterminazione, contrasta chiaramente con il regime patrimoniale in senso sostanziale del fondo comune di investimento. Come potrebbe immaginarsi una qualsivoglia responsabilità di tipo patrimoniale se, al di là delle formule lessicali utilizzate, le situazioni e i rapporti giuridici non potessero essere ricondotti - o meglio, imputati - in campo ad un determinato compendio? Ed invero, la Corte, nel tentativo di mantenere un adeguato livello di coerenza nel suo argomentare, sostiene che la configurazione del fondo quale soggetto autonomo finisce per rappresentare una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei partecipanti e “semmai foriera di distorsioni, nella misura in cui potrebbe indurre a dubitare della possibilità che i creditori per obbligazioni contratte nell'interesse del fondo siano ammessi a rivalersi nei confronti della società di gestione,

---

<sup>15</sup> DELLA VECCHIA, *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, Le Società, 2010, pag. 1335; BARBANTI SILVA, *Alcune riflessioni in merito alla natura dei fondi comuni d'investimento*, in *Rivista Diritto Bancario*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 9, 2013.

qualora i beni del fondo non risultassero sufficienti a soddisfare le loro ragioni”.

Tale considerazione non trova riscontro nell’attuale assetto normativo, e con tutta probabilità non trovava conforto neanche nella formulazione dell’allora vigente art. 36, comma 6, TUF<sup>16</sup>.

Muovendo da questa impostazione concettuale, la Corte procede ad inquadrare la fattispecie dei fondi comuni, per assimilazione, ai patrimoni separati, precisando - in ossequio all’impostazione di sistema tipica degli ordinamenti di *civil law*, secondo cui ogni bene deve essere riconducibile ad un ben identificato titolare - che i partecipanti sono proprietari sostanziali, mentre la titolarità formale spetterebbe alla società di gestione. Tale forma di scissione, che ricalca gli effetti del modello del *trust* nel quale si verifica, appunto, una forma di gestione da parte di un titolare formale (il *trustee*) dei beni costituiti in trust nell’interesse di altri, i beneficiari, evidenzia un altro limite di coerenza nella ricostruzione della Corte. *Mutatis mutandis*, infatti, vale a poco chiedersi se il *trust* sia o meno dotato di soggettività sua propria. Si tratta di un istituto giuridico, e l’interrogativo posto dalla Corte di Cassazione equivarrebbe a domandarsi se la compravendita sia o meno un soggetto di diritto. Ciò che conta, ancora una volta, è il regime patrimoniale connesso a dette situazioni e la sua opponibilità ai terzi, non già l’inquadramento all’interno di categorie dogmatiche svincolate dal dato normativo.

È singolare, infine, come la Corte concluda sostenendo che la “separazione” garantisce adeguatamente la posizione dei partecipanti, così come che “il decreto di trasferimento avrebbe dovuto essere emesso in favore di detto fondo, realizzandosi una forma di rappresentanza indiretta che consente di riferire senz’altro l’aggiudicazione al fondo per conto del quale la società di gestione risulti aver operato”. È la stessa Corte ad affermare, in altri termini, che il regime di responsabilità dei fondi comuni, distinti e autonomi compendi sotto il profilo patrimoniale, è di per sé decisivo nell’impedire commistioni o azioni da parte di creditori non legittimati. E lo stesso vale, specularmente, anche per la società di

---

<sup>16</sup> Di questo avviso, in tempi ancor più risalenti, v. LENER, *Sub art. 3*, in Legge 23 marzo 1983, N. 77, Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento, Commentario a cura di Maffei Alberti, in N. leggi civ. comm., 1984, pag. 405; JAEGER, *Sui fondi comuni d’investimento*, in *Rivista delle Società*, 1969, pag. 1118.

gestione. A questo punto, la temporanea conclusione cui si è giunti in merito alla natura giuridica dei fondi comuni e alla loro carenza di soggettività giuridica si rivela fine a sé stessa, risolvendosi nella mera impossibilità di “far intestare beni immobili al fondo, in luogo della società di gestione”.

III. La portata della questione, dunque, al di là delle conclusioni che la Corte ha raggiunto al fine di risolvere - nel rispetto della sua impostazione dogmatica - il caso concreto, va decisamente ridimensionata, e confinata alla scelta delle forme pubblicitarie più opportune per la trascrizione della transazione economica, dalla quale deve emergere la separazione patrimoniale (mediante specificazione del vincolo pertinenziale) e la titolarità di un certo ente da opporre nei confronti dei terzi. In altri termini, la carenza di soggettività rende necessaria l'esplicitazione del vincolo pertinenziale in favore del fondo, coerentemente con il regime di separazione patrimoniale che lo connota. Tale approdo rende chiaramente non parametrato al suo scopo l'esercizio offerto dalla Suprema Corte, posto che la portata ben più sostanziale che ha assunto la massima ha comportato il profilarsi di una serie di inconvenienti pratici e di talune incertezze applicative.

Ad esempio, la sostituzione della SGR costituirebbe un fenomeno idoneo a produrre effetti traslativi dei beni del fondo. Ciò comporterebbe una variazione del rapporto di controllo nelle società partecipate dal fondo, con conseguente attivazione delle clausole statutarie in materia di circolazione delle azioni (tra cui anche l'ipotesi di una prelazione in favore dei soci esistenti) ovvero di altre clausole di varia natura presenti nei contratti di finanziamento (decadenza dal beneficio del termine e obbligo di restituzione immediata dell'intero ammontare del debito)<sup>17</sup>.

Sotto il profilo dell'informazione finanziaria, i beni nei quali i fondi comuni gestiti da una SGR hanno investito non risulterebbero dai bilanci della SGR in quanto questi prospetti non includono nell'attivo patrimoniale i beni gestiti per conto dei fondi comuni<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> CALICETI, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni di investimento*, in *Rivista di diritto civile*, 2012, II, pag. 219.

<sup>18</sup> LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, pag. 423.

Il mercato ha inoltre mostrato inefficienze di vario genere, come ad esempio il deterioramento dei livelli di solvibilità delle SGR (e dei suoi azionisti rilevanti) a fronte di mancati pagamenti in relazione a finanziamenti di qualsiasi genere erogati a valere sul patrimonio del fondo comune, segnalati da parte di *info provider* del merito creditizio.

Sul piano pratico, poi, la tecnica indicata dalla Corte comporta inutili aggravii, posto che, ad esempio, per sapere quali beni, fra quelli intestati alla SGR, fanno parte del fondo, occorre esaminare la nota di trascrizione contenente le formalità “a favore” e verificare così le indicazioni presenti nel “quadro D”. È stato inoltre rilevato che intestare il bene alla SGR anziché al fondo rende maggiormente difficoltoso e lento il trasferimento in caso di mutamento della SGR, soprattutto laddove non vi sia cooperazione della società uscente (per ottenere una trascrizione contro la SGR, in assenza del suo consenso sarebbe necessario ottenere un provvedimento giudiziale)<sup>19</sup>.

E ancora, l’adesione alla tesi della Corte di Cassazione comporterebbe conseguenze applicative sub-ottimali, tra le altre, in materia di divieto di *interlocking* (in questo caso il computo delle soglie di rilevanza del *fatturato*, quale requisito per l’applicazione del divieto, dovrebbe tener conto anche del patrimonio gestito dalla SGR e non solo del suo attivo) e di offerte pubbliche di acquisto (con riferimento alla detenzione delle azioni e al superamento delle soglie per il lancio dell’OPA obbligatoria).

IV. L’effetto traslativo connesso alla sostituzione del gestore, quale presupposto per l’applicazione di una clausola di prelazione contenuta nello statuto di una S.p.A., ha costituito il *casus belli* della pronuncia del Tribunale di Milano.

Il Tribunale, nel ripercorrere le impostazioni che si contendono in materia di natura giuridica dei fondi comuni (fondo come comunione di diritto comune tra i sottoscrittori cui accede un mandato senza rappresentanza alla società di gestione avente ad oggetto l’attività di investimento del fondo; il fondo comune come patrimonio *separato* o *destinato* della società di gestione che lo ha istituito; il fondo come

---

<sup>19</sup> COLAIORI, *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Rivista del Notariato*, fasc. 1, 2014, pag. 11.

soggetto autonomo di diritto; il fondo come titolare inerte dei beni in esso inclusi sui quali il controllo ed il potere di disposizione spetta esclusivamente alla società di gestione in base ad un mandato anomalo *ex lege*), prende in considerazione il precedente della Corte di Cassazione, evidenziando taluni elementi di tale ricostruzione, che a suo dire, costituirebbero importanti precisazioni e correttivi alla rigida tesi del fondo comune di investimento quale patrimonio separato assimilabile alla fattispecie *ex art. 2447-bis* cod. civ.

In particolare, il Tribunale di Milano ritiene che la Corte di Cassazione, pur nell'ambito di una ricostruzione che nega la soggettività giuridica al fondo, riconosca comunque, anche se indirettamente, le peculiarità di tale fattispecie, laddove distingue proprietà in senso sostanziale, posta in capo ai partecipanti al fondo, e proprietà in senso formale.

Una siffatta impostazione, accolta nella sentenza in commento, è ritenuta dai giudici da un lato *essenziale* per rendere la lettura del fenomeno effettivamente aderente alla natura dei fondi di investimento (privi, pertanto, di soggettività giuridica), e dall'altro quasi *necessitata*, in ragione del regime di “doppia separazione” sia dal patrimonio dei partecipanti che dal patrimonio della SGR.

Al riguardo, è stato ulteriormente rilevato come una gestione dei beni inclusi nel fondo, da parte del “proprietario” (la SGR), vincolata nel fine, nel metodo e nelle responsabilità in favore di coloro che hanno fornito i mezzi per l'acquisto dei beni (i partecipanti), non può che far degradare quella posizione giuridica di “proprietà” a posizione formale, svuotata di gran parte di quella sostanza - la signoria del volere nell'interesse proprio - che caratterizza la proprietà come abitualmente conosciuta nella sua accezione sostanzialistica. Di guisa, il Tribunale sostiene che la posizione del *titolare* del compendio patrimoniale chiamato “fondo” vada enucleata dalla sua rigida portata originaria (ad ogni bene, o insieme di beni, deve corrispondere un proprietario titolare) e “ricostruita in chiave essenzialmente obbligatoria a scopi eminentemente funzionali, quali consentire agevolmente il traffico giuridico, massimizzare le possibilità di profitto per partecipanti non in grado di gestire investimenti quali quelli descritti nel regolamento, aprire il mercato interessato dal regolamento ad investimenti che solo la raccolta attraverso i fondi può consentire”.

Il tentativo del Tribunale di Milano è, dunque, quello di salvare il percorso interpretativo della Corte di Cassazione, valorizzando al massimo quegli elementi che ritiene di condividere (separazione patrimoniale, vincolo pertinenziale, scissione tra proprietà sostanziale e titolarità formale), e spostando i termini della discussione dalla formale soggettività (il cui presupposto sarebbe quell'autonomia intesa come capacità di autodeterminarsi) verso profili attinenti alla autonomia "patrimoniale". Nel fare ciò introduce alcuni criteri interpretativi, rappresentati essenzialmente dallo scopo e dalla funzione del fenomeno economico "fondo comune", che fungono da guida per la connotazione e, dunque, la ricostruzione sistematica del concetto di titolarità, la quale presuppone, come noto, la capacità di una data entità di essere titolare di diritti e doveri (la soggettività).

La lettura offerta in questa sede è, tuttavia, che - nella sostanza - la pronuncia in esame si pone in una prospettiva evolutiva della precedente impostazione soltanto apparentemente. L'esercizio di rivisitazione e riadattamento effettuato dal Tribunale di Milano sconta, infatti, l'esigenza di voler attribuire continuità alla tesi sostenuta dalla Corte di Cassazione, con evidente perdita di efficacia della progressione argomentativa. Il Tribunale, in altri termini, prova a giungere ad una conclusione differente rispetto alla Corte, ricorrendo però alle medesime categorie dogmatiche, seppur orientate in funzione dello scopo (e delle caratteristiche della *proprietà* funzionalmente limitata della SGR) replicandone di fatto l'impostazione, e soprassedendo alle imprecisioni della precedente pronuncia in ragione del rinnovato quadro normativo venutosi a delineare *medio tempore*.

Il fulcro della sentenza in commento - epurata dai riferimenti introduttivi in materia di separazione, destinazione e titolarità formale e sostanziale - è rappresentato non già dall'annoso tema della soggettività - come si rischia, invece, di leggere tra le sue righe - ma dalla sola autonomia patrimoniale.

Non a caso, tra gli elementi che depongono proprio in favore dell'affermazione dell'autonomia patrimoniale del fondo il Tribunale di Milano rileva, *in primis*, l'inserimento al 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". Ulteriori elementi a supporto sono stati riscontrati anche nella l. 183/2011, nella parte in cui, nel prevedere che "il MEF è

autorizzato a conferire o trasferire beni immobili dello Stato [...] ad uno o più fondi di investimento immobiliare” e che i fondi istituiti dalla società di gestione del risparmio del MEF “possono acquistare beni immobili ad uso ufficio di proprietà degli enti territoriali”, si tralascia la specificazione della SGR, utilizzando i referenti sostanziali di trasferimenti ed acquisti, ossia i fondi, in un’accezione più ampia comprensiva dell’inscindibile binomio fondo-SGR. Da ultimo, il d.lgs. 47/2012, che ha introdotto il comma 6-bis all’art. 57 TUF, prevede oggi la possibilità che i fondi comuni di investimento siano ammessi alla procedura di liquidazione coatta amministrativa indipendentemente dalla SGR che li gestisce.

Alla luce delle suddette tre innovazioni normative sopravvenute rispetto all’arresto giurisprudenziale del 2010, il Tribunale ha ritenuto che sia univocamente riconosciuta l’*autonomia patrimoniale* ai fondi comuni di investimento, e dunque la loro capacità di essere titolare di diritti sostanziali e processuali. Di guisa, i termini del dibattito affrontati dalla Corte di Cassazione e, da ultimo, la sua conclusione, non coincidono con la posizione assunta dal Tribunale di Milano. I Giudici meneghini, dunque, hanno inteso sostenere, in ultima istanza, ciò che era chiaro fin dall’assetto originario delle norme in materia di regime patrimoniale dei fondi comuni, ossia che tali compendi patrimoniali fossero separati, sotto il profilo della responsabilità, dal patrimonio dei partecipanti e da quello della SGR, e che in quanto tali potessero legittimamente costituire centro di imputazione di diritti e doveri.

La persistenza di una metodologia ancora in parte inficiata dalla dogmatica e il tentativo di escludere soluzioni di continuità nell’evoluzione giurisprudenziale nascondono ciò che costituisce, a tutti gli effetti, una cesura con l’interpretazione offerta dalla Corte di Cassazione.

Di palmare evidenza sono, a riguardo, le conclusioni cui giunge il Tribunale di Milano, secondo il quale le questioni che, di volta in volta, si pongono in relazione a titolarità, intestazione, circolazione dei beni del fondo vanno affrontate tenendo presente “il fondamentale vincolo in favore dei sottoscrittori, obiettivi di funzionalità rispetto a questo e la natura essenzialmente formale e puramente strumentale della intestazione alla SGR, senza indulgere in schematismi dogmatici che, sovrapponendosi alla disciplina normativa, rischiano solo di non

tutelare ma, addirittura, danneggiare gli investitori, ponendosi in contrasto con i punti chiari e qualificanti che il legislatore ha posto come fulcro dell'istituto, cioè la segregazione patrimoniale e la gestione nell'interesse degli investitori”.

Proprio da tali elementi ermeneutici avrebbe dovuto prendere avvio e concludersi il percorso ricostruttivo del Tribunale di Milano, sancendo senza ritrosie l'inutilità del dibattito in merito alla soggettività dei fondi comuni e al suo corretto significato, e l'accoglimento di una lettura fondata sul solo regime patrimoniale offerto direttamente dalla legge, di per sé sufficiente, salvo i particolarismi connessi agli aspetti pubblicitari, a tutelare sia le parti in causa del rapporto obbligatorio sussistente tra SGR, fondo e partecipanti, sia i terzi che entrano in contatto con gli stessi<sup>20</sup>.

Un chiaro segnale sistematico, in questo senso, si rinviene nell'introduzione all'interno dell'ordinamento finanziario italiano della figura delle società di investimento a capitale fisso (“SICAF”), in virtù del recepimento della Direttiva sui gestori di fondi alternativi (2011/61/UE). Si tratta di organismi di investimento collettivo del risparmio, omologhi ai fondi comuni di investimento di tipo chiuso, costituiti sotto forma di società per azioni. Ebbene, di fronte a questo nuovo veicolo di investimento, nessuno dubiterebbe circa la sua piena soggettività, essendo lo stesso dotato *ex lege* - in quanto, formalmente, società - di personalità giuridica. Per una SICAF immobiliare, dunque, non si porrebbe alcun tema di titolarità, legittimazione processuale, pubblicità, responsabilità per incapacienza e applicazione delle misure *speciali* per la relativa gestione, connesso ad un possibile difetto di soggettività. Tanto la SICAF autogestita (la cui gestione è affidata al consiglio di amministrazione della stessa), quanto quella eterogestita (amministrata da un gestore esterno di natura societaria), infatti, sono titolari dei beni che compongono il loro patrimonio, si indebitano in proprio, compaiono quale proprietario, ad esempio, di beni immobili nelle pertinenti sezioni dei pubblici registri, così come possono citare terzi in giudizio ovvero essere convenute, o ancora accedere alle forme e alle modalità di liquidazione del proprio patrimonio secondo

---

<sup>20</sup> ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio. Fattispecie e tipologie*, Milano, 2016.

la disciplina della crisi dell'impresa in caso di insolvenza (per i fondi comuni di investimento si dibatte ancora in merito alla loro piena equiparazione e si preferisce trattare della questione in termini di incapacienza). La sostituzione del gestore in una SICAF eterogestita non dà luogo ad alcun fenomeno traslativo della proprietà dei beni, essendo l'OICR, ossia la società per azioni, legata al gestore esterno da un rapporto di rappresentanza organica. E come se, nello schema della SICAF autogestita venisse nominato un nuovo consiglio di amministrazione e a ciò fosse paradossalmente associato un effetto traslativo dei beni della società. Da questo punto di vista, il Tribunale di Milano ha correttamente osservato come la sostituzione delle SGR nella gestione di un fondo comune non produce alcun trasferimento della proprietà dei beni, ancorché tra titolari formali dei beni di pertinenza del fondo.

Così stando le cose, è indubbio che l'ordinamento finanziario non possa di certo permettere che una medesima ed unitaria entità - ossia l'OICR - incorra in regimi sostanzialmente diversi sotto i profili della titolarità di situazioni e posizioni giuridiche, circolazione dei beni, rappresentanza e opponibilità nei confronti dei terzi. L'arbitraggio nell'ambito dei diversi modelli che la legge contempla all'interno di detta categoria (limitato, in Italia, allo schema contrattuale e a quello statutario) è certamente comprensibile se limitata agli aspetti attinenti alle esigenze di natura organizzativa o di definizione dei rapporti tra investitori e gestore (si pensi, ad esempio, alla diversa *governance* tra fondo comune di investimento e SICAF), ma lo stesso non può valere con riferimento alla capacità giuridica e d'agire di tali veicoli, alle vicende circolatorie dei beni di loro pertinenza, alle forme pubblicitarie per l'opponibilità nei confronti dei terzi, alla responsabilità per incapacienza, per le quali è necessario che l'ordinamento garantisca un'assoluta parità di condizioni.

Questo argomento di ordine sistematico, proprio della disciplina speciale della gestione collettiva del risparmio, conferma ancora una volta come la questione della soggettività dei fondi comuni di investimento costituisca un tema fine a sé stesso, inconferente rispetto all'assetto della disciplina, foriero di derive applicative e complicazioni di ordine pratico, che andrebbe risolto per il solo ed esclusivo tramite delle regole proprie del regime di responsabilità patrimoniale ad essi applicabile.