

GIANPIERO SAMORÌ

*SOCIETÀ FIDUCIARIA E LEGITTIMAZIONE ATTIVA  
DELL'INVESTITORE FIDUCIANTE ALL'ESERCIZIO DELLE AZIONI  
DI RISARCIMENTO DANNI NEI CONTRATTI DI INVESTIMENTO  
IN STRUMENTI FINANZIARI*

SOMMARIO: 1. Inquadramento del tema. – 2. La tutela del risparmio: il soggetto di riferimento. – 3. Complicazione del problema in caso di intestazione fiduciaria. La speciale disciplina di settore che definisce il *proprium* delle società fiduciarie. – 4. La soluzione della giurisprudenza. Prime pronunce di merito nel solco della tradizione. – 5. La posizione di Consob su approvazione ed esatta ricostruzione del fenomeno. – 6. La soluzione del “caso per caso” accolta dalla corte di appello di Bologna. Considerazioni conclusive.

## **1. Inquadramento del tema**

La presente indagine prende spunto da tre sentenze di merito, le prime due emanate dal Tribunale di Modena e la terza dalla Corte di Appello di Bologna, che hanno risolto, con esiti opposti, il quesito circa la legittimazione attiva dell'investitore fiduciante ad esperire nei confronti della Banca azione di risarcimento danni per la violazione degli obblighi di condotta dettati dal T.U.F.

L'obiettivo è appurare, in una prospettiva di analisi più generale, se ed in che termini l'incarico di amministrazione fiduciaria possa assumere piena rilevanza anche nei rapporti interprivati, in particolare nei confronti dei terzi contraenti con cui il fiduciante abbia a relazionarsi, sia pur attraverso l'interposizione formale della società fiduciaria.

Una soluzione appagante del problema non può prescindere dalla valutazione congiunta di due profili tra loro distinti, ma strettamente connessi: il profilo sostanziale, ovvero il ruolo di “contraente effettivo” che nella realtà fattuale il fiduciante assume all'atto della formazione della volontà contrattuale e della definizione delle intese con il terzo contraente, ruolo che, come vedremo, assume una rilevanza speciale proprio nell'ambito della intermediazione di strumenti finanziari; ed il profilo giuridico, ovvero la peculiare configurazione che la disciplina di settore assegna alla attività di “amministrazione di beni per conto di terzi” propria (anzi esclusiva) delle società fiduciarie.

## 2. La tutela del risparmio: il soggetto di riferimento

La diretta interrelazione con il singolo cliente e la valutazione delle sue specifiche caratteristiche di investitore integrano nella disciplina normativa e regolamentare di settore, tanto precedente<sup>1</sup> quanto successiva al recepimento della c.d. Direttiva MiFid<sup>2</sup>, la condizione imprescindibile per l'attuazione degli obblighi di condotta imposti agli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento.

La garanzia di scelte di investimento consapevoli e coerenti ai profili di rischio della clientela procede innanzitutto attraverso la previsione a carico degli intermediari finanziari di un obbligo di adeguata informazione che, per potersi considerare tale, deve fondarsi sulla conoscenza sostanziale del cliente ed essere elaborata in considerazione della sua situazione individuale.

La norma primaria di riferimento era ed è tuttora rappresentata dall'art. 21, comma 1, lett. b), T.U.F., rimasto invariato nella sua formulazione letterale, che prescrive agli intermediari finanziari di “*acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*”, così istituendo un rapporto di interdipendenza reciproca tra il dovere di informarsi e il dovere di informare.

Contenuto e finalità dei flussi informativi dal cliente all'impresa e dall'impresa al cliente sono dettagliati nella normativa di fonte regolamentare.

In particolare, l'art. 28 del previgente Regolamento Consob n. 11522/98<sup>3</sup> stabiliva l'obbligo per l'intermediario di richiedere all'inve-

---

<sup>1</sup> Le coordinate normative per il regime previgente sono rappresentate dal Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo Unico Finanza) nella versione in vigore sino al 31 ottobre 2007 e dal Regolamento Intermediari n. 11522 adottato da Consob con delibera del 1 luglio 1998.

<sup>2</sup> La Direttiva n. 2004/39/CE, nota con l'acronimo di MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*), detta la disciplina di primo livello in materia di regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari ed è integrata da due provvedimenti di dettaglio: la Direttiva n. 2006/73/CE, in tema di requisiti di organizzazione delle imprese di investimento e di modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, e il Regolamento n. 1287/2006, relativo alle operazioni di negoziazione, alla trasparenza dei mercati, alla ammissione di strumenti finanziari ed ai sistemi di scambio. Il recepimento nel nostro ordinamento delle disposizioni comunitarie di armonizzazione è avvenuto con il Decreto Legislativo n. 164 del 17 settembre 2007 e con il nuovo *Regolamento Intermediari* n. 16190 adottato da Consob con delibera del 29 ottobre 2007, entrambi in vigore a far data dal 1 novembre 2007.

<sup>3</sup> Per una agevole sintesi del quadro normativo e giurisprudenziale previgente in tema di obblighi informativi e verifica di adeguatezza si rimanda a Paolo FIORIO, *La non*

stutore nella fase preliminare di instaurazione del rapporto “notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio” e di fornirgli in sede di assunzione delle singole scelte di impiego “informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento”.

A norma del successivo art. 29, il dovere di acquisire una conoscenza effettiva ed in concreto del cliente (c.d. *Know your custode rule*), funzionale ad individuarne il profilo di rischio finanziario, era a sua volta ricollegato funzionalmente al fondamentale dovere dell'intermediario di vagliare previamente la adeguatezza dell'operazione “per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione” (c.d. *suitability rule*): un giudizio da formulare, appunto, in ragione “delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati”.

Il nuovo Regolamento Intermediari, adottato da Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, ha innovato la disciplina previgente introducendo un sistema di regole di condotta e di tutele dell'investitore differentemente graduate in ragione della tipologia di servizio prestato, e dunque più rigorose in ipotesi di servizi ad alto valore aggiunto quali la consulenza e la gestione individuale, e più minimali in ipotesi di servizi di tipo esecutivo<sup>4</sup>.

Più nello specifico, gli artt. 39-43 articolano la c.d. *Know your custode rule* e la conseguente valutazione, in capo all'intermediario, delle operazioni a valersi sui conti della clientela in ragione del tipo di servizio di investimento coinvolto e delle caratteristiche dello stesso, richiedendo una articolata e approfondita conoscenza del cliente e una valutazione di adeguatezza per i servizi di consulenza e di gestione di portafogli, a più

---

*adeguatezza delle operazioni di investimento tra nuova e vecchia disciplina*, in *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, a cura di Stefano Amborsini, Paolo Giovanni Demarchi, Giuffrè editore, Milano 2009, e, nella stessa opera, Valentina PICCININI, *Le regole generali di comportamento degli intermediari autorizzati. I principi di lealtà, buona fede e correttezza nella gestione del risparmio*.

<sup>4</sup> Per una pregevole indagine sul nuovo assetto normativo si rimanda ai contributi di Antonella ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2010, I, p. 728 ss., e di Marco CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in E. Gabrielli-R. Lener, *I Contratti del mercato finanziario*, (Trattato dei contratti diretto da P. Rescigno-E. Gabrielli), vol. 2, tomo 1, Torino 2011, 216.

alto valore aggiunto, ovvero una più limitata conoscenza dell'investitore e quindi una valutazione di appropriatezza in caso di prestazione di semplici attività riservate di esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini; infine, solo per i servizi c.d. di *execution only* aventi ad oggetto strumenti finanziari non complessi è consentita la disapplicazione del vaglio preventivo dell'intermediario.

Il discrimine per l'applicazione di regole di tutela più pervasive sarà, quindi, rappresentato dalla ricorrenza in concreto di una ipotesi di consulenza, ravvisabile a norma dell'art. 1, comma 5-*septies*, T.U.F., ogniqualvolta l'intermediario, a prescindere dalla qualificazione formale del rapporto<sup>5</sup>, abbia in fatto prestato all'investitore "raccomandazioni personalizzate (...) riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario", dovendosi intendere per "raccomandazione personalizzata" quella che sia "presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente".

Coerentemente con il contenuto personalizzato delle raccomandazioni che l'intermediario presta al cliente, il nuovo Regolamento non soltanto ribadisce la perdurante vigenza per il servizio di consulenza della c.d. *suatibility rule*, introducendo, anzi, un divieto assoluto di compimento dell'operazione per il caso di giudizio negativo, non superabile neppure con autorizzazione scritta del cliente; inoltre pone ancor più l'accento sulla necessità che la valutazione di adeguatezza si fondi su una conoscenza approfondita della situazione finanziaria del singolo cliente, della sua esperienza in materia e dei suoi obiettivi di investimento, dettagliando in modo estremamente articolato nell'art. 39 le informazioni che a tal fine devono essere raccolte: "(comma 2) *Le informazioni di cui al comma 1, letta a), includono i seguenti elementi (omissis): a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) la*

---

<sup>5</sup> Come precisato dalla Consob, "l'esercizio del servizio di consulenza si concretizza di per sé, una volta realizzati gli elementi essenziali della definizione normativa e non solo quando ne sia stata formalmente contrattualizzata l'offerta da parte dell'intermediario" ("Provvedimenti di vigilanza nei confronti di intermediari", documento consultabile sul sito internet [www.consob.it](http://www.consob.it) alla sezione Regolamentazione / Normativa, massime e orientamenti Consob). Chiaro, però, che in assenza di formale inquadramento del rapporto tra le parti nel "servizio di consulenza", si verranno a profilare spinose questioni in punto di ripartizione dell'onere di prova e mezzi di prova anche presuntivi circa la prestazione in concreto di una raccomandazione personalizzata, questioni dalla cui risoluzione dipenderà in buona parte il grado di tutela effettiva che la giurisprudenza vorrà riconoscere agli investitori.

natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; c) il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente". "(comma 3) Le informazioni di cui al comma 1, lettera b), includono, ove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari". "(comma 4) Le informazioni di cui al comma 1, lettera c), includono dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, ove pertinenti".

Nella diversa ipotesi dei servizi c.d. esecutivi, il vaglio dell'intermediario sarà invece imitato alla verifica della "appropriatezza" dell'operazione, ovvero alla verifica che il cliente abbia il livello di conoscenza ed esperienza necessario per comprendere i rischi connessi alla decisione di investimento da assumere, restando salva la possibilità di dare seguito comunque all'ordine non appropriato dietro semplice avvertenza all'investitore (art. 42 Regolamento). L'obbligo di conoscenza del cliente resta quindi fermo, anche se circoscritto nel suo contenuto e declinato in chiave più standardizzata, in ciò speculare alla tipologia della prestazione contrattuale resa, che è limitata alla semplice attività di inoltra e raccolta di ordini, al di fuori di una interrelazione di confronto investitore – intermediario su base individuale.

La tutela che il regolatore ha inteso apprestare a favore degli investitori, nella disciplina previgente e ancor più in quella successiva al recepimento della Direttiva MiFID, aspira quindi ad essere tutela di ordine sostanziale, incentrata sulla conoscenza puntuale ed in concreto delle caratteristiche del singolo cliente, finalizzata a consentire a quest'ultimo di compiere scelte di investimento quanto più possibile consapevoli. Necessità che resta attenuata, ma non elisa (salva l'ipotesi limite della prestazione del c.d. servizio di *execution only*, artt. 43-44 Nuovo Regolamento Intermediari), laddove venga meno, appunto, il carattere personalizzato del servizio prestato dall'intermediario.

La rilevanza del cliente di riferimento nella configurazione degli obblighi di condotta degli intermediari rileva, ancor prima, sotto altro decisivo profilo indicato dall'art. 6, comma 2, T.U.F. che – nel delegare al potere regolamentare della Consob la definizione di dettaglio delle regole di corretta e trasparente condotta – ha imposto di tenere conto "delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi".

Di talchè, la normativa di protezione risulta diversamente graduata non soltanto sul piano oggettivo in funzione della tipologia di servizio prestato, ma anche sul piano soggettivo in funzione della classificazione del cliente in una categoria che esprima una maggiore o minore esigenza di tutela, trovando in particolare piena applicazione nei soli confronti dei clienti c.d. al dettaglio e restando invece per la più parte derogata nei rapporti con i clienti c.d. professionali e con gli operatori qualificati.

È ben noto, a questo riguardo, che la previgente disciplina regolamentare, contenuta nell'art. 31 del Regolamento Consob n. 11522/98, vuoi per il suo dettato generico vuoi per la miope interpretazione offerta dalla giurisprudenza, si era rivelata gravemente insoddisfacente a garantire quella coerente progressione di tutela voluta dalle norme di rango primario, prestandosi anzi ad agevole mezzo di elusione degli obblighi di condotta.

L'inquadramento del cliente – persona giuridica nella categoria degli investitori professionali si riteneva, infatti, ricollegata alla semplice dichiarazione autoreferenziale del legale rappresentante, senza la previa individuazione di parametri oggettivi su cui misurare l'effettivo possesso della dichiarata competenza ed esperienza in materia finanziaria e senza la previsione in capo alla Banca di alcun onere di verifica dell'attendibilità della dichiarazione<sup>6</sup>.

Il nuovo articolato regolamentare (art. 35, art. 58 e allegato n. 3 del Regolamento Consob n. 16190/07) supera ogni meccanismo di autoreferenzialità, impone all'intermediario l'obbligo di valutare la competenza del cliente ed individua precisi parametri che devono essere considerati al fine di operare tale valutazione.

Fatto salvo il caso delle imprese specificamente operanti nel settore finanziario, la cui competenza non può essere in discussione (cd. “controparti qualificate”), la Consob ha optato per una disciplina differenziata a seconda che lo status di “cliente professionale” sia riconosciuto di diritto ovvero su richiesta dello stesso investitore.

Nella prima categoria rientrano le imprese che soddisfino determinati requisiti dimensionali (20 milioni di euro di “totale di bilancio”; 40 mi-

---

<sup>6</sup> La posizione giurisprudenziale, fortemente criticata dalla dottrina, si trova sintetizzata nella sentenza della Cassazione civile 26 maggio 2009, n. 12138, pubblicata in *Giurisprudenza commerciale*, 2011, II, pag. 269 e ss., con commento di Lorenzo CLARIS APPIANI.

lioni di euro di “fatturato netto”; 2 milioni di euro di “fondi propri”), requisiti che è onere della banca verificare.

La seconda categoria è invece rappresentata dalle persone fisiche e giuridiche che rientrerebbero di per sé nel novero dei “clienti al dettaglio” e che tuttavia abbiano avanzato richiesta scritta di essere trattate come “clienti professionali”. A fronte di tale istanza, diversamente dal passato, l'intermediario è espressamente chiamato a riscontrare l'effettivo possesso di un adeguato livello di competenza, esperienza e conoscenza, anche in ragione della soddisfazione di alcuni parametri presuntivi predefiniti dal regolatore.

Il che nuovamente e ancor più ribadisce l'importanza decisiva che la considerazione della persona e delle caratteristiche del singolo investitore assume per la concreta definizione della ampiezza degli obblighi di condotta vigenti a carico dell'intermediario.

### **3. Complicazione del problema in caso di intestazione fiduciaria. La speciale disciplina di settore che definisce il proprium delle società fiduciarie**

Nei casi oggetto delle pronunce che hanno originato il presente lavoro, il cliente aveva direttamente discusso con il funzionario di Banca la opportunità di investimento in titoli obbligazionari, aveva sottoscritto il documento sui rischi delle operazioni proposte e si era determinato all'acquisto, rilasciando la autorizzazione a tal fine necessaria. Solo all'esito della compiuta definizione dei termini dell'investimento, si era inserita nel rapporto la società fiduciaria con cui lo stesso cliente aveva in essere un rapporto di amministrazione titoli, ciò al solo fine di assumere la formale intestazione del contratto di negoziazione e delle obbligazioni acquistate, per ragioni di maggiore comodità gestionale e riservatezza dell'investitore.

Orbene, in simili ipotesi, chi si deve considerare legittimato ad agire nei confronti della Banca per fare valere la eventuale violazione delle regole di condotta dettate dal T.U.F. e dai Regolamenti di attuazione? E, ancor prima, nei confronti di quale soggetto deve essere verificato il rispetto delle predette regole di condotta, a partire dalla corretta classificazione del cliente come operatore professionale o non professionale? Il cliente fiduciante o la società fiduciaria per tramite della quale egli abbia agito?

Qualunque indagine sul tema deve innanzitutto procedere da una attenta analisi della speciale disciplina di settore che il legislatore dedica alle società fiduciarie<sup>7</sup>.

Pur mancando ad oggi un testo normativo che regolamenti in modo organico le società fiduciarie (testo la cui adozione è stata più volte annunciata, ma mai tradotta in pratica dal legislatore, v. da ultimo il riferimento alla “*riforma organica della disciplina delle società fiduciarie*” contenuto nell’art. 199 del T.U.F.), è però incontestabile che le disposizioni via via adottate in materia, per quanto frammentarie ed incomplete, vengano a configurare nel loro complesso uno statuto a tutti gli effetti speciale, innanzitutto rispetto alla comune disciplina codicistica del contratto di mandato senza rappresentanza, cui parte della giurisprudenza e della dottrina insiste erroneamente nell’assimilare l’agire delle fiduciarie.

La peculiarità economica, prima ancora che giuridica, del fenomeno in questione era stata, invece, percepita con esattezza dal legislatore già nel lontano 1939, allorchè con Legge n. 1966 del 23 novembre 1939, poi seguita dal R.D. di attuazione n. 531 del 22 aprile 1940, introduceva una specifica “*Disciplina delle società fiduciarie e di revisione*”, tuttora vigente.

Si tratta di poche, sintetiche norme, destinate a regolare essenzialmente i profili della vigilanza e della governance societaria, ma comunque decisive nell’attestare che le società fiduciarie rappresentano un istituto “a sé” rispetto all’operare di un generico mandatario.

Il legislatore riconosce, infatti, l’attività propria delle società fiduciarie come attività tipica e riservata, per un verso individuando come società fiduciarie tutte “*quelle che, comunque denominate, si propongono, sotto forma di impresa, di assumere l’amministrazione dei beni per conto di terzi*” (art. 1) e per altro verso assoggettando tutte le società in questione ad autorizzazione e vigilanza governativa (art. 2), a presidio di stringenti requisiti dettati in punto di forma giuridica, composizione del capitale sociale, requisiti di professionalità di amministratori, sindaci e dipendenti delle società fiduciarie (artt. 3-5). Pertanto, a partire dalla entrata in vigore della Legge n. 1966/1939 nessun altro soggetto, diverso dalle società espressamente autorizzate ad operare come fiduciarie ed assoggettate in quanto tali al controllo ministeriale, avrebbe più potuto esercitare in for-

---

<sup>7</sup> Per una ricostruzione della complessa vicenda normativa che ha interessato le società fiduciarie, si veda Nicola NISIO, *L’attività di “amministrazione” delle società fiduciarie (evoluzione e prospettive)*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2003, I, p. 42 ss.; nonché Lorenzo DE ANGELIS-Paolo GAGGERO, *Società fiduciarie*, in *Contratto e impresa*, 2003, 2, p. 940 ss.



ma imprenditoriale l'attività di amministrazione di beni per conto di terzi; divieto successivamente rafforzato dall'art. 3 *bis* del Decreto Legge n. 27 del 16 febbraio 1987 con la previsione della sanzione della liquidazione coatta amministrativa per *"le società e gli enti che, senza essere autorizzati ai sensi della legge 23 novembre 1939, n. 1966, svolgono attività propria di società fiduciaria"*.

La esatta comprensione da parte del legislatore del '39 dei fenomeni economici sottostanti è confermata anche dalla norma di chiusura, con cui si fanno salve *"le disposizioni del regio decreto-legge 26 ottobre 1933-XI, n. 1598, per quanto si riferisce alle società fiduciarie che abbiano per oggetto la gestione fiduciaria di beni conferiti da terzi, corrispondendo utili della gestione"* (art. 6), con ciò dimostrando di avere ben chiara una distinzione già affermata nella realtà pratica e di estrema rilevanza anche per la presente prospettiva di analisi, quella tra c.d. "fiducia statica" e c.d. "fiducia dinamica": ovvero tra l'attività di amministrazione di cui all'art. 1, caratterizzata dallo scopo conservativo, e cioè per essere diretta principalmente al semplice esercizio dei diritti afferenti i cespiti affidati, con esclusione di ogni potere di autonoma disposizione in capo alla società fiduciaria, tenuta ad attendere di volta in volta alle istruzioni impartite dal fiduciante e a restituire gli stessi titoli o beni ricevuti fiduciarmente; e l'attività di gestione fiduciaria di cui all'art. 6, caratterizzata dallo scopo produttivo e dal riconoscimento in capo all'ente di gestione fiduciaria di un potere di disposizione dei cespiti ampiamente discrezionale, con il solo obbligo di operare al meglio e restituire al fiduciante non già gli identici titoli o beni originariamente conferiti, ma il risultato utile della gestione come certificato dal rendiconto finale.

La definitiva separazione tra società fiduciarie di amministrazione e società fiduciarie di gestione è stata in seguito sancita dalla Legge n. 1 del 2 gennaio 1991 e, ancor più significativamente, dal Decreto Legislativo n. 415 del 23 luglio 1996 (c.d. Decreto Eurosim), che nell'introdurre una prima disciplina organica dell'intermediazione finanziaria, hanno imposto alle società fiduciarie una alternativa obbligata: optare per lo svolgimento della attività di gestione di patrimoni mediante operazioni aventi per oggetto valori mobiliari, andandosi così ad affiancare a Banche e S.i.m., con pieno assoggettamento alla disciplina dettata per queste ultime e divieto di svolgere l'attività di amministrazione di beni per conto di terzi prevista nella Legge del 1939; oppure, continuare a svolgere tutte le attività previste dalla Legge del 1939, ma con esclusione di ogni operatività nel settore della gestione patrimoniale e, più in generale, della intermediazione finanziaria. Questa impostazione, fatta propria dal T.U.F. (art.

199), rimarca con chiarezza che l'attività di "*amministrazione dei beni per conto di terzi*" propria delle società fiduciarie c.d. statiche, a differenza di quanto previsto per i servizi di gestione e consulenza finanziaria, non può contemplare alcun elemento di autonomia tecnica o ingerenza nella scelte di impiego degli strumenti affidati, scelte rimesse in via esclusiva alla volontà del cliente-fiduciante.

Il Decreto Eurosim ha segnato un passaggio decisivo anche nell'individuazione di ciò che deve considerarsi proprio e caratteristico dell'essere "società fiduciaria".

L'art. 60, confermato nella sua perdurante vigenza dall'art. 199 del T.U.F., riconosce, in particolare, alle società fiduciarie la possibilità di operare "*anche mediante intestazione fiduciaria*" degli strumenti finanziari gestiti, laddove agli altri operatori del settore, Banche e S.i.m., è consentito di agire, previo consenso scritto, soltanto "*in nome proprio e per conto del cliente*" (art. 17 D.Lgs. n. 415/1996), secondo lo schema classico del mandato senza rappresentanza.

La previsione è specificamente riferita alle società fiduciarie di gestione, ma la dottrina<sup>8</sup> e, almeno in parte, la giurisprudenza<sup>9</sup> non dubitano che la prerogativa caratterizzante di tutte le società fiduciarie, comprese quelle di amministrazione statica, si debba ritenere definitivamente esplicitata nell'operare per tramite di intestazione fiduciaria.

Orbene, l'art. 60 non precisa in cosa consista il *proprium* di tale "*intestazione fiduciaria*" e tuttavia ne rimarca la differenza rispetto al generico agire "*in nome proprio e per conto di*", caratteristico del mandato senza rappresentanza, offrendo un ulteriore, importante indice della peculiarità del rapporto che si instaura con la società fiduciaria, vale a dire con un soggetto che istituzionalmente e professionalmente esercita attività di amministrazione fiduciaria, nel rispetto di puntuali norme organizzative e comportamentali.

La volontà di rimarcare anche sul piano terminologico la distinzione tra i due istituti è, del resto, attestata assai chiaramente anche dalla formula "*per tramite di società fiduciaria o per interposta persona*", che ri-

---

<sup>8</sup> Paolo Ferro LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1992, I, p. 53 ss.; Nicola NISIO, op. citata; Francesco NUZZO, *Società fiduciaria*, in *Enciclopedia del diritto*, XLII, Milano, 1990; Federico DI MAIO, *Mandato fiduciario e società fiduciarie*, in *Contratto e impresa*, 2012, 1, p. 9 ss.

<sup>9</sup> Cassazione civile, sentenza 14 ottobre 1997, n. 10031 e giurisprudenza conforme citata alla successiva nota 21.

corre in numerose disposizioni del Codice civile (artt. 2357, 2358, 2359, 2359 *bis*, 2360, 2427, 2428, 2429 *bis*, 2504 *ter* c.c.) e del T.U.F. (artt. 14, 15, 61, 80)<sup>10</sup>.

Ma ancora più decisive sono le molteplici previsioni che identificano nei fiducianti gli “*effettivi proprietari*” dei beni da essi affidati alla società fiduciaria e impongono in capo alle società fiduciarie obblighi sempre più estesi di trasparenza. Ne ricordiamo alcune: l’art. 1, comma 4, del Regio Decreto n. 239 del 29 marzo 1942, in tema di nominatività obbligatoria dei titoli azionari, impone alle “*società fiduciarie che abbiano intestato al proprio nome titoli azionari appartenenti a terzi*” di “*dichiarare le generalità degli effettivi proprietari dei titoli stessi*”; l’art. 9 della Legge n. 1745 del 29 dicembre 1962, in tema di imposizione fiscale sugli utili distribuiti dalle società, fa obbligo alle società fiduciarie di “*comunicare allo Schedario e al competente ufficio delle imposte, entro il 15 febbraio di ciascun anno, i nomi degli effettivi proprietari delle azioni ad esse intestate ed appartenenti a terzi, sulle quali hanno riscosso utili nell’anno solare precedente*”; l’art. 2 del Decreto Legge n. 233 del 5 giugno 1986, in tema di liquidazione coatta amministrativa delle società fiduciarie, consente alle Autorità governative di “*richiedere alle società fiduciarie e alle società fiduciarie e di revisione, le quali sono parimenti tenute a fornirle entro quindici giorni, le generalità degli effettivi proprietari dei titoli azionari e delle altre partecipazioni sociali intestati al proprio nome*”; l’art. 21 del Testo Unico Bancario dispone che “*le società fiduciarie che abbiano intestato a proprio nome partecipazioni in società appartenenti a terzi comunicano a Banca d’Italia, se questa lo richieda, le generalità dei fiducianti*”.

E proprio a tutela dei fiducianti, in quanto “*effettivi proprietari*”, e ad evidenziazione del carattere puramente formale della intestazione che fa capo alle fiduciarie, la normativa di settore prevede, coerentemente, che le società istituiscano un apposito “Libro dei fiducianti”, in cui annotare le generalità dei fiducianti, il loro domicilio, il codice fiscale, il numero ovvero il codice attribuito all’incarico ricevuto; che registrino i nomi dei fiducianti cui riferire le singole operazioni compiute anche nell’Archivio Unico Informatico in vista della applicazione della normativa antiriciclaggio; che procedano ad un inventario analitico dei beni e degli strumenti finanziari conferiti dai fiducianti; che detti beni e strumenti finanziari tro-

---

<sup>10</sup> Il rilievo è di Federico DI MAIO, *Mandato fiduciario e società fiduciarie*, opera citata.

vino rappresentazione contabile non già nell'attivo dello stato patrimoniale, bensì nei conti d'ordine, che come ben noto sono destinati ad accogliere "rischi, impegni e beni di terzi presso l'impresa"<sup>11</sup>; che vincolino beni o diritti in favore dei fiducianti per un ammontare pari a quello della riserva matematica; che depositino le disponibilità liquide dei fiducianti in conti accesi presso enti creditizi e rubricati come conti di amministrazione fiduciaria, con esclusione del diritto di compensazione tra i relativi saldi e quelli di ogni altro conto intrattenuto con l'ente creditizio dalla società medesima<sup>12</sup>.

La ricognizione degli interventi normativi in materia, peraltro qui limitata alle sole previsioni di maggiore rilievo sistematico<sup>13</sup>, comprova nel suo complesso un riconoscimento di "tipicità" non ragionevolmente contestabile, che connota il rapporto tra la società fiduciaria e i clienti-fiducianti per alcuni tratti di assoluta specificità, in particolare laddove esso abbia ad oggetto l'amministrazione statica di strumenti finanziari, tratti così sintetizzabili:

a) la natura qualificata del soggetto legittimato ad assumere l'incarico di amministrazione fiduciaria, costituito dalle sole società che siano state autorizzate ad operare a norma della Legge n. 1966/1939 e che in quanto tali restano assoggettate al rispetto di puntuali norme comportamentali ed organizzative e all'esercizio di stringenti poteri di vigilanza esterna;

b) la imputabilità alla esclusiva volontà del fiduciante di ogni scelta che attenga alla sottoscrizione, alla gestione e alla dismissione degli strumenti affidati fiduciarmente, posto che alla società fiduciaria è preclusa ogni attività che non sia rappresentata dalla mera intestazione formale e dalla mera esecuzione di ordini di amministrazione;

---

<sup>11</sup> Così è precisato nel principio contabile OIC n. 22. Per un contributo dottrinale sulla rappresentazione contabile delle attività detenute per tramite di società fiduciarie si rimanda a Giuseppe B. PORTALE, *Fiducia «romanistica» e «prevalenza della sostanza sulla forma» nel bilancio bancario d'esercizio*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, I, p. 356 ss.

<sup>12</sup> Questi i riferimenti normativi: Legge n. 1966 del 23 novembre 1939; Regio Decreto n. 531 del 22 aprile 1940; Decreto Legge n. 27 del 16 febbraio 1987; Circolare del Ministero dell'industria n. 3188/C del 5 maggio 1989; Decreto del Presidente della Repubblica 18 aprile 1994 n. 361; Decreto Ministeriale 16 gennaio 1995; Decreto Ministeriale 19 dicembre 1991 ora trasfuso nel Regolamento Banca d'Italia 31 dicembre 2009.

<sup>13</sup> Un'utilissima e completa ricognizione della normativa interna riferita alle società fiduciarie è stata curata da Federico DI MAIO, *Mandato fiduciario e società fiduciarie*, opera citata.

c) il permanere della proprietà effettiva dei beni in capo al fiduciante, a fronte della connotazione puramente formale della loro intestazione alla società fiduciaria;

d) la previsione di meccanismi di sicura identificazione dei fiducianti (v. “Libro dei fiducianti”), che rendano sempre possibile disvelare, nei confronti delle Autorità e dei terzi, il soggetto cui fa capo l’interesse sostanziale dell’operazione compiuta “*per tramite di società fiduciaria*”.

Tutti questi caratteri – è bene ribadire – non trovano la loro fonte in semplici previsioni contrattuali, ma sono direttamente previsti *ex lege*, sia pur nell’ambito di un *corpus* normativo che non ha ancora trovato adeguata sistemazione unitaria. Ciò che pone le premesse affinché la posizione del fiduciante assuma pieno rilievo anche nei rapporti interpretati, in particolare nei confronti dei terzi contraenti, con piena coincidenza della componente interna ed esterna del rapporto<sup>14</sup>. Come scrive Francesco Corsi, “*il fatto stesso che il fiduciario sia rappresentato da una società costituita per assumere professionalmente questa veste, sgombra il campo dai più grossi problemi di apparenza rispetto ai terzi che, di fronte ad una società fiduciaria, ben sanno e non possono ignorare che questa agisce per altri e non è effettivamente proprietaria di quanto pur figura ad essa intestato*”<sup>15</sup>.

#### **4. La soluzione della giurisprudenza. Prime pronunce di merito nel solco della tradizione**

La peculiarità del rapporto intercorrente con un soggetto che svolge istituzionalmente l’attività di amministrazione di beni di terzi, senza assumere la proprietà sostanziale, non è stata oggetto di alcuna considera-

---

<sup>14</sup> Il merito di avere teorizzato la tipicità normativa e la diretta rilevanza interpretata del rapporto che si instaura tra fiduciante e società fiduciaria, definito quale “contratto fiduciario” per contrassegnarlo e distinguerlo dal generico contratto di mandato si deve a Federico DI MAIO. Tra i numerosi scritti dedicati dall’autore al tema: *Società fiduciarie e contratto fiduciario*, Milano, 1977; *La società fiduciaria e il contratto fiduciario nella giurisprudenza e nella prassi degli organi di controllo*, Padova, 1995; *La riservatezza come elemento costitutivo dell’attività della fiduciaria*, in *Le Società*, 2004, p. 604 ss.; *Il contratto fiduciario e i suoi effetti*, in *Le Società*, 2007, p. 991 ss.; *Il rapporto fra società fiduciaria e terzi non fiducianti tra giusnaturalismo e giuspositivismo*, in *Le Società*, 2010, n. 5, p. 543 ss.; *Mandato fiduciario e società fiduciarie*, opera citata.

<sup>15</sup> Francesco CORSI, *Società fiduciarie: risvolti civilistici e societari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1988, I, p. 313 ss. Nello stesso senso, Federico DI MAIO, *Mandato fiduciario e società fiduciarie*, opera citata.

zione nelle sentenze n. 249 del 14.2.2008<sup>16</sup> e n. 6056 del 9.7.2011 del Tribunale di Modena<sup>17</sup>.

Entrambe le pronunce hanno, infatti, affrontato e risolto la questione della legittimazione attiva del fiduciante nella prospettiva di un ordinario rapporto di mandato. Preso atto che gli acquisti dei titoli obbligazionari erano stati perfezionati dall'investitore non già personalmente, ma per il tramite formale di società fiduciaria e rilevato che questa non disponeva del potere di spenderne il nome, hanno concluso che il solo soggetto legittimato a fare valere in giudizio le tutele contrattuali derivanti dalle predette operazioni di investimento doveva individuarsi nella stessa società fiduciaria quale mandataria senza rappresentanza e diretta proprietaria degli strumenti finanziari acquistati in esecuzione del mandato.

Nella prima delle due sentenze si afferma esattamente: *“L’acquisto di obbligazioni (omissis) viene effettuato espressamente “per conto” della (Fiduciaria) (cfr. doc. n. 1 prodotto dall’attore), nella documentazione d’acquisto non solo non compare mai il nome dell’attore ma nemmeno viene indicato che l’acquisto avvenga in nome proprio ma per conto dell’attore, cioè, in breve, non vi è mai spendita del nome dell’attore (...) Premesso quanto sopra, la fattispecie va inquadrata nell’ambito della figura del mandato senza rappresentanza. Nell’instestazione fiduciaria, infatti, il fiduciario è comunque un mandatario senza rappresentanza del fiduciante, che agisce, come espressamente risulta dalla documentazione in causa, in nome proprio ma per conto del fiduciante”*. Motivazione che viene riproposta pressoché identica nella seconda pronuncia: *“La circostanza che prima di procedere all’acquisto l’Istituto di credito abbia chiesto ed ottenuto la sottoscrizione del modulo relativo alla conoscenza dei rischi dell’investimento (cfr. dep. B. e doc. n. 2 del C.E. S.p.A.), non appare sufficiente per ritenere che l’attore sia parte sostanziale del contratto di investimento (al quale, anzi, intendeva espressamente non partecipare) e, come tale, legittimato ad intraprendere le azioni negoziali su di esso fondate. Nella fattispecie si è infatti in presenza (...) di un mandato senza rappresentanza. A prescindere dai rapporti interni con il fiduciante (e, quindi, dalla natura germanistica o romanistica del pactum fiduciae), la società fiduciaria agisce infatti come mandatario senza rappresentanza del fiduciante, rispondendo direttamente delle obbligazioni che come tale contrae”*.

---

<sup>16</sup> La sentenza è pubblicata in *Le Società*, 2010, n. 5, pag. 543 e ss., con commento di Federico Di MAIO.

<sup>17</sup> Sentenza non pubblicata.

Le due pronunce hanno, quindi, svalutato tanto la specificità tecnico-giuridica del rapporto instaurato con una società fiduciaria autorizzata ad operare a norma della Legge n. 1966/1939, quanto il ruolo di “controparte sostanziale” rivestito in concreto dal cliente-fiduciante, che nei rapporti con la Banca si era sempre posto ed era sempre stato pacificamente inteso come il diretto interessato all'affare, destinatario di tutti i suoi effetti positivi e negativi; tant'è vero che a lui venivano sottoposte le proposte di investimento, da lui provenivano le relative autorizzazioni all'acquisto, a lui ancora veniva richiesta la sottoscrizione dei documenti informativi sui rischi dell'operazione finanziaria. Il che, a ben vedere, è una diretta conseguenza degli specifici compiti che l'ordinamento assegna alle società di fiducia c.d. statica, circoscritti alla mera intestazione formale e al compimento degli atti di gestione conservativa, senza alcun potere di intervento nella determinazione della volontà contrattuale sottesa alle scelte di acquisto e di disinvestimento dei beni e, in special modo, degli strumenti finanziari, rimesse integralmente al fiduciante.

La posizione espressa dai giudici modenesi è, però, tutt'altro che isolata nel panorama della giurisprudenza di merito, più volte chiamata a pronunciarsi sul tema della intestazione a società fiduciaria di titoli azionari e sui connessi problemi di legittimazione attiva e passiva all'esercizio dei diritti e all'adempimento dei doveri connessi allo *status* di socio.

La abnormità dei risultati pratici a cui tali pronunce conducono dovrebbe di per sé sola indurre a dubitare della correttezza del percorso logico-giuridico seguito dai Giudici.

A titolo di esempio, si è affermato:

– che il carattere unipersonale di una società a responsabilità limitata permane allorchè il socio costituente sia rappresentato da una società fiduciaria, a nulla rilevando che essa agisca su incarico di una pluralità di fiducianti (Corte di Appello di Milano, sentenza 9 maggio 2000)<sup>18</sup>;

– che in presenza di una clausola statutaria che attribuisca un diritto di prelazione per il caso di cessione a titolo oneroso delle azioni e a fronte della *denuntiatio* con cui alcuni soci abbiano comunicato la loro volontà di vendita delle azioni detenute, non può considerarsi come valida accettazione della proposta di vendita la dichiarazione con cui altro socio abbia comunicato la sua volontà di esercitare il diritto di prelazione, alle esatte condizioni indicate, con la sola precisazione di richiedere l'intesta-

---

<sup>18</sup> La sentenza è pubblicata in *Le Società*, 2001, n. 2, pag. 195 e ss, con commento di Giorgio Maria ZAMPERETTI.

zione fiduciaria delle suddette azioni ad una società fiduciaria, rappresentando questa un soggetto estraneo alla compagine sociale (Tribunale di Como 23 febbraio 1994)<sup>19</sup>;

– che in ipotesi di esercizio di un'opzione *put* che era stata concessa a favore dei soci di minoranza da parte del socio di maggioranza, l'obbligo di fare fronte al pagamento del prezzo di acquisto deve gravare in via esclusiva sulla società fiduciaria a cui lo stesso socio di maggioranza aveva formalmente intestato le proprie azioni, sebbene tale intestazione fosse stata dichiarata nel contratto di opzione e questo fosse stato definito in tutti i suoi elementi direttamente dal socio fiduciante (Tribunale di Treviso 27 ottobre 2011)<sup>20</sup>;

– che l'obbligo di provvedere al versamento dei decimi mancanti sulle azioni non integralmente liberate grava sulla sola società fiduciaria cui dette azioni siano state successivamente intestate, senza che la stessa possa nemmeno invocare la mancata indicazione sul certificato azionario del debito per i versamenti residui (Tribunale di Milano 13 febbraio 2008)<sup>21</sup>.

È bene evidenziare che in nessuno dei casi esaminati si poneva un problema di tutela dell'affidamento o della buona fede dei terzi. L'identità dei fiducianti era perfettamente nota a tutti i soggetti coinvolti, era stata correttamente dichiarata dalla società fiduciaria e comunque non era mai stata messa in discussione né dagli altri soci né dagli amministratori della società partecipata, che anzi avevano sempre intrattenuto ogni rapporto sostanziale direttamente con il fiduciante e con questo direttamente concordato ogni elemento dei loro reciproci impegni negoziali.

Tuttavia, né la considerazione della specificità del soggetto interposto, né la valorizzazione del ruolo di controparte sostanziale rivestito in concreto dal fiduciante, né il carattere trasparente che la fiducia era venuta in concreto ad assumere, sono valse a scalfire la tesi del “*mandato senza rappresentanza*”; che, definito dalle poche ed elementari previsioni del codice civile, sembra anzi risolversi in un agevole mezzo per eludere una seria riflessione sul complesso sistema normativo che definisce il *proprium* delle società fiduciarie. Lo dimostra il fatto che in nessuna delle pronunce citate si fa cenno alcuno a questa disciplina speciale, fosse anche soltanto per confutarne la conferenza.

---

<sup>19</sup> La sentenza è pubblicata in *Le Società*, 1994, n. 5, pag. 678 e ss., con commento di Vincenzo CARBONE.

<sup>20</sup> La sentenza è consultabile nella banca dati Cedam – Utet Pluris.

<sup>21</sup> La sentenza è consultabile in *Le Società*, 2009, n. 2, pag. 223 e ss., con commento di Nicola DE LUCA.



Ma il ripiegamento sull'istituto "familiare" del mandato deve probabilmente imputarsi, più ancora che a disimpegno intellettuale, alla stessa incapacità di cogliere la sostanza del fenomeno economico sottostante, come comprova l'esito paradossale in cui finisce per avvitarsi la sentenza del Tribunale di Milano del 13 febbraio 2008 da ultimo citata.

I Giudici esordiscono riproponendo l'ormai tralattata formula circa il rilievo meramente interno dell'incarico di mandato: *"Reputa il Tribunale che nella specie non abbia alcun rilievo il richiamo di Cordusio alla natura fiduciaria dell'intestazione delle azioni, nè alla buona fede: a prescindere dai rapporti interni con il fiduciante e, quindi, dalla natura germanistica o romanistica del pactum fiduciae con quello contratto, Cordusio Fiduciaria è nei rapporti esterni, quindi anche verso la società di cui diventa socio, un mandatario senza rappresentanza (come conferma peraltro lo specifico mandato conferito nel caso concreto dal fiduciante; cfr. doc. n. 1 parte opponente) che risponde direttamente delle obbligazioni che come tale contragga, anche ex lege – nel caso specifico ex art. 2356 c.c. – salvo il diritto di rivalersi verso il suo fiduciante, il quale, peraltro, ha l'obbligo di fornirgli, eventualmente, le somme necessarie a liberare le azioni che ha solo fiduciariamente trasferito"*.

Proseguono, quindi, osservando che *"diversamente opinando, a fronte di un socio rappresentato, come spesso avviene, da una fiduciaria, la società non sarebbe neppure in grado di individuare il soggetto obbligato ex art. 2356 c.c.; e ciò in considerazione del fatto che la società fiduciaria quale mandataria senza rappresentanza (secondo l'opinione prevalente e consolidata in giurisprudenza) non può essere obbligata a spendere il nome del suo mandante"*.

L'argomentazione pare doppiamente errata. Sul piano della fattispecie concreta, perché la Cordusio Fiduciaria aveva dichiarato sin dall'inizio il nome del fiduciante, peraltro da sempre noto agli amministratori della società (tant'è vero che anche a lui era stato notificato decreto ingiuntivo per il pagamento dei decimi mancanti). Ma, ancor prima, sul piano del ragionamento astratto, perché oblitera di considerare che le società fiduciarie, a differenza del semplice mandatario o soggetto interposto, sono tenute a precisi obblighi di annotazione della identità dei fiducianti e dei beni oggetto di intestazione fiduciaria (v. "Libro dei fiducianti"), di talché solo nel caso in cui la società rifiutasse di svelare il nome del fiduciante o di consentire la verifica della correttezza di tale informazione tramite riscontro nelle proprie scritture sociali, potrebbe porsi un reale problema di tutela dei terzi creditori o dei terzi contraenti.

La contraddizione finale in cui incorre il Tribunale disvela la debolezza del complessivo ragionamento: *"Nel caso di specie poiché esplicitamente è fiduciaria del socio originariamente obbligato verso la società, Cor-*

*duzio non è neppure un soggetto “terzo” rispetto al debito d’apporto, non può cioè neppure rivendicare la posizione di terzietà e l’eventuale buona fede che potrebbe invocare rispetto alla società qualora fosse fiduciaria di un terzo acquirente dal socio obbligato di titoli non liberati”.*

In sostanza, Cordusio Fiduciaria è considerata soggetto terzo e distinto dal fiduciante quando si tratta di affermarne la legittimazione passiva al pagamento dei decimi mancanti; ma ritorna ad essere mero intestatario formale del fiduciante quando si tratta di impedirle la proposizione di eccezioni fondate sul tenore letterale del titolo azionario!

Gli stessi commentatori della pronuncia favorevoli a riferire l’obbligo di conferimento in capo alla sola società fiduciaria non hanno potuto non censurare l’insanabile incongruenza della soluzione accolta dai Giudici milanesi. Annotano al riguardo Giuseppe Portale e Enrico Ginevra: “*Non è facile, invero, comprendere come l’affermazione dell’assunzione diretta degli obblighi di conferimento, che si dice incombere sul fiduciario nel momento in cui «diventa socio», possa conciliarsi con quella della mancata «terzietà» di detto soggetto rispetto al «debito d’apporto» verso la società partecipata, gravante sul fiduciante. La logica, prima ancora del diritto, sembra esigere, infatti, che chi «contrae direttamente» un obbligo al pagamento di una prestazione verso un creditore, già promessa da altri, è in effetti «terzo» rispetto al rapporto preesistente*”<sup>22</sup>.

Il rilievo è ineccepibile, ma avrebbe, forse, condotto nel caso di specie ad un esito ancor più assurdo di quello prodotto dalla sentenza. Dato infatti per ammesso che legittimato passivo al pagamento dei decimi richiamati fosse la sola società fiduciaria e che la stessa, proprio perché soggetto terzo e distinto dal fiduciante, potesse a buon diritto invocare la

---

<sup>22</sup> Giuseppe B. PORTALE-ENRICO GINEVRA, *Intestazione a società fiduciaria di azioni non interamente liberate e responsabilità per i conferimenti residui*, in *Rivista delle società*, 2011, n. 5, p. 813. I due autori, pur evidenziata la contraddittoria soluzione accolta dai giudici milanesi, condividono la tesi della tendenziale riferibilità al fiduciario dell’obbligo di conferimento e ritengono che una diversa interpretazione potrebbe condividersi al più “*con esclusivo riferimento alle c.d. fiduciarie “dinamiche” e in quanto fondata su (o esplicativa de) la speciale legittimazione a disporre che a queste società spetta ai sensi dell’ordinamento*”, mentre per le c.d. società fiduciarie statiche “*la possibilità medesima del conferimento di una legittimazione scissa dalla titolarità sembra fortemente dubbia in conformità alle regole generali e al diritto societario*”. A nostro contrario avviso, proprio la esclusione in capo a queste ultime di un autonomo potere di disposizione dei titoli affidati fiduciarmente concorre invece a giustificare anche nei rapporti con i terzi la permanenza in capo al fiduciante di diritti ed obblighi societari, salva la possibilità di esercitarli ed adempierli per tramite della fiduciaria.

mancata annotazione sul titolo del debito residuo, ne sarebbe conseguito il rischio teorico di non ottenere il pagamento coattivo tanto dal fiduciario quanto dal fiduciante, ove quest'ultimo non avesse inteso fornire la provvista per i decimi mancanti.

La irragionevolezza pratica dell'una e dell'altra soluzione disvela il fraintendimento del ruolo giuridico assegnato, tanto dalla disciplina di settore quanto dalla realtà delle relazioni economiche, alle società fiduciarie, quello della pura e semplice “*intestazione di beni appartenenti effettivamente a terzi*”.

La definizione riportata tra virgolette – “*intestazione di beni appartenenti effettivamente a terzi*” – è della Suprema Corte, che non è mai pervenuta ad elaborare una posizione unitaria sul tema e tuttavia, in alcune importanti decisioni, ha saputo porsi su posizioni interpretative estremamente avanzate.

L'elaborazione più matura e ragionata si ritrova nella sentenza della Cassazione civile n. 10031 del 14 ottobre 1997<sup>23</sup>, chiamata a pronunciarsi sulla azione di rivendica che era stata promossa da alcuni clienti di una società fiduciaria posta in l.c.a. per ottenere la restituzione dei titoli azionari alla stessa intestati fiduciarmente, in quanto titoli di loro diretta proprietà.

L'analisi dei Giudici di legittimità poggia su un'accurata ricostruzione degli interventi normativi che a partire dalla Legge del 1939 sono stati via via dedicati alla attività delle società fiduciarie, con particolare attenzione per quelle disposizioni che qualificano i fiducianti quali “*proprietari*”

---

<sup>23</sup> La sentenza è pubblicata in *Banca borsa e titoli di credito*, 1999, II, pag. 141 e ss., con commento di Luigi SALAMONE; in *I Contratti*, 1998, n. 1, pag. 23 e ss., con commento di Ugo CARNEVALI; in *Giurisprudenza commerciale*, 1998, II, pag. 299 e ss., con commento di Federico DI MAIO; in *Corriere giuridico*, 1998, pag. 301 e ss., con commento di Adolfo DI MAJO; in *Foro Italiano*, 1998, I, 851, con commenti di Michele CRISOSTOMO e Francesco MACARIO; in *Notariato*, 1998, 307, con commento di Mauro GRONDONA. In senso conforme si sono espresse: Cassazione civile, Sezioni Unite, sentenza 10 dicembre 1984, n. 6478, in *Diritto Fallimentare*, 1985, II, pag. 426 e ss.; Cassazione civile, sentenza 1 luglio 1993, n. 7186, in *Giurisprudenza italiana*, 1995, I, pag. 116 e ss.; Cassazione civile, sentenza 23 settembre 1997, n. 9355, in *Foro italiano*, 1999, I, pag. 1323 e ss.; Cassazione civile, sentenza 21 maggio 1999, n. 4943, in *Giustizia civile*, 1999, I, pag. 2635 e ss. Per l'orientamento opposto si veda, invece, sempre nella giurisprudenza di legittimità, Cassazione civile, sentenza 8 maggio 2009, n. 10590, in *Le Società*, 2010, n. 5, pag. 543 e ss., con la opportuna precisazione che tutti i precedenti conformi ivi citati fanno, in realtà, riferimento ad ipotesi in cui l'intestazione fiduciaria era stata assunta da semplice persona interposta e non già da società fiduciaria operante a norma della Legge n. 1966/1939.

*effettivi*” dei beni affidati alle società fiduciarie; che vietano alle società fiduciarie di poter liberamente disporre delle cose ricevute in consegna; che prevedono l’obbligo di depositare i valori mobiliari e le disponibilità liquide dei fiducianti presso aziende di credito in conti rubricati come di “amministrazione fiduciaria”, sottratti a compensazione; che contemplanò la tenuta di un apposito “Libro dei fiducianti”, con l’annotazione delle generalità dei fiducianti, delle somme di denaro e dei valori mobiliari conferiti con il rispettivo valore di carico.

Valorizzando questa peculiare disciplina, la Corte perviene ad affermare che *“il proprium del rapporto intercorrente tra la società fiduciaria e i fiducianti consiste nell’instestazione di beni appartenenti effettivamente ad altri proprietari”* e che *“la proprietà della società fiduciaria, pur non potendo dirsi ‘fittizia’ (perché effettivamente voluta, e appunto per questo estrinsecantesi in obblighi di gestione e di garanzia degli ‘effettivi titolari’), ha carattere ‘formale’*. Per l’effetto, riconosce al fiduciante *“una tutela di carattere reale, azionabile in via diretta ed immediata nei confronti di ogni consociato”*.

La sentenza non affronta direttamente la questione della legittimazione del fiduciante all’esercizio dei diritti e all’adempimento degli obblighi derivanti da contratti intercorsi con soggetti terzi per tramite di società fiduciaria. Tuttavia, ha cura di precisare che i principi in essa affermati hanno una portata più generale e pongono *“le premesse per attribuire rilievo alla posizione del fiduciante anche nell’ambito dei rapporti interprivati”*.

Queste premesse interpretative hanno in effetti trovato coerente sviluppo in alcune pronunce delle Corti di merito, esattamente speculari ed antitetiche a quelle richiamate in apertura di paragrafo, a riprova che il quadro giurisprudenziale in materia è tutt’altro che pacificato ed unitario. Si è così affermato:

- che non costituisce ipotesi di “voto divergente” il fatto che una società fiduciaria voti con riferimento alla quota intestata ad un socio e non partecipi alla votazione con riguardo alla quota intestata fiduciarmente da altro socio (Tribunale Milano, sentenza 19 novembre 2001)<sup>24</sup>;
- che il fiduciante è legittimato ad impugnare una delibera assem-

---

<sup>24</sup> La sentenza è pubblicata in *Giurisprudenza italiana*, 2002, pag. 1438 e ss., con commento di Paolo FIORIO, pag. 1438 e ss. Va detto che i giudici sono pervenuti alla conclusione esposta valorizzando non tanto la specificità delle società fiduciaria, quanto l’autonomia negoziale della parti, cui deve riconoscersi la possibilità di configurare il loro rapporto in termini di “fiducia germanistica” anziché di “fiducia romanistica”, seguendo la linea interpretativa tracciata in da Pier Giusto JAEGER (v. *Sull’instestazione fiduciaria di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1979, I, p. 181 ss.).

bleare ritenuta invalida, anche se al momento della sua assunzione le azioni erano intestate ad una società fiduciaria, ciò che “*potrebbe al più giustificare una legittimazione concorrente con quella della fiduciaria giacché, come il fiduciante può dare istruzioni alla fiduciaria/mandataria nell'attività di gestione dei beni affidatili, istruzioni fra le quali ben può essere ricompreso il mandato ad impugnare la delibera, così può impugnarla direttamente*” (sempre Tribunale Milano, sentenza 19 novembre 2001)<sup>25</sup>;

– che qualora il rapporto tra società fiduciaria e cliente fiduciante si connoti in termini di c.d. fiducia statica, tale per cui “*la società fiduciaria riceve dei titoli con l'espressa pattuizione che la titolarità di essi rimanga in capo al fiduciante e che la società fiduciaria non compia autonomamente alcuna attività, se non dopo aver ottenuto per ogni singola operazione apposite istruzioni da parte del fiduciante, dovendo a costui restituire gli stessi titoli ricevuti*”, l'obbligo di integrare il versamento della quota sociale sottoscritta grava sul fiduciante e non già sulla fiduciaria (Tribunale di Trani, sentenza 29 settembre 2003)<sup>26</sup>;

– che l'obbligo di corrispondere il prezzo concordato per la compravendita di azioni non grava sulla società fiduciaria che era formalmente intervenuta alla stipula del contratto, ma sul fiduciante in quanto effettivo proprietario e diretto interessato all'affare (Corte di Appello di Bologna, sentenza 17 aprile 2002)<sup>27</sup>.

Tra tutte queste pronunce merita speciale rilievo quella da ultimo citata, per avere accolto una prospettiva di analisi “in fatto”, tesa a valorizzare il ruolo di “*effettivo contraente*”, prima ancora che di “*effettivo proprietario*”, assunto dal cliente-fiduciante nella fase delle trattative contrattuali.

I Giudici hanno, invero, ritenuto decisiva la circostanza che la formazione e l'incontro delle volontà contrattuali, nella realtà dei fatti, fossero direttamente intercorsi tra il terzo venditore ed il fiduciante, mentre la società fiduciaria si era limitata ad intervenire nella sola fase finale di formalizzazione di detta volontà, per rendersi intestataria di un contratto il cui contenuto era già stato integralmente definito da altri, ovvero dai reali interessati all'affare: “*L'Unione Fiduciaria non partecipò alle trattative per l'acquisto delle azioni, trattative che dunque avvennero tra la Latini Renata e il*

---

<sup>25</sup> *Ibidem*.

<sup>26</sup> La sentenza è pubblicata in *Le Società*, 2004, n. 4, pag. 477 e ss., con commento di Gerardo SPALTRO.

<sup>27</sup> La sentenza è pubblicata in *Le Società*, 2002, n. 10, pag. 1253 e ss., con commento di Federico DI MAIO.

*fiduciante. Come risulta dalla missiva 30 maggio 1978 dell'Unione Fiduciaria, il regolamento finanziario dell'operazione dell'acquisto di azioni Intercontinentale non fu curato dalla Unione fiduciaria. Ora sarebbe davvero singolare che tale società abbia acquistato in nome proprio ma per conto altrui azioni senza aver partecipato alle trattative per l'acquisto e senza che il fiduciante le anticipasse i soldi per tale acquisto. In altri termini, il senso economico dell'operazione fu questo: il fiduciante era il reale gestore dell'affare, fu lui a fissare i termini dell'acquisto delle azioni e il relativo regolamento finanziario; la fiduciaria comparve all'ultimo atto come cessionario (...) Pertanto, alla stregua delle considerazioni svolte, in nessun momento della vicenda giuridica può dirsi che l'Unione Fiduciaria sia stata controparte di una vendita di azioni. Occorre allora concludere che la legittimazione passiva non compete all'Unione fiduciaria, bensì al fiduciante”.*

Questo particolare atteggiarsi dei rapporti concreti tra le parti non ha nulla a che vedere con quella generica “*conoscenza del mandato*” che a norma dell'art. 1705 c.c. non vale ad escludere che gli effetti dell'azione gestoria si producano in capo al mandatario e che sovente è stata citata per negare la legittimazione del fiduciante. Una cosa, in effetti, è contrattare con la società Alfa, ancorchè sapendo che essa agisce su mandato di Caio; tutt'altra cosa è contrattare in via diretta ed esclusiva con Caio, con l'intesa che la posizione contrattuale verrà intestata alla società Alfa quale soggetto che istituzionalmente svolge attività di amministrazione fiduciaria di beni altrui.

## **5. La posizione di CONSOB su approvazione ed esatta ricostruzione del fenomeno**

Nell'ambito dei contratti di negoziazione di strumenti finanziari, il riconoscimento del cliente-fiduciante quale “*fruitore effettivo*” dei servizi di intermediazione finanziaria ha trovato puntuale sanzione nelle comunicazioni CONSOB n. DI/98086703 del 4 novembre 1998 e n. DIN/6022348 del 10 marzo 2006<sup>28</sup>.

L'Autorità di vigilanza era stata richiesta di pronunciarsi circa la possibilità per le società fiduciarie di pura amministrazione, autorizzate ad

---

<sup>28</sup> Tutte le comunicazioni Consob sono consultabili sul sito internet [www.consob.it](http://www.consob.it) alla sezione Regolamentazione/Normativa, massime e orientamenti Consob. Oltre a quelle citate, si vedano anche la comunicazione Consob n. DIN/8036154 del 18 aprile 2008 e la comunicazione Consob n. DIN/2023857 dell'11 aprile 2002.

operare a norma della Legge n. 1966/1939, di rendersi intestatarie, rispettivamente, di contratti di investimento e di contratti di negoziazione e raccolta ordini per conto dei propri fiducianti.

La questione è stata affrontata da una duplice prospettiva di analisi – il carattere riservato dei servizi di investimento e la necessaria personalizzazione del rapporto intermediario/investitore – ed in entrambi i casi ha condotto la CONSOB ad affermare che in tanto l'interposizione delle società fiduciarie è consentita, in quanto resti sempre e comunque preservata la diretta riferibilità al cliente-fiduciante della volontà contrattuale e delle connesse tutele.

1) Dal primo punto di vista, si osserva che la prestazione dei servizi di investimento, ivi compresa la ricezione e trasmissione di ordini, è riservata per legge alle SIM e alle Banche a ciò appositamente autorizzate. Per contro, le società fiduciarie possono esercitare esclusivamente l'attività di amministrazione statica disciplinata dalla Legge n. 1966/1939, restando ad esse precluso ogni sconfinamento nell'ambito della intermediazione finanziaria, secondo la chiara distinzione dei rispettivi ambiti di operatività tracciata dal c.d. Decreto Eurosim e successivamente ribadita dal T.U.F.

L'intestazione fiduciaria dei contratti di investimento potrebbe prestarsi a facile strumento di elusione del regime di riserva così delineato dal legislatore, nel caso in cui la società fiduciaria non si limitasse a svolgere attività di pura amministrazione, ma offrisse al cliente, in qualunque forma e in qualunque modo, indicazioni e consigli sulle scelte di investimento.

Per evitare illeciti sconfinamenti di campo, è pertanto necessario che *“nella determinazione della volontà del mandante non assuma rilievo alcun apporto professionale da parte della fiduciaria”* e che *“il contenuto dei contratti in parola sia (dovrà essere) interamente, puntualmente ed autonomamente predeterminato dal fiduciante con esclusione in capo alla fiduciaria di qualsivoglia autonomo potere di scelta circa l'intermediario mobiliare cui rivolgersi, i tempi, e la controparte, i valori mobiliari, la durata dell'operazione, il tasso di interesse da applicare, nonché in generale, ogni e qualsiasi ulteriore elemento del regolamento negoziale”*.

Più precisamente, in ipotesi di intestazione fiduciaria di contratti di negoziazione e raccolta ordini, *“il cliente/fiduciante dovrà quindi individuare interamente, puntualmente ed autonomamente ogni singolo ordine, che la fiduciaria statica si limiterà a materialmente far pervenire all'intermediario, con esclusione in capo alla fiduciaria di qualsivoglia autonomo potere di scelta”*.

2) In apertura della presente analisi abbiamo chiarito come il rapporto tra l'intermediario finanziario e l'investitore presenti un carattere necessariamente personalizzato, risultando fondato sull'obbligo di acquisire una conoscenza sostanziale ed in concreto delle caratteristiche del singolo cliente, della sua situazione finanziaria, della sua esperienza in materia e dei suoi obiettivi di investimento; conoscenza che a sua volta rappresenta condizione imprescindibile per la esatta graduazione ed esecuzione degli obblighi di condotta imposti alle Banche nella prestazione dei servizi di investimento, a partire da quello di adeguata informazione.

Alla luce di tale peculiare connotazione, la condizione tassativa affinché le società fiduciarie c.d. statiche possano rendersi intestatarie di contratti di investimento è che resti sempre garantito in capo al cliente-fiduciante, cioè in capo al soggetto cui compete in via esclusiva la assunzione delle scelte di investimento, *“il permanere della personalizzazione del rapporto con l'investitore”*.

A tal fine la CONSOB impone l'osservanza di speciali cautele, pensate con riferimento alla disciplina *pre-MiFID*, ma tranquillamente riferibili anche alla disciplina *post-MiFID*, che non solo non ha abrogato, ma ha semmai rafforzato la prospettiva di una tutela personalizzata, ritagliata sulla persona del singolo investitore.

Nella fase di scambio delle informazioni preliminari, *“il cliente/fiduciante deve essere reso identificabile in modo univoco attraverso l'attribuzione di un codice convenzionale”* e *“l'intermediario deve ricevere dalla fiduciaria tutte le informazioni sul cliente previste dall'art. 28, comma 1, lett. a), del reg. Consob n. 11522 (con l'eccezione dei soli nome e cognome)”*.

A propria volta, sulla scorta dei dati così acquisiti, l'intermediario *“deve fornire al cliente, per il tramite della fiduciaria, informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni delle operazioni o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte d'investimento o disinvestimento”*.

In particolare, la segnalazione dell'eventuale *“inadeguatezza”* dell'operazione (segnalazione cui nella disciplina attualmente vigente si affianca, in via alternativa, quella della *“non appropriatezza”*) e dell'eventuale esistenza di una situazione di conflitto di interessi deve essere indirizzata al cliente-fiduciante, cui compete la decisione discrezionale di confermare l'ordine nonostante la segnalazione di inadeguatezza o di conflitto (si ricorda, però, che la disciplina attualmente vigente vieta comunque l'operazione inadeguata, a nulla rilevando l'autorizzazione prestata dal cliente). Più esattamente, *“è necessario che l'intermediario consegni alla fiduciaria attestazione dell'avvenuta consegna all'investitore del modulo contenente il*



*warning di inadeguatezza o la segnalazione dell'esistenza dell'interesse in conflitto, e che proceda all'esecuzione dell'operazione solo dopo la ricezione di una dichiarazione, rilasciata dalla società fiduciaria sotto la propria responsabilità, dell'avvenuto conferimento da parte del fiduciante, nelle forme previste dal Regolamento Consob n. 11522/98, dell'autorizzazione al compimento dell'operazione".*

Le caratteristiche personali del singolo investitore, in particolare la sua specifica esperienza professionale, assumono un rilievo fondamentale in una fase ancora precedente del rapporto e precisamente all'atto del suo inquadramento preliminare come "cliente al dettaglio" ovvero come "operatore qualificato", classificazione decisiva per il concreto operare delle regole di tutela, la cui piena applicazione è prevista solo con riferimento alla prima categoria.

Anche sotto questo profilo la CONSOB ha inteso precisare che la classificazione deve essere riferita alla persona del fiduciante, non potendo "trovare applicazione il regime previsto dall'art. 31 del Regolamento Consob n. 11522/1998 in relazione ai cc.dd. operatori qualificati". Del resto, se così non fosse, ne risulterebbe di fatto abrogata l'intera disciplina di protezione delineata dal T.U.F. e dal Regolamento Intermediari, dal momento che le società fiduciarie rientrano di diritto nella categoria degli operatori qualificati e i loro clienti, quand'anche qualificabili come controparti non professionali, si vedrebbero a priori preclusa la possibilità di fruire delle tutele volute dal legislatore.

Infine, l'Autorità di vigilanza prescrive che nel corso dell'esecuzione del rapporto sia sempre garantita la possibilità per il cliente di "rendersi palese nei confronti dell'intermediario e sostituirsi alla fiduciaria" nell'esercizio dei diritti e delle tutele previste; previsione che vale a superare ogni residuo dubbio sulla piena ed originaria legittimazione del cliente-fiduciante di agire nei confronti dell'intermediario finanziario per fare valere l'eventuale violazione delle norme di condotta dettate dalla disciplina di settore.

## **6. La soluzione del "caso per caso" accolta dalla corte di appello di Bologna. Considerazioni conclusive.**

La qualificazione del fiduciante quale "*parte effettiva*" del rapporto o, per usare le parole della CONSOB, quale "*fruitore effettivo*" del servizio di investimento, è la chiave di lettura che la Corte di Appello di Bolo-

gna<sup>29</sup>, nel pronunciarsi sulla impugnazione della sentenza del Tribunale di Modena n. 249/2008, ha fatto propria per pervenire a riconoscere la legittimazione attiva dell'attore.

La valorizzazione del profilo sostanziale si accompagna, nel ragionamento della Corte, ad una speculare svalutazione della specificità giuridica delle società fiduciarie, intese come soggetti sempre terzi rispetto al fiduciante, così come si ricava dalla relativa disciplina di settore.

I Giudici riconoscono, in effetti, che *“la società fiduciaria esercita istituzionalmente l'amministrazione di beni non propri (art. 1 L. n. 1966/1939) per cui non può rivestire, anche nei confronti dei terzi, la qualità di proprietaria dei beni amministrati”* e tuttavia valutano tale profilo del tutto inconferente *“per ritenere come vorrebbe l'appellante che il fiduciante sia legittimato ad esercitare, anche nei confronti del terzo contraente, non solo le pretese che traggono origine dalla proprietà dei beni, ma anche quelle che hanno la propria fonte nel contratto stipulato tra la fiduciaria ed il terzo, contratto del quale non è stato parte”*.

A tale risultato si può invece pervenire, ad avviso della Corte, attraverso una *“corretta valutazione (...) dei fatti oggetto di causa che deponevano, tutti in maniera assolutamente univoca, nel senso che le parti effettive del rapporto di negoziazione delle obbligazioni Parmalat di cui si discute furono da un lato, M. e, dall'altro, la Banca per il tramite del proprio dipendente dott. B., mentre la fiduciaria S., nella comune intenzione delle parti, assunse solo il ruolo di mero contraente 'formale', essendo l'effettivo scambio di volontà intercorso, appunto, tra il cliente M. e la Banca intermediaria, nonostante la mancata espressa contemplatio domini da parte della società fiduciaria”*. Le circostanze fattuali sono inequivoche: *“Era quest'ultimo (n.d.r.: il cliente-fiduciante) a scegliere il tipo di investimento come da lui provenivano le relative autorizzazioni all'acquisto, ed anche a lui veniva chiesta la sottoscrizione dei documenti informativi sul rischio dell'operazione”*.

Le considerazioni sviluppate a sostegno della legittimazione attiva del fiduciante, che rimanda ad un approccio interpretativo “caso per caso”, sono in sé centralissime e tuttavia la Corte non si avvede che questa particolare configurazione in fatto del rapporto non soltanto non prescinde, ma è anzi diretta conseguenza della peculiare riserva di attività che il legislatore ha inteso assegnare alle società fiduciarie cd. statiche.

---

<sup>29</sup> Sentenza 20 luglio 2012 n. 1034, non ancora pubblicata.

È, allora, necessario ricordare nuovamente che le società autorizzate ad operare a norma della Legge n. 1966/1939 non possono svolgere alcuna attività diversa ed ulteriore da quella di pura amministrazione conservativa di beni altrui, restando loro preclusa l'assunzione di autonome scelte circa l'acquisto, la gestione e l'eventuale disinvestimento dei beni affidati fiduciariamente, rimesse viceversa in via esclusiva alla volontà del fiduciante. Questo limite di operatività assume carattere ancor più stringente laddove l'instestazione fiduciaria abbia ad oggetto strumenti finanziari, perché, come detto, ogni fattiva ingerenza della società fiduciaria si tradurrebbe di fatto nella abusiva prestazione di servizi di investimento.

In altri termini: la società fiduciaria si limita ad assumere in fatto il ruolo di mero contraente formale, perché in diritto le è preclusa ogni partecipazione alla determinazione della volontà contrattuale. E proprio la perfetta coincidenza di profilo sostanziale e profilo giuridico segna il percorso interpretativo da seguire per risolvere positivamente il quesito sulla piena rilevanza anche nei confronti dei terzi contraenti del rapporto interno tra fiduciante e società fiduciaria.