

NOTE E DOTTRINA**Errori di contabilizzazione, responsabilità civile dell'emittente e legittimazione della SICAV multicomparto con gestore esterno.**Fonte: **Banca Borsa Titoli di Credito, fasc.1, 2023, pag. 108**Nota a: **Tribunale Milano, 07 luglio 2021**Autori: **Valeria Barbaresi**

Sommario: 1. Premessa. — 2. Il caso. — 3. La responsabilità da inesatte informazioni al mercato: il nesso causale. — 4. (Segue) La quantificazione del danno. — 5. La legittimazione della SICAV multicomparto con gestore esterno.

1. La pronuncia si segnala per due temi. Il primo è relativo al nesso causale tra errori di contabilizzazione che forniscono una falsa rappresentazione al mercato della situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente e scelte di investimento degli investitori nella fattispecie di responsabilità da inesatte informazioni al mercato. La sentenza riconosce che l'errore di contabilizzazione non incide sulle scelte degli investitori (e quindi non vi è rapporto causale tra inesatte informazioni e scelte di investimento) quando al mercato è reso noto sia il rischio che determinate scelte di contabilizzazione possano fornire una rappresentazione alterata dei dati di bilancio, sia gli effetti di un'eventuale correzione. Il secondo tema assume crescente importanza nel contesto attuale in cui le azioni di responsabilità da inesatte informazioni al mercato sono promosse con sempre maggiore frequenza da organismi di investimento collettivo più che da investitori persone fisiche. Il tema attiene ai rapporti tra la SICAV, i comparti in cui è articolato il suo patrimonio e la società esterna che li gestisce e alle loro implicazioni in punto di legittimazione ad agire per i danni subiti dai comparti in conseguenza di false informazioni al mercato. Prima di analizzare i due temi è sinteticamente descritto il caso sottoposto al Tribunale.

2. La sentenza (1) verte sulla responsabilità congiunta di BMPS, dei suoi amministratori, direttori generali e sindaci, e della banca di investimento N., per aver diffuso false informazioni al mercato con i bilanci e le relazioni periodiche dal 2009 al 2015 e con i prospetti informativi relativi ai due aumenti di capitale del 2014 e 2015. Le false informazioni avevano ad oggetto l'ammontare dei crediti deteriorati e l'Operazione Alexandria (2) conclusa con N. nel 2009. Quest'ultima era articolata in una serie di contratti stipulati da BMPS con N. per ristrutturare un investimento del 2005 in obbligazioni strutturate, il cui profilo di rischio nel corso del 2008 era profondamente peggiorato, sostituendone il sottostante con titoli di stato italiani, meno rischiosi. La rilevazione in bilancio delle varie transazioni veniva effettuata a saldi aperti (come *Long Term Repo*), non considerando il carattere unitario dell'operazione, assimilabile ad un *credit default swap* (che avrebbe imposto una contabilizzazione a saldi chiusi). Le società attrici, OIC del Lussemburgo, e gli investitori successivamente intervenuti hanno dedotto che i risultati di bilancio conseguenti ad una contabilizzazione dell'Operazione Alexandria a saldi chiusi li avrebbero dissuasi dell'investimento in BMPS.

Il Tribunale valuta l'operazione nella sua dimensione unitaria, rilevando che con essa le parti avevano replicato nella sostanza il *payoff* di un *credit default swap* venduto a N. da BMPS e che la contabilizzazione a saldi aperti aveva determinato una sottostima del patrimonio netto e

l'occultamento di perdite di esercizio. Le domande delle attrici e degli intervenuti vengono, tuttavia, per lo più rigettate per l'assenza del nesso causale tra le inesatte informazioni e il danno subito. BMPS, infatti, aveva nel tempo diffuso, anche su indicazione dell'autorità di vigilanza, in allegato a bilanci e comunicazioni periodiche prospetti pro-forma sugli impatti della diversa contabilizzazione a saldi chiusi per poi, da ultimo, informare il mercato degli esiti degli accertamenti di Consob, che avevano portato a qualificare definitivamente l'operazione come *credit default swap* (3). La diffusione dei prospetti e con essi di ulteriori informazioni sull'Operazione Alexandria — chiarisce il Tribunale — ha disinnescato la natura decettiva della contabilizzazione a saldi aperti, facendo cessare l'asimmetria informativa. Così, rispetto alla prospettazione degli attori, il Collegio anticipa la data della scoperta del falso (disvelamento) e con essa il momento in cui gli investitori sono ritenuti nella disponibilità di elementi idonei per effettuare consapevoli scelte di investimento. Sia le società attrici che la quasi totalità degli intervenuti avevano effettuato gli investimenti in titoli BMPS dopo il giorno del disvelamento accertato dal Tribunale (4). La sola domanda di un investitore intervenuto — che aveva acquistato prima di quella data — trova parziale accoglimento, con conseguente condanna in solido di BMPS (5), del presidente del consiglio di amministrazione e direttore generale (6), nonché di N. per aver concorso nella realizzazione della struttura dell'operazione (7).

3. La presenza di asimmetrie informative nei mercati compromette la libera determinazione contrattuale degli investitori (8) e ne lede il diritto all'informazione, diritto soggettivo che costituisce il titolo delle domande risarcitorie formulate in causa (9). Su queste premesse, il Tribunale rileva che l'errore di contabilizzazione dell'Operazione Alexandria ha fornito una falsa rappresentazione al mercato che ha alterato il valore del titolo BMPS. Ritenuta quindi raggiunta la prova della falsità, il Collegio estende le conclusioni della giurisprudenza di legittimità in materia di responsabilità da prospetto (10) ai bilanci e alle relazioni periodiche diffuse dalle quotate (11): in difetto di prova contraria si presume che le false informazioni in essi contenute abbiano influenzato le scelte di investimento dell'investitore (12). L'errore contabile, tuttavia, non necessariamente fornisce false informazioni fino al momento della sua correzione: i risultati di bilancio sono ripuliti della loro natura decettiva se è rappresentata al mercato l'esistenza di un rischio di errore e con esso le ricadute di una diversa scelta di contabilizzazione. I prospetti pro-forma sugli effetti della contabilizzazione alternativa a saldi chiusi pubblicati da BMPS su indicazione delle autorità di vigilanza (13) hanno eliminato, nella ricostruzione del Tribunale, l'asimmetria informativa che impediva il compimento di consapevoli scelte di investimento, recidendo il nesso causale. Il momento della scoperta del falso è così identificato nella diffusione dei prospetti pro-forma accompagnata dalla pubblicazione di informazioni integrative sull'operazione. La persistenza dell'errore in bilancio è pertanto ritenuta irrilevante, così come la pubblicazione, di molto successiva, degli esiti degli accertamenti di Consob che hanno sciolto ogni dubbio sulla qualificazione dell'operazione (14). Gli investitori avrebbero dovuto tenere in debita considerazione nelle proprie scelte di investimento il rischio prospettato (15), che si presume quindi accettato se l'investimento è stato effettuato dopo il disvelamento. A maggior ragione, osserva il Collegio, l'attività di investimento sul titolo successiva al completo disvelamento (avvenuto quando è stata definitivamente accertata l'esistenza dell'errore) mostra l'irrelevanza in concreto delle false informazioni sulle scelte di investimento e il definitivo superamento della presunzione di esistenza del nesso causale (16).

Gli stessi argomenti sono spesi per rigettare le deduzioni sulla decettività in bilancio del portafoglio crediti a clientela: sulla premessa che le sole rettifiche, così come gli interventi dell'autorità di vigilanza, non costituiscono prova della falsità dei precedenti bilanci, il Tribunale rileva che è sempre stato rappresentato al mercato il rischio che l'adozione di criteri di maggior prudenza e la riclassificazione dei crediti avrebbero potuto rendere necessarie rettifiche di valore e interventi di patrimonializzazione. L'attenzione è dunque spostata, anche in questo frangente, dall'accertamento dell'errore contabile dell'emittente alla verifica della trasparenza dell'informazione al mercato circa l'esistenza di un rischio di errore.

Da ultimo, il Tribunale osserva che una volta accertata la trasparenza del mercato non ha alcuna rilevanza la natura professionale (le società attrici) o *retail* (interventuti) degli investitori danneggiati (17): la distinzione non opera nel contesto del mercato azionario, connotato da un elevato rischio, dove l'investitore è sempre onerato di prestare attenzione alle comunicazioni dell'emittente, soprattutto se diffuse su indicazione dell'autorità di vigilanza.

4. Come anticipato, è accolta la sola domanda di un intervenuto, che aveva investito prima del momento del disvelamento. Il Tribunale osserva che l'incidenza sul valore del titolo delle false informazioni (che avrebbero artificiosamente gonfiato i prezzi) è rivelata dal crollo del titolo al momento della scoperta del falso, crollo che realizza e misura il danno patito (18). Il danno è riconducibile alla tipologia risarcitoria, discussa in letteratura, del danno da investimento non informato (19), che consiste nel maggior prezzo pagato a causa della diffusione di informazioni che forniscono una rappresentazione della situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente migliore di quella reale. L'ammontare del danno coincide con la differenza tra il prezzo pagato dall'investitore e il valore reale dei titoli ricevuti a fronte del pagamento del prezzo (20). Si pone dunque il tema della individuazione di quel valore reale e degli elementi che concorrono alla sua determinazione. La sentenza si inserisce tra le pronunce da cui emerge la predilezione dei Giudici per l'adozione di criteri equitativi di quantificazione del danno (21). L'impostazione accolta fa riferimento al prezzo di mercato stabilizzato (22) dopo la scoperta del falso alla luce di due considerazioni. La prima è che il prezzo di mercato stabilizzato rappresenta il prezzo che ingloba e riflette le informazioni corrette (potendosi quindi identificare con il valore reale del titolo) (23). La seconda è che il pregiudizio conseguente all'assunzione del rischio dell'investimento in maniera non consapevole (a causa delle inesatte informazioni) cessa al momento del disvelamento, quando l'investitore, adoperando l'ordinaria diligenza, avrebbe dovuto percepire l'esistenza del rischio e assumere conseguentemente scelte di disinvestimento. Pertanto, le successive perdite di valore del titolo rimangono a suo carico (24). Sul punto, la sentenza si distacca da precedenti pronunce dello stesso Tribunale in cui, rilevato che in assenza di falso l'investitore non avrebbe investito a nessun prezzo, è adottata la prospettiva della piena reintegrazione del patrimonio dell'investitore danneggiato e, di conseguenza, il danno è quantificato nella differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo a cui il titolo è rivenduto, a prescindere da quando è avvenuto il disinvestimento (quindi anche se il titolo è rivenduto molto dopo il disvelamento) (25). Nello stesso modo, il Tribunale non condivide il criterio, proposto dall'intervenuto, della differenza tra prezzo di acquisto e valore del titolo alla data della domanda giudiziale (26). Il *quantum* è qui determinato nella differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di mercato stabilizzato, cioè il prezzo (equitativamente determinato) che l'investitore avrebbe potuto conseguire se avesse venduto poco dopo il disvelamento (27). Ai fini dell'identificazione del prezzo di mercato stabilizzato il Tribunale considera un lasso temporale di quindici giorni ritenendolo un tempo congruo per la formazione sul mercato di un prezzo che andasse a riflettere le informazioni corrette e per consentire all'investitore di disinvestire. Calcolato quindi il prezzo medio del titolo nei quindici giorni successivi al disvelamento (28) e rapportato al prezzo medio di acquisto, il Tribunale determina la misura del danno risarcibile applicando la percentuale rappresentativa della perdita di valore del titolo all'importo versato per l'acquisto (29).

In conclusione, sul primo tema la sentenza si segnala per due profili. Il primo riguarda il nesso causale tra false informazioni e scelte di investimento: se il mercato è informato dell'esistenza di un rischio (che le informazioni diffuse si rivelino false), una volta che il rischio si è concretizzato (e quindi che è stata accertata la falsità) l'emittente non è responsabile. Il secondo riguarda il *quantum* del danno risarcibile e la sua identificazione con il calo del prezzo del titolo a ridosso della scoperta del falso.

5. Il secondo tema d'interesse riguarda la legittimazione ad agire per i danni subiti dai comparti in cui è articolato il patrimonio di una SICAV.

Le due società attrici sono organismi di investimento collettivo di diritto lussemburghese. L'una

è costituita nella forma della società di investimento a capitale variabile (SICAV) e ricomprende nel proprio patrimonio i due fondi che hanno subito il danno lamentato in giudizio (30). L'altra è la società di gestione di quei fondi. I convenuti eccepiscono, da un lato, la mancata prova del potere della SICAV di rappresentare i fondi danneggiati, dall'altro, sollevano il tema della titolarità del danno lamentato, che spetterebbe non all'organismo di investimento collettivo, bensì ai singoli investitori che vi partecipano. Il Collegio rileva che dai prospetti prodotti emerge che i due fondi sono comparti della SICAV attrice (31) e che la legge lussemburghese — come confermato da una *legal opinion* versata in atti — non riconosce ai fondi (comparti) personalità giuridica distinta da quella della società costituente. Il Tribunale osserva che anche il diritto italiano nega ai fondi comuni di investimento (32) personalità giuridica autonoma (che infatti agiscono attraverso la società di gestione o la società costituente) (33) e dalla comunanza di disciplina fa discendere la legittimazione delle attrici, da un lato, ad agire in giudizio per i due fondi e, dall'altro, a domandare il risarcimento del relativo danno, di pertinenza degli stessi fondi e non dei singoli quotisti (titolari del solo diritto alla liquidazione della quota di partecipazione) (34). Le conclusioni del Tribunale inducono ad alcuni approfondimenti sui rapporti tra la SICAV (35), i comparti e la società che li gestisce e le loro implicazioni in punto di legittimazione, temi passati in secondo piano in sentenza per il rigetto delle domande nel merito. Sembra interessante analizzare in particolare se e in che termini l'assunto di partenza del Tribunale — che i comparti sono privi di personalità giuridica distinta dalla SICAV che li ha costituiti — possa conciliarsi con il riconoscimento della legittimazione ad agire nel loro interesse non solo in capo alla SICAV ma anche in capo alla società di gestione.

Il patrimonio della SICAV può essere diviso in comparti (c.d. SICAV multicomparto) (36), che sono patrimoni separati tra loro, istituiti per essere destinati a specifici investimenti. In un certo senso, come sembra sottolineare il Tribunale, i comparti sono assimilabili a fondi d'investimento gestiti dalla stessa società di gestione. Tuttavia, mentre il fondo è esterno al patrimonio della società di gestione, le azioni emesse in relazione ai comparti rappresentano una frazione del capitale sociale della SICAV (37). Il comparto è quindi un patrimonio separato dagli altri comparti ma non dalla SICAV che lo ha costituito e per questo non ha personalità giuridica distinta da quest'ultima (38). Il potere della SICAV di agire in giudizio per il proprio comparto discende, dunque, dalla sua legittimazione ad agire per la tutela del proprio patrimonio. In questo senso, la posizione degli azionisti della SICAV è la stessa dei soci di una s.p.a. (39): i principi della personalità giuridica e dell'autonomia patrimoniale perfetta escludono la loro legittimazione ad agire per i danni subiti dal patrimonio sociale (40).

Resta da indagare se la nomina di un gestore esterno alla SICAV (41) possa comportare un disallineamento tra titolarità del patrimonio e legittimazione ad agire nel suo interesse. Nella disciplina europea della SICAV la funzione di gestione del patrimonio può essere svolta dal consiglio di amministrazione (SICAV «autogestita» che è al tempo stesso OICR e gestore) o, come anticipato, può essere affidata ad una società di gestione esterna (42). In quest'ultimo caso si delineano due ipotesi. Nella prima ipotesi (SICAV «eterogestita» (43)) il gestore è nominato in sede di costituzione ed è il solo autorizzato (44) a gestire il patrimonio della SICAV (e quindi prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio (45)). Nella seconda ipotesi è il consiglio di amministrazione della SICAV, autorizzata come «autogestita», a delegare all'esterno proprie funzioni di gestione. Esistono quindi due forme di esternalizzazione delle funzioni gestorie (46). La prima, prevista in statuto, comporta per la SICAV requisiti parzialmente diversi (e meno stringenti) in sede di autorizzazione, è necessariamente riferita alla gestione dell'intero patrimonio (47) ed è caratterizzata dall'impossibilità per il consiglio di amministrazione di avocare a sé le funzioni di gestione (visto che la SICAV non è autorizzata come gestore) (48). La seconda, non necessariamente prevista in statuto, ha contenuto variabile — potendo riguardare tutto il patrimonio o anche la sola gestione di singoli comparti (49) — ed è soggetta ad una disciplina specifica volta a preservare i poteri di ispezione, indirizzo e controllo sull'operato del gestore che spettano al consiglio di amministrazione delegante, che può sempre avocare a sé le funzioni delegate (50). Mentre non si dubita della natura negoziale di quest'ultima forma di delega (51), la natura del rapporto tra SICAV

eterogestita e gestore risulta più complessa. In vigenza della legge istitutiva delle SICAV in Italia, quando l'unica forma di delega consentita richiedeva l'indicazione della società delegata e dei contenuti della delega in statuto (52), era stata prospettata una ricostruzione in termini di rapporto organico (53). Questa ricostruzione è stata poi ritenuta superata al momento dell'entrata in vigore del t.u.f., argomentando che nella disciplina riformata non era più imposta l'indicazione statutaria del gestore e degli ambiti della delega (54). Il rapporto tra la SICAV e il gestore esterno è stato quindi ricostruito in termini negoziali con fonte nella convenzione stipulata con il gestore dal consiglio di amministrazione (55), che rimaneva libero di revocare il mandato in qualunque momento avocando a sé i poteri gestori (56). La fattispecie della SICAV eterogestita è stata introdotta nel t.u.f. solo in un momento successivo (57). Gli argomenti spesi a favore della natura negoziale della delega non potevano però estendersi a questa ipotesi dai tratti caratteristici più vicini alla delega disciplinata nella legge istitutiva delle SICAV. Sono state così proposte ricostruzioni in termini di preposizione institoria (58) e, più recentemente, in termini di natura organica (59).

Quanto ai risvolti processuali, il gestore esterno proprio perché non è titolare del patrimonio non ha una propria legittimazione ad agire (60), legittimazione che spetta unicamente alla SICAV (61). La scissione tra titolarità e gestione non sembra porre un tema di legittimazione ad agire. La questione va allora indagata da un'altra prospettiva, quella della legittimazione processuale, che porta a operare delle distinzioni in base alle diverse forme di esternalizzazione. La delega di gestione nella SICAV autogestita, in quanto ipotesi di rappresentanza volontaria, richiede che il gestore sia munito di procura per agire in giudizio in nome della SICAV. La delega, come visto, non spoglia il consiglio di amministrazione dei poteri delegati che potrebbe avocare a sé in ogni momento, revocando la delega. Più complessa è l'ipotesi della SICAV eterogestita in cui il consiglio di amministrazione non è autorizzato a gestire il patrimonio e quindi non ha di default alcun potere di disposizione dei diritti in esso ricompresi. I risvolti processuali dipendono, quindi, dai termini in cui è ricostruito il rapporto tra gestore e SICAV. La posizione gestoria potrebbe essere ricondotta ad una ipotesi di rappresentanza volontaria e, in questo caso, non si porrebbe alcuna differenza con la SICAV autogestita che ha delegato le funzioni di gestione all'esterno. La posizione gestoria potrebbe altrimenti essere ricostruita in termini di rappresentanza institoria e, in questo caso, opererebbe una presunzione (62) di conferimento del potere di rappresentanza processuale in capo al gestore delegato. La diversa tesi della natura organica importa invece che sia la stessa SICAV ad agire per mezzo del suo organo e solleva temi che richiedono un approfondimento che esula dall'oggetto (necessariamente limitato) della presente analisi. Quanto alle prime due ricostruzioni, esse possono risultare non del tutto convincenti se si considera il tratto caratterizzante della SICAV eterogestita: essa è titolare di un patrimonio di cui non può disporre perché priva dell'autorizzazione necessaria. Si verifica quindi un disallineamento tra legittimazione ad agire (derivante dalla titolarità) e potere di agire, inteso come riflesso processuale del potere di disporre del diritto (che normalmente ma non necessariamente spetta al titolare) (63). Il disallineamento potrebbe risolversi riconoscendo la natura non totalmente espoliativa della delega (64) che lascerebbe quindi impregiudicata in capo al consiglio di amministrazione la responsabilità ultima della SICAV da esercitarsi attraverso poteri di controllo sull'operato del gestore (anche in termini di opportunità): si giustificerebbe così la scelta legislativa (65) di imporre ai membri degli organi di amministrazione e controllo anche della SICAV eterogestita il possesso dei requisiti di professionalità ed onorabilità (66). La ricostruzione sarebbe giustificata anche al fine di distinguere la SICAV eterogestita dal fondo comune di investimento. Considerare il consiglio di amministrazione spogliato di ogni potere, inclusa la rappresentanza della società, significherebbe privare di significato la scelta legislativa di adottare due forme distinte per la costituzione dell'OIC, l'una contrattuale e l'altra statutaria (67). Altrimenti, se si ritenesse la delega totalmente espoliativa, la posizione gestoria non sarebbe riconducibile ad una ipotesi di rappresentanza volontaria o institoria, visto che entrambe presuppongono che i poteri delegati spettino e possano essere esercitati anche dal delegante. Si tratterebbe quindi di una legittimazione processuale che spetta al gestore che non può agire né come titolare (del patrimonio) né come rappresentante o organo e che

potrebbe ricondursi all'ipotesi, delineata in dottrina, della «legittimazione periorganica» (68). Secondo questa ricostruzione la legittimazione processuale spetterebbe unicamente al gestore, il quale agirebbe spendendo il nome della SICAV che entrerebbe nel processo come parte sostanziale. Questa tesi, tuttavia, non spiega la presenza di un consiglio di amministrazione qualificato nella SICAV eterogestita, le conseguenze di un'eventuale revoca del gestore sul processo in corso e la relazione con il regime di pubblicità legale della rappresentanza degli enti.

Note:

(1) La sentenza in commento è stata annotata anche da De Poli, *Informazione societaria nei mercati finanziari e responsabilità degli amministratori di banca*, in *Società*, 2022, 482, che però si concentra su profili parzialmente diversi.

(2) I contorni dell'operazione erano delineati nel *Mandate Agreement* che prevedeva: (i) un contratto di asset exchange in forza del quale il sottostante delle notes Alexandria sarebbe stato sostituito con titoli di stato della zona Europa da N.; (ii) un asset swap transaction in forza del quale BMPS avrebbe acquistato fuori mercato da N. i titoli di stato della zona Europa (BTP2034); (iii) un repurchase transaction (long term repo), con cui BMPS avrebbe rivenduto a N. i BTP2034; (iv) un repurchase facility (o repo facility), ovvero un finanziamento concesso da BMPS a N. Il Tribunale ravvisa il collegamento negoziale tra le varie transazioni sulla base delle seguenti circostanze: (a) l'intera operazione era delineata in un unico atto (*Mandate Agreement*) e le singole transazioni erano state regolate la stessa data; (b) specifiche clausole dell'accordo ne facevano emergere il significato complessivo ovvero la creazione di un meccanismo attraverso cui corrispondere il compenso riconosciuto a N. attraverso la realizzazione delle varie operazioni (congeniate per produrre un risultato positivo pari a tale compenso).

(3) Si riportano le definizioni di derivato creditizio e della sottocategoria credit default swap contenute nella Circolare della Banca d'Italia n. 262 del 22 dicembre 2005: «Con il termine “derivati creditizi” si indicano quei contratti derivati che perseguono la finalità di trasferire il rischio di credito sottostante a una determinata attività (c.d. “reference obligation”) dal soggetto che acquista protezione (c.d. “protection buyer”) al soggetto che vende protezione (c.d. “protection seller”). In tali operazioni l'oggetto della transazione è rappresentato dal rischio di credito in capo a un prenditore finale di fondi (“reference entity”) [in nota: «“Reference entity” è il soggetto o il Paese (nel caso di rischio sovrano) cui si riferisce la “reference obligation”»]. In via generale è possibile distinguere tre categorie di derivati su crediti: a) i contratti (“credit default swap”, ecc.) nei quali l'obbligo per il “protection seller” di adempiere all'obbligazione prevista dal contratto si ha al verificarsi di un determinato “credit event” [in nota: « L'evento che, secondo quanto concordato dalle parti, determina l'obbligo da parte del “protection seller” di adempiere all'obbligazione prevista dal contratto. Esso può verificarsi ad esempio al momento del fallimento del debitore (“bankruptcy”) o a seguito di un certo numero di mancati pagamenti (“failure to pay”) »].

(4) Trib. Milano, 8 ottobre 2019, reperibile su dejure.it si è occupata degli errori nella rappresentazione contabile dell'operazione Alexandria (e non solo) condannando BMPS al risarcimento del danno. La pronuncia indica un lasso di tempo (febbraio-aprile 2013) come momento del disvelamento, mentre la sentenza in commento individua una specifica data per il disvelamento (24 aprile 2013).

(5) BMPS è condannata in proprio, in quanto emittente tenuto per legge agli obblighi informativi di cui agli artt. 114 t.u.f. e 2423 ss. c.c. e indirettamente ex art. 2049 c.c. per l'operato dei suoi organi sociali.

(6) Il presidente del consiglio di amministrazione è chiamato a rispondere in quanto responsabile dei bilanci e delle relazioni periodiche di BMPS, il CEO per aver concorso nella condotta di occultamento contabile della portata economico-patrimoniale dell'Operazione Alexandria. Per entrambi la responsabilità è limitata al pregiudizio conseguente agli acquisti nel periodo di vigenza del mandato.

(7) In particolare, a N. è stato contestato di aver ideato lo schema negoziale con cui BMPS ha ristrutturato le notes Alexandria e ne ha occultato in bilancio le perdite relative insieme al costo della stessa operazione, tra cui gli importi versati a N. per la sostituzione del sottostante delle

notes. È riconosciuto a N. un concorso di responsabilità nella misura del 40%.

(8) La responsabilità da inesatte informazioni al mercato tutela il diritto a determinarsi liberamente nello svolgimento dell'attività negoziale relativa al patrimonio: si v. Trib. Ancona, 5 febbraio 2021, reperibile su dejure.it; Trib. Milano, 8 ottobre 2019, cit.; Trib. Torino, 28 marzo 2017, reperibile su dejure.it; Trib. Milano, 18 maggio 2017, in *Società*, 2017, 1361, con nota di Arrigoni, Nesso di causalità e quantum del risarcimento nella responsabilità da prospetto; Trib. Milano, 3 marzo 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it; Trib. Milano, 28 gennaio 2015, reperibile su dejure.it; Trib. Milano, 14 novembre 2013 e Trib. Milano, 22 luglio 2010, in *Società*, 2015, 855 e 862; Trib. Milano, 11 luglio 2011, reperibile su dejure.it; Cass., 9 giugno 1998, n. 5659, in *Danno e resp.*, 1999, 677, con nota di Giuliani, Nuove considerazioni sull'ingiustizia del danno: la responsabilità da informazioni inesatte; Cass., 15 marzo 1999, n. 2284.

(9) Sulla responsabilità da inesatte informazioni sul mercato secondario si v.: Ferrarini, *La responsabilità da prospetto, informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, 141 ss.; Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, 107 ss.; Id., *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contr. e impr.*, 2001, 1294 ss.; Perrone, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, 2003, 171 ss.; Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 272 ss. In giurisprudenza, oltre alle sentenze già richiamate, si v.: Trib. Milano, 21 ottobre 1999, in *Giur. it.*, 2000, 554; App. Milano, 7 luglio 2000, in questa Rivista, 2003, II, 320; Trib. Milano, 25 luglio 2008, in www.ilcaso.it; App. Milano, 15 gennaio 2014, Trib. Milano, 14 novembre 2013 e Trib. Milano, 22 luglio 2010, in *Società*, 2015, 849 ss., con nota di Afferni, *Causalità e danno nella responsabilità civile per false informazioni sui mercati finanziari: il caso Italease*; l'ultima anche in *Riv. dir. soc.*, 2012, II, 296, con nota di Stanzione, *La responsabilità da prospetto informativo della banca emittente tra norme speciali e clausole generali*; Trib. Milano, 20 novembre 2015, reperibile su dejure.it; Trib. Milano, 28 gennaio 2015, reperibile su dejure.it (confermata da App. Milano, 18 luglio 2017, reperibile su dejure.it); Trib. Milano, 7 luglio 2016, reperibile su dejure.it; Trib. Milano, 25 marzo 2019, reperibile su dejure.it (riformata da App. Milano, 1° febbraio 2021, reperibile su dejure.it); Trib. Milano, 15 febbraio 2021, in *Società*, 2021, 954 ss.

(10) Il riferimento è a Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, con nota di Anelli, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, in *Società*, 2011, 411; con nota di Afferni, *Responsabilità da prospetto: natura, danno risarcibile e nesso di causalità*, in *Danno e resp.*, 2011, 621; con nota di Sangiovanni, *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*, in *Corr. giur.*, 2011, 359. La Corte ha riconosciuto che deve presumersi, salvo prova contraria, che la non veridicità del prospetto abbia influenzato le scelte d'investimento dell'investitore. Le conclusioni della Corte sono in linea con la *Fraud-On-The-Market Theory*, di origine americana (v. *infra*, nota 12). La sentenza si è pronunciata per la natura extracontrattuale della responsabilità da prospetto: nello stesso senso Cass., sez. un., 8 aprile 2011, n. 8034, in questa Rivista, 2011, II, 706, con nota di Gardella, *La frode Madoff non sfugge alla giurisdizione italiana: responsabilità transfrontaliera da prospetto ed interpretazione del PRIMA*; Cass., 14 giugno 2018, n. 15707. In dottrina si v. Ferrarini (nt. 9), 57 ss.; Costi e Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato Cottino*, VIII, Padova, 2004, 173 ss.; Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 222 ss.; Belotti, *La responsabilità da prospetto*, Torino, 2020, 53 ss. In giurisprudenza si v. Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *Giur. comm.*, 1988, II, 585 ss., con nota di Ferrarini, *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*; App. Milano, 2 febbraio 1990, in questa Rivista, 1990, II, 734; Trib. Napoli, 25 settembre 2002 e Trib. Napoli, 4 aprile 2003, in *Società*, 2004, 75 ss., con nota di Rizzini Bisinelli e Zuccato, *Danno da falso in prospetto*; Trib. Milano, 25 luglio 2008, n. 9828, cit.; Trib. Milano, 18 maggio 2017, n. 5894, cit.; Cass., 30 gennaio 2019, n. 2654.

(11) Nello stesso senso Trib. Milano, 15 febbraio 2021, n. 1328, cit.; Trib. Milano, 8 ottobre 2019, n. 9040, cit.; Trib. Milano, 28 gennaio 2015, n. 1198, cit.

(12) In presenza di false informazioni gli investitori nel mercato secondario pagano un prezzo "gonfiato" rispetto a quello che si sarebbe formato sul mercato in presenza di un set informativo corretto. L'assunto è che in un mercato efficiente la qualità delle informazioni diffuse modella i prezzi (efficienza informativa del mercato). Esso è alla base della *Fraud-on-*

the-market (FOTM) Theory, teoria di origine americana, adottata dalla Corte Suprema nel 1988 (caso *Basic Inc. v. Levinson* - 485 U.S. 224) per sgravare gli investitori dall'onere di provare l'influenza in concreto delle false informazioni sulle proprie scelte di investimento. Si presume che tali informazioni siano state riflesse nei prezzi dei titoli, prezzi su cui gli investitori assumono le proprie decisioni di investimento. Si v. più diffusamente Giudici (nt. 9), 254 ss. Si v. anche Id., *Private enforcement of transparency*, in *Transparency of Stock Corporations in Europe: Rationales, Limitations and Perspectives*, a cura di Tountopoulos-Veil, 2019, 304 ss. La teoria è fatta propria da Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, cit. Nello stesso senso Cass., 3 luglio 2014, n. 15224, in *Giur. comm.*, 2016, II, 43, con nota di Formisani, *La prima sentenza di Cassazione in tema di responsabilità civile per insider trading*. In dottrina si v. Afferni, *Responsabilità* (nt. 10), 627; Id., *Causalità* (nt. 9), 875; Ventoruzzo, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole di mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003, 81 ss.; Bruno, *L'azione per danni* (nt. 9), 1332 ss.; Id., *L'azione di risarcimento* (nt. 9), 18 ss. Sull'efficienza informativa del mercato si v. Lucantoni, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020, 52 ss.; Perrone (nt. 9), 4 ss.

(13) Il riferimento è al Comunicato Congiunto di Consob/Banca di Italia e IVASS dell'8 marzo 2013, in cui le autorità di vigilanza, preso atto dell'esistenza di un concreto rischio di errate valutazioni su operazioni di term structured repo, hanno suggerito agli emittenti la diffusione di prospetti pro-forma per rappresentare gli effetti in bilancio di una diversa scelta di contabilizzazione, nell'ottica di garantire un'informazione completa al mercato.

(14) Ovvero che i sottostanti le operazioni incrociate (titoli di stato) non erano stati acquistati.

(15) Soprattutto quando il rischio è prospettato al mercato su indicazione dell'autorità di vigilanza. Nello stesso senso Trib. Milano, 7 luglio 2016, n. 8498, cit.; Trib. Milano, 20 novembre 2015, n. 13110, cit.; App. Milano, 15 gennaio 2014, n. 118, cit.

(16) Nello stesso senso App. Milano, 1° febbraio 2021, cit.; Trib. Milano, 7 luglio 2016, cit.; Trib. Milano, 20 novembre 2015, cit.; App. Milano, 15 gennaio 2014, cit. Il comportamento dell'investitore (che investe anche dopo la scoperta del falso) costituisce la prova contraria rispetto alla presunzione che le falsità abbiano influenzato le scelte di investimento, con conseguente interruzione del nesso causale (cfr. supra, nota 12). Contra Trib. Ancona, 5 febbraio 2021, cit.; App. Milano, 27 febbraio 2017, reperibile su dejure.it (di conferma di Trib. Milano, 14 novembre 2013, cit.).

(17) Nello stesso senso Trib. Milano, 22 luglio 2010, cit. In altre pronunce la natura retail o professionale dell'investitore danneggiato è stata ritenuta rilevante ai fini della quantificazione del danno quando si è trattato di riconoscere (o meno) i presupposti del concorso di colpa del creditore ex art. 1227 c.c. (infra, nota 26). Da altra prospettiva, si segnala che l'appartenenza ad una determinata categoria di investitori non costituisce un discrimine ai fini della proposizione dell'azione di responsabilità da prospetto. La Corte di Giustizia UE, sentenza del 3 giugno 2021, *Bankia*, C-910/19, EU:C:2021:433, ha recentemente chiarito che quando l'offerta pubblica di sottoscrizione è rivolta sia ad investitori al dettaglio sia ad investitori qualificati non può essere esclusa la possibilità degli investitori qualificati di esercitare l'azione di responsabilità da prospetto.

(18) In altre pronunce, a fronte dell'allegazione degli attori che in assenza di falso l'investimento non sarebbe stato effettuato a nessun prezzo, l'attenzione è focalizzata sull'incidenza delle false informazioni sulle scelte di investimento (piuttosto che sul loro effetto sul prezzo dei titoli), con conseguenze in termini di quantificazione del danno (che è quindi determinato in misura piena, come se i titoli non fossero mai stati acquistati, v. infra, nota 25). App. Milano, 1° febbraio 2021, cit. ne fa discendere conseguenze anche in termini di nesso causale: l'attore è onerato di illustrare il proprio processo decisionale, dimostrando l'incidenza determinante del falso sulle proprie scelte anche alla luce della valutazione di eventuali segnali di allarme. Le implicazioni delle due ipotesi di allegazione sono illustrate da Trib. Milano, 28 gennaio 2015, cit. e Trib. Milano, 20 novembre 2015, cit. (caso in cui gli attori lamentavano sia che in assenza di falso non avrebbero investito sia di aver acquistato i titoli ad un prezzo gonfiato).

(19) Si v. Bruno, *L'azione di risarcimento* (nt. 9), 208. L'Autrice riconduce i danni cagionati da false informazioni al mercato a quattro tipologie: danno da investimento, da disinvestimento, da mancato disinvestimento e da mancato investimento.

(20) La quantificazione così proposta va a ricomprendere il solo danno emergente: l'investitore danneggiato può sempre provare il mancato guadagno conseguente al mancato investimento in altri titoli maggiormente remunerativi. Si v. Bruno, L'azione di risarcimento (nt. 9), 215. In materia di responsabilità da prospetto si v. Giudici (nt. 9), 239 ss.; Sartori (nt. 10), 242.

(21) L'event study è tra i principali metodi scientifici per l'identificazione del prezzo ipotetico, ovvero del prezzo che il titolo avrebbe avuto in presenza di un set informativo corretto. Il metodo è volto ad isolare l'effetto specifico della falsa informazione sul prezzo, andando ad individuare e sottrarre dal danno risarcibile altri fattori che hanno inciso sulla formazione del prezzo. Sia consentito il rinvio a Barbaresi, Responsabilità da false informazioni al mercato: prescrizione e quantificazione del danno, in Società, 2021, 968 ss.

(22) Si v. Bruno, L'azione di risarcimento (nt. 9), 220. Ai fini della valutazione in via equitativa del danno l'Autrice fa riferimento al prezzo dei titoli normalizzato, cioè l'ultimo prezzo normale prima della diffusione delle false informazioni o quello normale successivo alla diffusione delle informazioni corrette.

(23) Si v. Bruno, L'azione di risarcimento (nt. 9), 219, nota 178.

(24) Il principio è chiaramente enunciato da Trib. Milano, 28 gennaio 2015, n. 1198, cit., ove si legge « va certamente esclusa la possibilità di addossare alla società convenuta (e dunque, in ultima analisi, ai suoi soci e/o creditori attuali) le conseguenze patrimoniali di successive vicende del titolo del tutto indipendenti dalla fattispecie generatrice di danno ritenuta provata nel presente giudizio ». Sui correttivi applicati alla luce di questo principio v. infra, nota 25.

(25) Si tratta del criterio della minusvalenza. Il criterio sposta l'attenzione dall'effetto delle false informazioni sul prezzo alla loro incidenza (determinante) sulle scelte di investimento. Si v. Trib. Milano, 15 febbraio 2021, cit.; Trib. Milano, 8 ottobre 2019, cit.; Trib. Milano, 18 maggio 2017, cit.; Trib. Milano, 22 luglio 2010, cit. In dottrina, si v. Afferni, Causalità (nt. 9), 876 ss.; Id., Responsabilità (nt. 10), 629. Come correttivo, Trib. Milano, 15 febbraio 2021, cit., assume, da un lato, che l'emittente non possa rispondere del deprezzamento conseguente all'andamento negativo del mercato, dall'altro, che l'investitore ingannato avrebbe comunque investito la stessa somma in altri titoli dello stesso comparto. Il Tribunale identifica quindi con valutazione equitativa la percentuale del calo del prezzo imputabile a tale andamento negativo, applicandola in riduzione al danno risarcibile (anche Trib. Milano, 25 marzo 2019, cit. e Trib. Milano, 25 luglio 2008, cit. sottraggono al danno risarcibile la perdita imputata all'andamento negativo di mercato). Invece, Trib. Milano, 22 luglio 2010, ha ritenuto non potesse presumersi che l'investitore (anche in considerazione della sua natura professionale) avrebbe comunque investito nello stesso comparto e ha conseguentemente affermato che, quando è provato che l'investitore in assenza di falso non avrebbe investito, il danno ricomprende anche il deprezzamento determinato da fattori estranei alla violazione dell'obbligo informativo. Nello stesso senso Trib. Ancona, 5 febbraio 2021, cit. Su questi temi sia consentito il rinvio a Barbaresi (nt. 21), 968 ss.

(26) Il riferimento è alla giurisprudenza che ha riconosciuto la possibilità di liquidare il danno in misura pari alla differenza tra capitale investito e valore dei titoli al momento della domanda giudiziale solo laddove l'investitore non abbia potuto, prima della proposizione della domanda, rendersi conto, usando l'ordinaria diligenza, del rischio dei titoli. Di conseguenza, il risarcimento spettante all'investitore che, divenuto consapevole del rischio e pur potendo disinvestire non disinveste, è quantificato nella differenza tra prezzo di acquisto e valore dei titoli nel momento in cui l'investitore stesso si è reso conto o avrebbe potuto rendersi conto del rischio. La sopravvenuta consapevolezza del rischio incide in termini di concorso del creditore nella produzione del danno ex art. 1227 c.c. Sul punto, Trib. Milano, 24 maggio 2017, cit., ha ridotto il danno ex art. 1227 c.c. perché l'attore, investitore professionale, aveva atteso troppo prima di disinvestire, andando così ad aumentare le perdite subite. Trib. Milano, 15 febbraio 2021, cit. ha considerato inapplicabile l'art. 1227 c.c. in ragione della natura non professionale degli attori. Nello stesso senso Trib. Milano, 25 marzo 2019, cit. Si v. anche Trib. Milano, 8 ottobre 2019, cit.; Trib. Torino, 28 marzo 2017, cit. Sull'onere dell'investitore di attivarsi per disinvestire limitando le perdite si v. Cass, 25 febbraio 2009, n. 4587 (in materia di omesso controllo dell'autorità di vigilanza); Cass., 29 dicembre 2011, n. 29864; Cass., 31 dicembre 2013, n. 28810; Cass., 22 dicembre 2017, n. 30902; Cass., 27 aprile 2018, n. 10286; Cass., 14

novembre 2018, n. 29353 (queste ultime in materia di intermediazione finanziaria). In dottrina, si v. in materia di responsabilità da prospetto Belotti (nt. 10), 203; Bruno, L'azione di risarcimento (nt. 9), 216.

(27) Trib. Milano, 25 luglio 2008, cit., per calcolare il prezzo che i titoli avrebbero avuto in assenza di falso, fa riferimento al valore medio dei novanta giorni successivi al disvelamento. Trib. Milano, 28 gennaio 2015, cit., in ragione della stretta consequenzialità tra disvelamento e crollo del titolo, identifica il valore "sgonfiato" del titolo con il suo prezzo al momento del disvelamento (negli stessi termini, Trib. Milano, 14 novembre 2013, cit.; App. Milano, 15 gennaio 2014, cit.). Opta per quantificare il danno nella differenza tra prezzo di acquisto e valore che il titolo avrebbe avuto in assenza di falso Cass., 30 gennaio 2019, n. 2654, cit. (che cassa con rinvio la sentenza della Corte d'Appello di Napoli pronunciata ad esito del rinvio operato da Cass., 11 giugno 2010, n. 14056), ove è sottolineato che il giudice del rinvio avrebbe dovuto accertare «il valore che le azioni avrebbero avuto sul mercato a fronte di una corretta informazione conforme alla normativa di settore applicabile *ratione temporis* e accertare quindi l'ammontare del danno come differenza fra il prezzo di acquisto e tale valore ricostruito *ex post*».

(28) Il Tribunale considera notori (in quanto consultabili su internet) i prezzi di chiusura delle azioni a base del calcolo.

(29) Si legge in sentenza «Il prezzo medio assunto dal titolo nei 15 giorni successivi al disvelamento è stato di 541,36 per azione (dato storico ricavato dai prezzi di chiusura dal 24.04.013 al 10.05.2013 del titolo MPS pubblicati e quindi notori consultabili su internet), nella serie storica questo prezzo è il 57,42% del prezzo medio storico di acquisto che è stato di 943 per azione. L'avv L. ha perso pertanto il 42,58% sul suo investimento effettuato nel 2012 che corrisponde, a fronte di un esborso di euro 108.996,10, ad euro 46.410,54».

(30) Il Tribunale evidenzia che i prospetti delle compravendite effettuate dai fondi sui titoli BMPS provengono dalla banca depositaria indicata nel prospetto della SICAV. Sul tema si segnala che la dichiarazione della banca depositaria è stata ritenuta inidonea a provare la titolarità delle azioni compravendute da Trib. Milano, 9 novembre 2018, con nota di De Carolis, La (difficile?) prova in giudizio della qualifica di azionista di s.p.a. in regime di dematerializzazione ai fini del risarcimento del danno da false informazioni al mercato, in *Corr. giur.*, 2019, 827 ss.; con nota di Arrigoni, Gestione accentrata di strumenti finanziari dematerializzati e legittimazione all'esercizio del diritto al risarcimento del danno, in questa Rivista, 2020, II, 632 ss. In senso critico anche Sciuto, Prime considerazioni sull'identificazione degli azionisti dopo l'attuazione della seconda direttiva azionisti, in *Nuove leggi civ.*, 2020, 997, nota 7. La sentenza è stata superata da Trib. Milano, 20 novembre 2021, Bayerninvest et al. c. Saipem S.p.a., in *Società*, 2022, 749 ss. ove il Collegio ha riconosciuto che gli azionisti o ex azionisti possono ricorrere a qualunque mezzo di prova per provare la titolarità (attuale o pregressa) delle azioni dell'emittente, tra cui le certificazioni emesse dall'ultimo intermediario (presso il quale l'investitore mantiene i propri conti), anche se non aderente al sistema di gestione accentrata (c.d. *custodian confirmation*). Si v. la nota di De Luca, Prova della titolarità di azioni quotate ed esercizio di azioni giudiziarie. Rilevanza della *custodian confirmation*, in *Società*, 2022, 759 ss. La questione potrebbe da ultimo ritenersi superata con le modifiche apportate dal provvedimento del 10 ottobre 2022 al Regolamento Unico sul Post-Trading della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018.

(31) Si richiama Trib. Milano, 20 novembre 2021, cit., ove è stato riconosciuto in capo all'ente che ha agito in giudizio l'onere di fornire la prova della titolarità formale del patrimonio separato privo di personalità giuridica. Nella ricostruzione del Tribunale la prova può essere fornita anche attraverso elementi indiziari (ex art. 2729 c.c.).

(32) Per una panoramica sulla disciplina dei fondi comuni di investimento, introdotti in Italia con la l. 77/1983, si v.: Giorgianni e Tardivo, Il nuovo diritto delle banche e degli intermediari finanziari in Italia e in Europa, Torino, 2021, 299 ss.; Costi, Il mercato mobiliare¹¹, Torino, 2018, 192 ss.; Annunziata, Gli organismi di investimento del risparmio (OICR): fattispecie e forme, Milano, 2017, 121 ss.; Id., La disciplina del mercato mobiliare⁹, Torino, 2017, 222 ss.; M. Stella Richter, Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio, in *Riv. soc.*, 2016, 104 ss.; Barattelli, Regole europee in tema di gestione collettiva del risparmio: punti di contatto

e differenza, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di D'Apice, Milano, 2016, 15 ss.; Perrone, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, 228 ss.; Giudici, *I contratti di investimento in genere. Quote di OICR*, in *Trattato dei contratti*, a cura di Roppo, V, Milano, 2014, 293 ss.; Renzulli e Tucci, *I fondi comuni di investimento*, in *Diritto del mercato finanziario*, a cura di Lener, Milano, 2011, 321 ss.; Costi e Enriques (nt. 10), 406 ss.; Bianchi, *Appunti sul governo societario delle SGR*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di D'Apice, Bologna, 2010, 287 ss.; Miola e Briolini, Art. 36, in *Testo Unico della Finanza. Commentario diretto da G.F. Campobasso*, I, Torino, 2002, 314 ss.; Pisani, Art. 34, *ivi*, 308 ss.; Monaci, *Le società di gestione del risparmio*, in *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo" societario*, a cura di Belli e Salerno, Milano, 2002, 409 ss.; Mongiello, *La società di gestione del risparmio (la nuova figura del gestore unico)*, in *Contr. e impr.*, 1999, 1458 ss.; Tonelli, *Le società di gestione*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Griffi, Sandulli e Santoro, Torino, 1999, 15 ss.; Lener, *Le società di gestione nel Regolamento Consob di attuazione del T.U.F.*, in *Società*, 1998, 1121 ss.; Lener e Galante, D.Lgs. 58/1998. *Prime riflessioni sulle società di gestione del risparmio*, *ivi*, 1998, 530 ss.; Pontolillo, Art. 36, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Caprighione, Padova, 1998, 380 ss.; Soda, Art. 36, in *Testo Unico della intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 292 ss.; Casella e Rimini, *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *D. disc. priv., sez. comm.*, VI, Torino, 1991, 208; Lener, *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in *Foro it.*, 1985, V, 177 ss.; Costi, *Fondi comuni di investimento profili organizzativi*, in questa Rivista, 1984, I, 273 ss.

(33) La Corte assimila i comparti ai fondi comuni d'investimento (sulla dicotomia società di gestione e società costituente v. *infra*, nota 45). Sulla mancanza di personalità giuridica autonoma dei fondi comuni si v. Cass., 15 luglio 2010, n. 16605, con nota di Lemma, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in questa Rivista, 2011, II, 417; con nota di Gentiloni Silveri, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione*, in questa Rivista, 2011, II, 432; con nota di Brutti, *Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?*, in *Società*, 2011, 46; con nota di Boggio, *Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili*, in *Giur. it.*, 2011, 333; con nota di Fantetti, *Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento*, in *Resp. civ.*, 2011, 124; con nota di Ghigi, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1146; con nota di Scano, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1133; con nota di Lamorgese, *I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica*, in *Contr.*, 2011, 27; con nota di Paolini, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, 233. In senso conforme Cass., 20 maggio 2013, n. 12187; Cass., 8 maggio 2019, n. 12062, con nota di D'Aiello, *I fondi chiusi immobiliari non hanno soggettività giuridica. Profili sostanziali e processuali*, in questa Rivista, 2020, II, 731; con nota di Pupo, *Fondo comune d'investimento e soggettività giuridica*, in *Giur. comm.*, 2021, II, 578. In dottrina, il tema è stato trattato da De Luca, *Sgr e fondi comuni, tra soggetto e oggetto. Appunti sulla legittimazione processuale*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2019, 613; Annunziata, *Gli organismi* (nt. 32), 121 ss.; Cicchinelli, *Debito e responsabilità nella disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 579; Lener e Petronzio, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal tuf*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 405; Colaiori, *La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. not.*, 2014, 11; FerroLuzzi, *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; 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. Tra le sentenze di merito si v., in senso difforme, Trib. Milano, 10 giugno 2016, in *Riv. dir. banc.*, 2017, IV, II, 125, con nota di Basile, *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*; Trib. Perugia, 21 febbraio 2017, in *Società*, 2017, 1171; in senso conforme, Trib. Rovigo, 21 ottobre 2010, in *Società*, 2011, 1058, con nota

di Sansone, La natura giuridica del fondo comune di investimento: una questione superata?; App. Venezia, 10 marzo 2012, in Nuova giur. civ. comm., 2012, 818, con nota di G. Marchetti, La natura giuridica dei fondi comuni di investimento e la liquidazione coatta amministrativa della società di gestione del risparmio; Trib. Milano, 4 ottobre 2013, reperibile su dejure.it; Trib. Milano, 11 maggio 2015, in Società, 2015, 1141, con nota di Giudici, L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR; con nota di Seminara, Natura dei fondi comuni d'investimento e responsabilità della SGR, in Giur. comm., 2016, II, 1115; con nota di Corso, Azione di responsabilità per danni al fondo comune di investimento e legittimazione ad agire, in Giur. comm., 2016, II, 619; Comm. trib. reg. Brescia, 7 dicembre 2015, n. 5282, reperibile su dejure.it; Trib. Trento, 3 marzo 2016, *ivi*.

(34) Si v. Cass., 11 giugno 2020, n. 11177; nello stesso senso App. Milano, 18 febbraio 2021, in Società, 2022, 338, con nota di Annunziata e Maltese, La disciplina dell'assemblea dei quotisti dei fondi chiusi tra contratto e organizzazione. In sentenza si legge «Nel momento dell'adesione, il sottoscrittore instaura, quindi, un particolare tipo di rapporto nei confronti della SGR (e del fondo). In particolare, l'investitore diventa titolare di un diritto di credito, consistente nella liquidazione in proprio favore del controvalore del proprio investimento alla scadenza della durata del fondo. Ciò consente di inquadrare la relazione tra investitore e SGR in termini prettamente negoziali e, più precisamente, contrattuali».

(35) Per una panoramica sulla disciplina della SICAV si v.: Giorgianni e Tardivo (nt. 32), 299 ss.; si v. Lener e Petronzio, Le SGR, le SICAV e le SICAF, in Il Testo Unico Finanziario*, a cura di Cera e Presti, Bologna, 2020, 622 ss.; Costi (nt. 32), 207 ss.; Annunziata, La disciplina (nt. 32), 241 ss.; *Id.*, Gli organismi (nt. 32), 174 ss.; Perrone (nt. 32), 235 ss.; Ghisalberti e Navarra, Art. 43, in Il Testo Unico della Finanza aggiornato al d.lg. 16 aprile 2012, n. 47 con normativa complementare commentata, a cura di Fratini e Gasparri, I, Torino, 2012, 644 ss.; Iocca, Art. 43 e 43-bis, in Commentario T.U.F.: decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, a cura di Vella, I, Torino, 2012, 471 ss.; Lener, Le società di investimento a capitale variabile, in Diritto del mercato finanziario, a cura di Lener, Milano, 2011, 357 ss.; *Id.*, La società di investimento a capitale variabile, in Trattato Colombo-Portale, X, I, Torino, 1993, 139 ss.; *Id.*, Nascono le SICAV, in Società, 1992, 449; Costi e Enriques (nt. 10), 439 ss.; La Vecchia, Art. 43, in Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 327 ss.; Rabitti Bedogni, Art. 43, in Commentario al TUF, a cura di Alpa e Capriglione, 1, Padova, 1998, 450 ss.; Roppo, Le società di investimento a capitale variabile (SICAV): prime considerazioni, in Giur. comm., 1992, I, 678 ss.; P. Marchetti, Appunti sulle SICAV, in Riv. soc., 1992, I, 731 ss.

(36) Si v. art. 35-bis, comma 6°, t.u.f.: «Nel caso di Sicav e Sicaf multicomparto, ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti». Cfr. art. 1, par. 2, ultimo capoverso, Direttiva 2009/65/CE. Per ogni comparto può essere emessa una particolare categoria di azioni (art. 35-quater, comma 6°, t.u.f.). Si v. Costi (nt. 32), 212; Spolaore, Gestione collettiva del risparmio e responsabilità, in Riv. soc., 2015, 1190 ss.; Ghisalberti e Navarra (nt. 35), 656; Iocca (nt. 35), 478; Cavanna, Fondi comuni di investimento e SICAV, in Trattato Rescigno, XVI, I, Torino, 2008, 66; Costi e Enriques (nt. 10), 441; La Vecchia (nt. 35), 339.

(37) Si v. Rossi e Strampelli, Il bilancio delle Sicaf (multicomparto), in Le SICAF: Profili societari e regolamentari, a cura di Annunziata e Notari, Milano, 2021, 205, ove si sostiene che le azioni della Sicaf emesse in relazione ai comparti sono assimilabili alle azioni correlate (nello stesso senso Notari, La struttura finanziaria della Sicaf: capitale sociale, conferimenti, azioni e strumenti finanziari, *ivi*, 63, ove si legge che le Sicaf (e le Sicav) non possono emettere azioni correlate diverse dalle azioni di comparto); Passador, Appunti sulle Sicaf. Profili societari, in Dir. banc. merc. fin., 2016, 4, 663; Spolaore (nt. 36), 1191.

(38) Nel senso che la suddivisione del patrimonio in comparti non incide sull'unitarietà della persona giuridica si v. Rossi e Strampelli (nt. 37), 193 ss.; Ghisalberti e Navarra (nt. 35), 656-657. Si v. anche Spolaore (nt. 36), 1190 ss.

(39) La SICAV è considerata una società di diritto speciale, soggetta, salvo deroghe, alle regole delle società di diritto comune. Si v. Carrière, Il problematico inquadramento delle "investment companies" nel vigente quadro normativo del mercato finanziario, in Riv. soc., 2007, 1084;

Giudici (nt. 32), 297; Lumbau, La gestione sociale e il regime giuridico del patrimonio nelle società per azioni a capitale variabile, in *Giur. comm.*, 1994, I, 587; Roppo (nt. 35), 678; P. Marchetti (nt. 35), 732. Come regola generale, ribadita anche dalla Direttiva 2017/1132/UE (di diritto societario), la società (anche di investimento a capitale variabile; cfr. art. 2, Direttiva 2017/1132/UE) agisce in giudizio per mezzo dei propri organi che ne hanno la legale rappresentanza (cfr. art. 14, Direttiva 2017/1132/UE).

(40) Non è infatti risarcibile il 'danno riflesso' patito dal socio come conseguenza del depauperamento del patrimonio sociale. Si v. Spolaore (nt. 36), 1185 ss. Si v. anche Id., La gestione collettiva del risparmio, in *Il Testo Unico Finanziario**, a cura di Cera e Presti, Bologna, 2020, 612, ove l'Autore sostiene che gli azionisti della SICAV possono agire ex art. 2395 c.c. nei confronti degli amministratori per il risarcimento, pro quota, del danno patito dal patrimonio sociale. Con riferimento alla disciplina della s.p.a. si v.: Cass., 11 dicembre 2013, n. 27733, con nota di Musardo, Sulla destinazione alla società del risarcimento del danno riflesso, in *Giur. comm.*, 2015, II, 98 ss.; Cass., 22 marzo 2011, n. 6558; Cass., 23 giugno 2010, n. 15220, con nota di Berar, L'azione individuale del socio e del terzo nelle società di capitali, in *Giur. comm.*, 2012, II, 264, ss. Si segnala la disciplina della responsabilità civile della banca depositaria: l'art. 24 Direttiva 2009/65/CE (cfr. art. 21, Direttiva 2011/61/UE; in Italia, art. 49 t.u.f.) legittima all'azione non solo l'OIC ma anche i singoli investitori per le perdite subite in conseguenza dell'inadempimento della banca depositaria ai propri obblighi. È stato sostenuto che l'azione spettante all'investitore possa essere indirizzata al solo risarcimento del danno da esso personalmente subito (e non dell'intero danno subito dall'OIC): si v. Costi (nt. 32), 198. Rileva che nel settore non opera una reale distinzione concettuale tra danno diretto e danno riflesso. Giudici, La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di D'Apice, Bologna, 2016, 751 ss. La linea di confine tra azione individuale dell'investitore e quella dell'OIC rimane nella casistica italiana ancora inesplorata, soprattutto se si considera che la violazione di specifici obblighi gravanti sulla banca depositaria (per es: riacquisto, rimborso o annullamento di quote) può determinare un danno diretto e non riflesso al patrimonio personale dell'investitore. Per una prospettiva europea si v. Zetzsche, *The anatomy of European investment fund law*, disponibile su SSRN, 70 ss.

(41) La SICAV non può gestire a sua volta altre SICAV (cfr. art. 30, comma 3°, Direttiva 2009/65/UE; cfr. art. 33, comma 3°, t.u.f.). Sul tema, Annunziata, *La disciplina* (nt. 32), 241 ss.; Costi (nt. 32), 212.

(42) Cfr. art. 5, par. 2, e artt. 29 ss. Direttiva 2009/65/UE.

(43) Nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio adottato dalla Banca d'Italia con provvedimento del 19 gennaio 2015, come da ultimo modificato, all'art. 1, n. 39, la SICAV eterogestita è definita come «la SICAV o la SICAF che designa una SGR o una società di gestione UE o un GEFIA UE per la gestione dell'intero patrimonio della SICAV o SICAF medesima secondo quanto previsto dall'art. 38 TUF». Cfr. sezione IV, III.1.11., del medesimo Regolamento rubricata «Autorizzazione delle SICAV e delle SICAF eterogestite».

(44) Si v. l'art. 38 t.u.f. a norma del quale «1. La Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza la costituzione di Sicav e di Sicaf che designano per la gestione del proprio patrimonio un gestore esterno quando ricorrono le seguenti condizioni: [...] f) nello statuto è previsto: 1) per le Sicav, come oggetto sociale esclusivo, l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni; [...] 2) l'affidamento della gestione dell'intero patrimonio a un gestore esterno e l'indicazione della società designata».

(45) Nella designazione del gestore in statuto è stata ravvisa l'opportunità di scindere gestione e promozione. Era stato infatti prospettato il parallelo con la SGR di promozione (con funzioni di costituzione e commercializzazione dei fondi) e la SGR di gestione (si v. Ghisalberti e Navarra (nt. 35), 660; Gentili, *Le Sicav eterogestite di diritto italiano: una nuova opportunità?*, in *Banc.*, 4, 2006, 44; Picardi, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, 266; Pasquariello, *Le deleghe di gestione della SICAV - tra codice civile e legge speciale*, in *Contr. e impr.*, 2002, 1127 ss.). A seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. 44/2014 (di recepimento della Direttiva 61/2011/UE) non è stata più riproposta nella nozione di gestione collettiva del risparmio la suddivisione tra i due ruoli (art. 1, 1° comma, lett. n, t.u.f.). Prima delle modifiche,

visto che la gestione era attribuita alla SGR di gestione nella fase costitutiva del fondo, si riteneva che essa non presupponesse il conferimento di alcun incarico da parte della SGR di promozione [si v. Picardi, *Impresa* (nt. 45), 213 ss.]. Il nuovo assetto normativo, abbandonata la dicotomia promotrice-gestrice, si fonda invece sulla disciplina delle deleghe di funzioni: rimane comunque possibile il conferimento di deleghe che replichino nella sostanza la bipartizione delle funzioni, consentendo la specializzazione tra collettori del risparmio (che curano la gestione dei rapporti con la clientela e la distribuzione del prodotto) e gestori del patrimonio (si v. Picardi, *La delega di funzioni del gestore e il principio della letter box entity*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di D'Apice, Bologna, 2016, 269). Sui motivi del ricorso alle deleghe si v. Amil e Maug, *Delegation Chains*, ECGI Working Paper No. 798/2021, disponibile su SSRN.

(46) In conseguenza delle modifiche apportate al t.u.f. dal d.lgs. 274/2003, di recepimento delle Direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE la dottrina si è interrogata sui problemi di coordinamento tra le tre norme in materia di deleghe nella disciplina della SICAV: l'art. 43, comma 7° (sul potere della SICAV di delegare poteri di gestione a SGR), il nuovo art. 43-bis (sul conferimento in statuto dalla gestione dell'intero patrimonio a una SGR) e l'art. 50 (che rendeva applicabile alle sole SICAV che non avevano affidato la gestione dell'intero patrimonio a una SGR la disciplina prevista per le SGR, ovvero i commi 3 e 4 dell'art. 33, relativi alla possibilità di delegare specifiche scelte di investimento a intermediari abilitati e specifiche funzioni inerenti la prestazione del servizio). I problemi di coordinamento sono venuti meno con la riscrittura dei Capi I e II del Titolo III del t.u.f. ad opera del d.lgs. 44/2014, di attuazione della Direttiva 61/2011/UE, che ha delineato un quadro normativo unico per le diverse ipotesi di esternalizzazione sia delle SICAV (che non hanno designato in statuto una SGR) che delle SGR (si v. Picardi, *La delega* (nt. 45), 267). Ad oggi le ipotesi di delega sono solo quelle di cui agli art. 33, 4° comma, (relativo alla delega a soggetti terzi di specifiche funzioni inerenti alla prestazione dei servizi di cui al Titolo III, Capo I, t.u.f., tra cui anche lo stesso servizio di gestione collettiva del risparmio; v. *infra*, nota 49) e 38 t.u.f. (relativo alla delega statutaria della gestione dell'intero patrimonio ad una SGR). Nella prima ipotesi la delega di funzioni è una facoltà del gestore. Nella seconda ipotesi, invece, la designazione del gestore esterno è una scelta vincolata: gli amministratori di una SICAV eterogestita non possono avocare a sé le funzioni svolte dal gestore (in quanto appunto la società non è autorizzata come gestore). Sottolinea che per quest'ultima ipotesi non si possa parlare di delega «in senso tecnico» Spolaore (nt. 40), 613. Per una ricostruzione della disciplina di entrambe le ipotesi si v. Basile, *SICAF a gestione interna ed esterna: riflessioni a cavallo tra l'ordinamento finanziario e la disciplina di diritto comune*, in *Le SICAF: Profili societari e regolamentari*, a cura di Annunziata e Notari, Milano, 2021, 345 ss. Sul dibattito in vigenza della precedente normativa si v. Ghisalberti e Navarra (nt. 35), 653 ss.; Iocca (nt. 35), 473 ss.; Cavanna (nt. 36), 81; Picardi, *Impresa* (nt. 45), 265 ss.; Costi e Enriques (nt. 10), 446.

(47) La differenza di disciplina tra SICAV autogestita e SICAV eterogestita riguarda i requisiti meno stringenti in sede di autorizzazione per quest'ultima. Cfr. art. 29, Direttiva 2009/65/UE e sezione IV, III.1.11., rubricata «Autorizzazione delle SICAV e delle SICAF eterogestite», del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, cit. Si v. Spolaore (nt. 40), 613 ss.; Iocca (nt. 35), 476; Ghisalberti e Navarra (nt. 35), 658; Gentili (nt. 45), 45.

(48) Nella gestione collettiva del risparmio si trova il binomio Oicr-gestore. La Sicav autogestita ingloba in sé la doppia natura di Oicr e gestore (è autorizzata come gestore e quindi può prestare il servizio di gestione di Oicr), mentre la Sicav eterogestita è solo un Oicr. Si v. Basile (nt. 46), 320.

(49) L'art. 33, comma 4°, t.u.f. dispone: «Le Sgr, le Sicav e le Sicaf possono delegare a soggetti terzi specifiche funzioni inerenti alla prestazione dei servizi di cui al presente capo. La delega è effettuata con modalità tali da evitare lo svuotamento di attività della società stessa ed è esercitata nel rispetto delle disposizioni in materia di esternalizzazione di funzioni previste in attuazione dell'articolo 6, comma 1, lettera c-bis), numero 8), e comma 2-bis), ferma restando la responsabilità della Sgr, della Sicav e della Sicaf nei confronti degli investitori per l'operato dei soggetti delegati». Nella versione vigente al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 58/1998 l'art. 33 prevedeva nel comma 4° la sola ipotesi di delega di specifiche scelte di

investimento a intermediari abilitati (ipotesi poi abrogata con il d.lgs. 47/2012). Il d.lgs. 274/2003 (di attuazione delle Direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE) ha introdotto l'ipotesi di delega di specifiche funzioni inerenti alla prestazione dei soli servizi indicati dal comma 2° dello stesso art. 33, con esclusione quindi del servizio di gestione collettiva del risparmio di cui al comma 1°. Con il d.lgs. 164/2007 (di attuazione della Direttiva 2004/39/CE) l'ipotesi di delega di specifiche funzioni è stata estesa anche alle funzioni di cui al comma 1 inerenti alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. Il d.lgs. 44/2014 (di attuazione della Direttiva 61/2011/UE) ha scritto l'attuale formulazione dell'art. 33, comma 4°, in cui è concentrata la disciplina delle deleghe (cfr. supra, nota 46).

(50) Il limite al potere di delega è rappresentato dallo svuotamento delle attività della società delegante. Nulla esclude che la delega riguardi la gestione dell'intero portafoglio della SICAV purché permangano in capo all'organo amministrativo della società delegante le funzioni di supervisione strategica come delineate dal Regolamento della Banca d'Italia di attuazione degli articoli 4-undeciesse 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF (art. 2, comma 1°, n. 11), ovvero compiti di indirizzo e sorveglianza sull'attuazione degli indirizzi delineati, monitoraggio costante dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo e della suddivisione dei compiti e responsabilità. Queste funzioni gestorie non possono essere delegate (si noti la differenza tra la definizione di «organo con funzione di gestione» — art. 1, comma 2°, n. 10 — ove si fa riferimento a funzioni delegate e la definizione di «organo con funzione di supervisione strategica» — art. 2, comma 1°, n. 11 — ove tale riferimento mancata). Tra l'altro, già agli esordi erano riconosciuti in capo al consiglio di amministrazione compiti di supervisione sull'attività del delegato: nella disciplina originaria delle SICAV contenuta nel d.lgs. 84/1992, l'art. 2, comma 3°, lett. b) prescriveva che in statuto fossero indicate le procedure per assicurare il controllo delle operazioni effettuate dal delegato. Cfr. art. 75, comma 1°, lett. a) e b), Regolamento delegato (Ue) n. 231/2013, richiamato dall'art. 50, comma 2°, del Regolamento della Banca d'Italia citato. Su questi temi si v. Spolaore (nt. 40), 613 ss. Sulle implicazioni della disciplina in termini di rapporti tra diritto societario e regole del mercato finanziario si v. Picardi, *La delega* (nt. 45), 277 ss. L'Autrice, distinte le funzioni gestorie delegabili da quelle non delegabili, osserva che tratti caratterizzanti la disciplina sulla delega di gestione sono la facoltà del delegante di impartire istruzioni e revocare l'incarico nonché la preclusione di forme di delega che privino il delegante del potere decisionale su ambiti rimessi alla responsabilità dell'«alta amministrazione» (ivi, 292). Nella disciplina europea lo svuotamento di attività corrisponde al concetto della «società fantasma» (in inglese, *letter box entity*): si v. art. 13 della Direttiva 2009/65/CE, reso applicabile dal rinvio contenuto nell'art. 30, par. 1 alle SICAV che non ha designato una SGR. Sui presupposti per considerare il gestore una società fantasma si v. l'art. 82 Regolamento delegato (Ue) n. 231/2013. Per un'analisi dell'art. 13 della direttiva 2009/65/CE da una prospettiva di diritto europeo si v. Moloney, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014, 239.

(51) Sulla natura negoziale del rapporto tra SICAV e gestore si v. Picardi, *Impresa* (nt. 45), 275; Pasquariello (nt. 45), 1127 ss.; Miola, *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.; profili organizzativi*, in questa Rivista, 2001, I, 339 ss.; Roppo (nt. 35), 691; Ricci, *Art. 7*, in *Le società di investimento a capitale variabile* (Commento al d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 84), a cura di Lener, Torino, 1994, 89 (che individuava già in vigenza del d.lgs. 84/1992 la fonte della delega nella convenzione e non nello statuto).

(52) L'art. 2, comma 3°, lett. b), d.lgs. 84/1992, prevedeva: «Lo statuto, allegato all'atto costitutivo, deve contenere almeno: [...] b) l'indicazione dei soggetti competenti per la scelta degli investimenti. Ove la società intenda procedere al rilascio, mediante convenzione, della delega di cui all'art. 7, lo statuto indica il soggetto delegato, l'ampiezza della delega e le procedure per assicurare il controllo delle operazioni effettuate dal delegato».

(53) P. Marchetti (nt. 35), 732 ss. In dottrina una ricostruzione del tema e del dibattito si trova in Ghisalbetti-Navarra (nt. 35), 654 ss.; Cavanna (nt. 36), 81; Pasquariello (nt. 45), 1133 ss.; Miola (nt. 51), 338 ss.

(54) Il t.u.f. al momento della sua entrata in vigore si limitava a prevedere all'art. 43, comma 7° «La SICAV può delegare poteri di gestione del risparmio esclusivamente a società di gestione del risparmio». Si v. Pasquariello (nt. 45), 1133 ss.

(55) La convenzione è ricondotta ai management contracts da Roppo (nt. 35), 691; Pasquariello (nt. 45), 1127 ss.; Miola (nt. 51), 339 ss. Si parla di «contratti di affidamento della gestione» in Basile (nt. 46), 331. Sull'esternalizzazione delle funzioni di amministrazione attraverso management contracts si v. Cera, Esternalizzazione di gestione, mandato generale e rappresentanza legale nelle società per azioni, in Società banche e crisi d'impresa, Liber amicorum Pietro Abadessa, a cura di Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera e Sciarrone Alibrandi, 2, Milano, 2014, 1007 ss.; Rossi, I «management agreements», in I contratti per l'impresa, II. Banca, mercati e società, a cura di Gitti, Maugeri e Notari, Bologna, 2012, 437 ss.; Maugeri, Esternalizzazione di funzioni aziendali e «integrità» organizzativa nelle imprese di investimento, in questa Rivista, 2010, I, 439 ss.

(56) Pasquariello (nt. 45), 1128 ss., fonda la natura negoziale sul ruolo di supervisione del consiglio di amministrazione sul gestore e sul potere di revocare la delega, con possibilità di riacquistare in toto i poteri amministrativi (ivi, 1130). In particolare, l'Autrice sottolinea «Le determinazioni sulla delega di funzioni, la selezione della SGR cui conferire l'incarico e l'esplicazione dell'attività di vigilanza sull'operato di questa vengono in considerazione quali peculiari modalità di esercizio del potere di gestire la SICAV stessa». L'Autrice poi sottolinea che il contratto di gestione, riconducibile alla struttura negoziale del mandato, non può essere sussunto in alcuna fattispecie tipica ed è quindi necessario individuare un'autonoma fattispecie atipica, il «contratto di gestione» (ivi, 1140).

(57) La fattispecie disciplinata in origine nell'art. 43-bis è stata introdotta nel t.u.f. dall'art. 18 del d.lgs. 274/2003 (cfr. supra, nota 46). L'articolo imponeva e impone nella formulazione vigente (art. 38, t.u.f.) l'indicazione in statuto dell'affidamento della gestione dell'intero patrimonio a un gestore esterno e l'indicazione della società designata. L'affidamento della gestione dell'intero patrimonio ad una società di gestione è infatti condizione per la costituzione della società [si v. Picardi, Impresa (nt. 45), 271]. L'inserimento in statuto determina poi che in caso di sostituzione della società designata l'autorità ne sia non solo informata, ma sia anche chiamata ad approvare la relativa modifica statutaria (art. 35-septies t.u.f.; cfr. III.3.1 del Regolamento sulla gestione collettiva, cit.). La delega di cui all'art. 33, comma 4°, t.u.f. deve invece essere solo comunicata all'autorità competente ai sensi dell'art. 50, comma 3°, Regolamento della Banca d'Italia di attuazione degli articoli 4-undeciesse 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF.

(58) Si v. Picardi, Impresa (nt. 45), 277. Nello stesso senso Lumbau (nt. 39), 595. Anche Basile (nt. 46), 351, propone questa ricostruzione in subordine alla tesi organica.

(59) Si v. Basile (nt. 46), 349 ss.

(60) L'ipotesi si contrappone a quella della SGR: quest'ultima agisce necessariamente in nome proprio in quanto i fondi sono privi di personalità giuridica. Si v. Carrière, Ricostruzione del regime di responsabilità patrimoniale della SICAF, in Le SICAF: Profili societari e regolamentari, a cura di Annunziata e Notari, Milano, 2021, 255. In giurisprudenza è stata riconosciuta la legittimazione della SGR, in quanto titolare formale del patrimonio segregato nel fondo, ad agire per il danno da esso subito: Trib. Milano, 11 maggio 2015, cit., con nota di Giudici (nt. 33), 1141 ss.; con nota di Seminara (nt. 33), 1115 ss.; con nota di Corso (nt. 33), 619 ss. Si v. da ultimo Trib. Milano, 20 novembre 2021, cit. Nella ricostruzione di Galanti, Processo senza soggetti: contributo allo studio delle «gestioni patrimoniali autonome» nel processo, Torino, 2021, 362, non si dovrebbe parlare per la SGR di legittimazione ad agire quanto piuttosto di mera legittimazione processuale, essendo la SGR investita del potere di esercizio dell'azione per conto altrui in virtù della propria posizione gestoria. L'Autrice applica alle vicende processuali che riguardano il fondo comune la legittimazione processuale «periorganica» (ivi, 365; v. infra, nota 68).

(61) In giurisprudenza si v. Trib. Milano, 27 gennaio 2015, reperibile su dejure.it, che esclude la legittimazione ad agire del gestore della SICAV che aveva agito in proprio sull'assunto che i titoli per cui era stato fatto valere il risarcimento del danno erano detenuti dai fondi appartenenti al patrimonio della SICAV. La sentenza richiede la prova del potere rappresentativo in capo al gestore. La sentenza è altresì interessante nella parte in cui, nell'esaminare il profilo della legittimazione processuale della SGR di fondi comuni di investimento richiama il parallelismo con il rapporto tra SGR di promozione e SGR di gestione

(supra, nota 45) e in particolare Cass., 10 luglio 2010, n. 16605, cit. (nella parte in cui sottolinea che se la società promotrice non coincide con il gestore, la titolarità formale e la legittimazione anche processuale spettano alla prima in quanto il gestore può essere sempre sostituito). La sentenza conclude che la società di gestione che non alleggi di cumulare la veste di società promotrice viola i propri onere assertivi e quindi non è legittimata ad agire.

(62) Cfr. artt. 77, comma 2°, c.p.c. e 2204, comma 2°, c.c.

(63) Si v. Galanti (nt. 60), 114 ss. La posizione del titolare racchiude normalmente (ma non in via necessaria) il potere di disporre del diritto e ricomprende il potere del suo esercizio processuale.

(64) Sembrerebbero propendere per questa impostazione Spolaore (nt. 36), 1191 ss.; Picardi, Impresa (nt. 45), 265 ss. Nel senso, invece, che la delega statutaria privi il consiglio di amministrazione di qualunque competenza Cavanna (nt. 36), 83.

(65) Si v. Basile (nt. 46), 327 ss. L'Autore si interroga sulla coerenza della scelta legislativa di imporre anche agli esponenti aziendali della Sicaf eterogestita i requisiti di onorabilità e professionalità, sottolineando che la scelta non si giustifica se si guarda all'effetto sostanzialmente espropriativo (v. supra, nota 64) dei poteri del consiglio di amministrazione (ivi, 328) ma potrebbe spiegarsi in ragione di una residua funzione di controllo sul gestore, funzione che si estrinseca nel potere degli amministratori di portare a conoscenza degli investitori fatti censurabili (sotto il profilo dell'opportunità) che possono indurre l'assemblea ad adottare decisioni come la sostituzione del gestore o l'avvio di un'azione di responsabilità (ivi, 331).

(66) Si v. l'art. 38, comma 1°, lett. d), t.u.f. e la sezione IV, III.1.11., del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, cit. Cfr. art. 29, Direttiva 2009/65/CE.

(67) Sul tema sembrano sempre attuali — seppur in una cornice normativa riformata — le considerazioni di Pasquariello (nt. 45), 1113.

(68) Si v. Galanti (nt. 60), 397. Si tratta di un modello che copre quelle ipotesi che non sono riconducibili ad un'azione esercitata in nome proprio (legittimazione ad agire del titolare), in nome proprio per un diritto altrui (sostituzione processuale), in nome altrui per un diritto altrui (rappresentanza) o in forza di un rapporto di immedesimazione organica. La legittimazione processuale è conferita al gestore in ragione della sua qualità di gestore. Il gestore sarebbe quindi parte formale mentre la SICAV sarebbe parte processuale-sostanziale.