

ELISABETTA RIGHINI

*LE SOCIETÀ FIDUCIARIE E LA FIDUCIA  
NELL'AMBITO DEL DIRITTO DEI MERCATI FINANZIARI*

SOMMARIO: 1. Il ruolo delle società fiduciarie nello sviluppo del mercato mobiliare italiano e del diritto dei mercati finanziari. – 2. La normativa in tema di società fiduciarie. – 3. La tipologia delle società fiduciarie. – 4. Le modalità di svolgimento dell'attività di amministrazione statica e la disciplina del contratto di amministrazione fiduciaria. – 5. Le fiduciarie di gestione. – 6. Il servizio di gestione di portafogli prestato dalle società fiduciarie di gestione. – 7. La disciplina del contratto di gestione fiduciaria. – 8. La peculiarità del servizio di gestione di portafogli espletata dalle società fiduciarie di gestione. – 9. Conclusioni: la fiducia all'interno del sistema del mercato finanziario.

**1. Il ruolo delle società fiduciarie nello sviluppo del mercato mobiliare italiano e del diritto dei mercati finanziari.**

Allo studioso del diritto dei mercati finanziari il tema della fiducia nell'ambito del settore della finanza evoca immediatamente quello delle società fiduciarie e del ruolo svolto da questi soggetti nell'ambito dell'evoluzione del mercato mobiliare italiano e della relativa disciplina legislativa e regolamentare.

Le società fiduciarie sono state infatti tra i più importanti protagonisti di quel processo di innovazione finanziaria, che, a partire dagli anni '80 del secolo scorso, ha letteralmente rivoluzionato il panorama degli intermediari e dei prodotti nel nostro Paese, insieme al relativo quadro normativo.

Il panorama finanziario italiano, infatti, si incentrava all'epoca su di un sistema prevalentemente 'bancocentrico', in cui il credito bancario costituiva il canale quasi esclusivo di finanziamento per le imprese, e su un mercato mobiliare e borsistico asfittico, privo di adeguati strumenti di investimento per i risparmiatori italiani, desiderosi di trovare nuove forme impiego oltre a quella prevalente dei titoli di Stato, di fronte anche alla sfida di un'inflazione a due cifre, che minacciava di erodere i risparmi accumulati nel tempo. All'interno di questo panorama le fiduciarie si posero fra gli inter-

mediari più dinamici, proponendo innovazioni destinate a rivoluzionare la normativa e il mercato.

In particolar modo, le società fiduciarie, senza abbandonare la loro modalità operativa caratteristica, cioè quella dell'intestazione fiduciaria, che consiste nell'intestazione in capo alla società di titoli o altri beni dei clienti (titoli e beni che nonostante l'intestazione formale, rimangono tuttavia nella proprietà sostanziale dei clienti medesimi), si sono in quegli anni trasformate, da meri amministratori e custodi di patrimoni, in istituzioni finanziarie operanti in maniera innovativa sotto due diversi profili: quello della emissione di nuovi prodotti finanziari e quello dell'offerta di nuovi servizi.

Sotto il primo profilo, le fiduciarie operarono ampiamente nella elaborazione di tali prodotti, all'interno del fenomeno più ampio della creazione di titoli atipici da parte di nuove tipologie di emittenti, precisamente attraverso l'emissione di "certificati di deposito fiduciario" (o di altri titoli analoghi variamente denominati). Si trattava nello specifico di documenti, destinati alla circolazione all'interno del mercato secondario, rappresentativi di beni e cespiti fiduciarmente intestati alla fiduciaria stessa (spesso quote di partecipazione societaria non azionaria, o beni diversi come beni di investimento e quote di multiproprietà immobiliare). La caratteristica di tali strumenti era che, dal punto di vista giuridico formale, ad essere incorporata nel titolo non era direttamente la proprietà del bene fiduciarmente intestato, ma la posizione giuridica contrattuale intercorrente con la fiduciaria intestataria del bene stesso, cosicché l'acquirente del titolo veniva ad acquisire innanzitutto la qualità di fiduciante e, conseguentemente, in quanto tale anche la proprietà sostanziale del bene sottostante.

Nonostante il verificarsi di alcuni abusi<sup>1</sup> (del resto inevitabili, stante all'epoca la pressochè totale mancanza di vigilanza e di una disciplina specifica), questi primi tentativi di mobilitazione e cartolarizzazione della ricchezza da un lato contribuirono ad ampliare il numero dei prodotti finanziari a disposizione dei risparmiatori e, dall'altro, stimolarono la produzione di una disciplina legislativa che, proprio partendo da queste e simili

---

<sup>1</sup> V. sul punto E. RIGHINI, *I certificati emessi dalle società fiduciarie e la sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1989, II, p. 667 ss.; ID., *Ruolo e funzione del depositario – amministratore di valori mobiliari nella sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1992, II, p. 196.

esperienze, introdusse per la prima volta, con la l. n. 77 del 23 marzo 1983, una normativa in tema di “sollecitazione al pubblico risparmio”. Tale disciplina costituirà la base per la creazione di una legislazione organica del mercato mobiliare, sfociata poi, attraverso varie vicende normative, nella elaborazione del Testo Unico della Finanza (d.legisl. 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modifiche), di cui la disciplina dell’ “appello al pubblico risparmio” e delle “offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione” (che tuttora ne mantengono l’impianto normativo di base e i principi basilari) costituisce ancora una parte fondamentale.

Sotto il profilo della creazione di nuovi servizi finanziari, furono proprio le società fiduciarie ad introdurre per prime nel nostro paese il servizio di gestione individuale di patrimoni, effettuando, su base contrattuale e nell’interesse del singolo cliente, la movimentazione dei patrimoni fiduciarmente intestati a fini di investimento. In tal modo, in un panorama nazionale che si presentava assolutamente carente sotto il profilo del risparmio gestito (giacchè la normativa italiana sui fondi comuni di investimento, introdotta soltanto nel 1983, con la già citata legge n.77, fu attuata solo qualche anno dopo), si attribuiva al risparmiatore italiano la possibilità di ricorrere ad un servizio innovativo e personalizzato, che sarà poi annoverato fra le “attività di intermediazione mobiliare” dalla l. n. 1 del 2 gennaio 1991 e, successivamente, fra i “servizi di investimento” di cui al citato Testo Unico della Finanza.

## 2. La normativa in tema di società fiduciarie.

Passando ora ad esaminare l’impianto normativo in tema di società fiduciarie, il primo provvedimento relativo a tali società risale al regio decreto legge del 16 dicembre 1926 n. 2214; tuttavia è del 23 novembre 1939 la prima legge sulle società fiduciarie, la n. 1966, legge che ancora oggi ne costituisce la base della disciplina, arricchitasi negli anni per opera di diversi interventi legislativi e regolamentari.

Fra essi, va ricordato innanzitutto il Regio Decreto 29 marzo 1942, n. 239, il quale, coordinato con la legge 29 Dicembre 1962, n.1745, imponendo l’obbligo di comunicazione delle generalità dei fiducianti all’amministrazione finanziaria, viene considerato quale fondamento del principio di riservatezza proprio delle società fiduciarie, attraverso una interpretazione *a contrario*, in base alla quale di volta in volta ulteriori obblighi di comunicazione della loro identità dovranno espressamente essere previsti dalla legge.

Ulteriore importante riferimento normativo è poi quello della legge 13 aprile 1987, n. 148, con cui il legislatore sanziona le società o gli enti, privi della prescritta autorizzazione, che svolgano attività propria di società fiduciaria, sottoponendo i soggetti che prestino abusivamente tale attività alla liquidazione coatta amministrativa.

Fra le norme fondamentali in tema di società fiduciarie va ricordato infine il D.M. 16 gennaio 1995, che coordina la normativa in tema di società fiduciarie, in materia di autorizzazione e vigilanza sullo svolgimento dell'attività fiduciaria, con le citate norme emanate a partire dagli anni '80 in Italia in tema di mercato mobiliare.

Per quanto riguarda la relativa definizione normativa, secondo la l. n. 1966 del 1939 le "società fiduciarie e di revisione si propongono, sotto forma di impresa, di assumere l'amministrazione dei beni per conto di terzi, l'organizzazione e la revisione contabile di aziende e la rappresentanza dei portatori di azioni e di obbligazioni".

Da questa definizione si evince che, secondo tale l'impostazione, la società fiduciaria svolge l'attività di amministrazione di beni; i beni amministrati sono e rimangono di proprietà dei terzi; la società fiduciaria normalmente si intesta i beni dei terzi ma potrebbe anche semplicemente ricevere incarico di amministrarli senza intestazione fiduciaria.

L'essenza dell'attività fiduciaria consiste quindi nell'intestazione dei beni alla fiduciaria stessa, che ne acquisisce così la titolarità in senso formale, pur rimanendo la proprietà sostanziale dei beni stessi in capo ai fiduciari.

Lo svolgimento dell'attività fiduciaria, cioè dell'attività svolta secondo la predetta finalità è rigorosamente riservato alle società fiduciarie, conformi alle prescrizioni della legge 1966/39. Le società fiduciarie possono pertanto operare solo previa autorizzazione del Ministero dello Sviluppo Economico (già Ministero dell'Industria) e la loro operatività deve svolgersi in conformità al già citato Decreto del Ministeriale del 16 gennaio 1995.

A tali disposizioni specifiche si sono poi aggiunte quelle contenute nel d.lgs. n. 141, del 13 agosto 2010, nel testo modificato dall'art. 4 del d.lgs. n. 169, del 19 settembre 2012, che ha previsto, per le fiduciarie con capitale sociale superiore al doppio del capitale minimo per le s.p.a. o controllate da banche o intermediari (cosiddette «fiduciarie di primo livello»), la sottoposizione (ai soli fini antiriciclaggio) alla vigilanza della Banca d'Italia, con l'esenzione, tuttavia, dell'obbligo di fornire a banche, commercialisti, avvocati, notai i dati sul cliente/fiduciante. Conseguentemente, le fiduciarie di primo livello sono iscritte nel nuovo albo di cui all'articolo 106 del Testo Unico Bancario. Pertanto esse, oltre che alla vigilanza e all'autorizzazione del Ministero per lo Sviluppo Economico, sono sottoposte alla vigilanza

della Banca d'Italia ai soli fini antiriciclaggio per gli aspetti relativi all'organizzazione amministrativa e contabile nonché per i controlli interni. Esse devono inoltre essere dotate di di uno specifico "patrimonio di vigilanza" che risponda ai requisiti patrimoniali prescritti, idonei a far fronte al rischio operativo derivante dalla mancata conformità alla normativa antiriciclaggio.

Occorre infine tenere presente che, a seconda dell'attività svolta, le società fiduciarie possono essere assoggettate a diverse prescrizioni legislative e regolamentari, come nel caso delle fiduciarie che svolgano attività di gestione di patrimoni, le quale sono soggette alla normativa in tema di prestazione di servizi di investimento, contenuta nel Testo Unico dell'Intermediazione finanziaria e nei relativi regolamenti di attuazione, anziché alla disciplina di cui alla l. n. 1966/1939.

### **3. La tipologia delle società fiduciarie.**

Le società fiduciarie, a seconda della tipologia di attività svolta, possono quindi essere suddivise in due categorie, assoggettate ad una diversa disciplina normativa.

La prima categoria comprende le società fiduciarie dette "di amministrazione statica", le quali esercitano attività di amministrazione del patrimonio conferito dal cliente senza alcun diritto o facoltà di disporre discrezionalmente dei diritti o dei beni del medesimo. La fiduciaria si impegna pertanto ad osservare rigorosamente le istruzioni impartite dal fiduciante stesso. Tale modello è quello previsto dalla già citata l. n.1966 del 1939, cioè il modello della "fiducia statica", in cui il fiduciario, in quanto intestatario di un diritto, a seguito di accordo esistente col fiduciante si impegna ad esercitare tale diritto in conformità alle richieste ed istruzioni del fiduciante, in favore di questi o di un terzo da questi indicato.

Secondo questo modello, la società fiduciaria non ha in alcun modo la possibilità di disporre autonomamente del bene o del diritto conferitole in amministrazione dal fiduciante.

Le clausole contenute nel contratto evidenziano inoltre che la proprietà sostanziale del bene o del diritto rimane in capo al fiduciante, cosicché le società fiduciarie non acquisiscono la proprietà sostanziale dei beni e diritti a loro affidati, ma solo la legittimazione derivante dalla loro intestazione formale. Si pone pertanto in essere una netta separazione tra il patrimonio così gestito e quello proprio della società fiduciaria. In virtù di tale separazione i beni ed i diritti trasferiti alle società fiduciarie vengono conseguentemente

sottratti alle azioni dei creditori di tali società, e rimangono quindi soggetti alle sole azioni dei creditori del fiduciante<sup>2</sup>.

La modalità operativa delle società fiduciarie di amministrazione è quella del contratto di amministrazione con intestazione fiduciaria. Si tratta di una figura contrattuale, basata sull'*intuitu personae*, che non comporta alcun potere discrezionale per il depositario amministratore o per la società fiduciaria che svolga tale ruolo. L'amministratore deve infatti limitarsi ad espletare un'attività meramente conservativa e di ordinaria amministrazione, senza poter disporre dei titoli e degli strumenti finanziari ad esso affidati. Da qui il nome anche di "amministrazione statica", di questa attività, per contrapporla alla "gestione dinamica", di cui si parlerà in seguito, e che invece presuppone l'attribuzione di un siffatto potere.

Sotto il profilo della qualificazione giuridica, più in particolare, l'attività di amministrazione, anche se in forma fiduciaria, è, quanto a finalità e poteri, assimilabile alla figura tradizionale del contratto di deposito regolare in amministrazione di titoli di cui all'art. 1838, c.c.; contratto tipico che il codice civile inserisce fra i contratti bancari, in quanto tradizionalmente trattasi di un servizio espletato dalle banche a favore della loro clientela<sup>3</sup>, ma che si presta ad essere inquadrato nella fattispecie più generale del mandato.

In particolare, l'attività di amministrazione di titoli (che rientra anche fra i servizi accessori che possono essere espletati dalle sim), può essere svolta da qualsiasi soggetto, poichè non è assoggettata ad alcuna particolare forma di riserva. Tuttavia, quando tale attività venga prestata attraverso la modalità dell'intestazione fiduciaria, essa può essere riservata solo dalle società fiduciarie, in quanto la prestazione di servizi alla clientela mediante tale forma costituisce una peculiarità ad esse specificamente attribuita dall'ordinamento.

---

<sup>2</sup> Tale separazione patrimoniale è stata riconosciuta anche dalla Cassazione, con la sentenza del 21 maggio 1999 n. 4943, affermando che "nella società fiduciaria, i fiducianti vanno identificati come gli effettivi proprietari dei beni loro affidati alla società ed a questa strumentalmente intestati; rimanendo i fiducianti proprietari effettivi dei beni affidati alla società, gli stessi sono dotati di una tutela di carattere reale azionabile in via diretta ed immediata nei confronti della fiduciaria".

<sup>3</sup> Per l'identificazione dell'attività di amministrazione e custodia con quella di cui all'art. 1838 c.c., v. implicitamente, D. VIANI e E. ZANELLI (a cura di), SIM, [*Società di intermediazione mobiliare: Legge 2 gennaio 1991, n. 1*], Trieste, Ergon business communication, 1991, p. 90, e la circolare Assonime n. 5/91.

#### **4. Le modalità di svolgimento dell'attività di amministrazione statica e la disciplina del contratto di amministrazione fiduciaria.**

Come già si è accennato, un provvedimento fondamentale per quanto riguarda la disciplina dello svolgimento dell'attività fiduciaria di amministrazione statica è costituito dal D.M. 16 gennaio 1995, il quale si occupa delle società fiduciarie di amministrazione sia per quanto attiene la fase della autorizzazione all'esercizio dell'attività, sia per quanto attiene alla vigilanza sull'attività stessa.

Tale provvedimento è stato emanato dal Ministro dell'Industria (ora dello Sviluppo Economico) quale organo di controllo sulle fiduciarie, e contiene le norme relative allo svolgimento degli incarichi fiduciari e al contenuto del contratto. Fra tali disposizioni troviamo innanzitutto quelle che interdicono alle fiduciarie di detenere partecipazioni proprie se siano non strettamente attinenti alla propria attività e, soprattutto quelle che impongono ad esse l'obbligo di inserire i beni amministrati per conto di terzi in appositi "conti d'ordine", dopo averli iscritti in uno specifico registro ed averli rubricati ed identificati ai fini dell'archivio unico informatico. La funzione di tale iscrizione e dei relativi obblighi di registrazione è legata alla necessità di provvedere all'opportuna identificazione di tutti i beni di titolarità dei fiducianti, in modo da evitare la confusione con la proprietà dei beni degli altri fiducianti e con il patrimonio della fiduciaria medesima, poiché caratteristica essenziale dell'intestazione fiduciaria è il mantenimento della proprietà dei beni in capo ai clienti, che verrebbe meno, secondo i fondamentali principi civilistici, nel caso in cui si tale confusione venisse a verificarsi.

Tutto ciò comporta che la modalità operativa propria delle società fiduciarie possa qualificarsi come un operare per conto di terzi, anche se in nome proprio.

I suddetti principi fondamentali vengono poi rafforzati dal rispetto delle norme contenute all'interno del decreto e che riguardano la determinazione del contenuto del contratto di amministrazione fiduciaria e delle relative clausole.

In particolar modo è il punto 10 dell'articolo 5 del decreto che prevede tale contenuto, stabilendo l'obbligo di indicare ciascun bene affidato in amministrazione e l'individuazione dei poteri conferiti alla società fiduciaria, nonché la facoltà per il fiduciante di modificare in ogni momento tali poteri, con comunicazione scritta precedente della relativa esecuzione, nonché di impartire istruzioni specifiche per il relativo esercizio. Rispetto a tale ipo-

tesi, rimane la facoltà per la società fiduciaria di non accettare le istruzioni o di sospenderne l'esecuzione, previa comunicazione al fiduciante, qualora le ritenga contrarie a norme di legge, pregiudizievoli per la sua onorabilità, professionalità e operatività e per i suoi diritti soggettivi. Deve inoltre essere in ogni caso riconosciuta la facoltà per il fiduciante di risolvere in ogni momento il contratto, con il correlativo obbligo per la fiduciaria di restituire al fiduciante i beni amministrati.

Queste disposizioni sono espressione della sostanziale natura giuridica riconducibile alla figura del mandato del contratto di amministrazione fiduciaria, cioè del fatto che il fiduciante, in quanto mandatario, si configuri come *dominus* dell'operazione, nel cui interesse e in conformità alle cui determinazioni deve essere amministrato il patrimonio, e a cui vanno comunque restituiti i beni, che sono a costui riferibili.

Da parte sua, il fiduciante ha l'obbligo di non disporre personalmente, ma a nome della società fiduciaria, dei beni e dei relativi diritti in amministrazione, con la conseguente facoltà (in base all'art. 1727 c.c. "rinuncia al mandato") per la società fiduciaria di recedere dal contratto, in particolare qualora il fiduciante abbia regolato personalmente operazioni finanziarie a nome della società fiduciaria, effettuando pagamenti di somme o ricevedone. Ulteriore obbligo per il fiduciante è quello di anticipare alla fiduciaria la provvista finanziaria necessaria per l'esecuzione degli incarichi, con l'obbligo per la società fiduciaria di non dare esecuzione ad istruzioni che comportino un'obbligazione di natura finanziaria ove la provvista non sia stata tempestivamente messa a disposizione dal cliente.

In proposito, la prima disposizione si collega alla peculiare caratteristica del contratto di amministrazione fiduciaria, dove la formale intestazione dei beni in capo alla società fiduciaria comporta evidentemente che tutte le operazioni vengano compiute a nome di quest'ultima, mentre l'obbligo di fornire al mandatario le risorse necessarie per lo svolgimento del suo incarico rappresenta una delle obbligazioni fondamentali del mandante. Il corrispondente divieto per la fiduciaria di dar corso all'operazione qualora il cliente non abbia preventivamente fornito la necessaria provvista risponde, poi, da un lato alla finalità di assicurare la stabilità finanziaria della società, e, dall'altro a quella di evitare che l'attività di amministrazione, in sé puramente conservativa, si trasformi in un'occasione di speculazione finanziaria.

Rispondono invece all'esigenza di offrire adeguata tutela al cliente-fiduciante la previsione del divieto per la società fiduciaria di cedere il contratto e la predeterminazione all'interno del contratto stesso del corrispettivo per la fiduciaria, ovvero dei criteri per la sua determinazione nonché degli oneri e delle spese addebitabili al fiduciante. Essendo i titoli intestati alla fiducia-



ria comunque di proprietà dei fiducianti, lo schema contrattuale prevede poi conseguentemente l'obbligo da parte di questa di esercitare il diritto di voto ed ogni altro diritto inerente ai beni in amministrazione in conformità alle direttive impartite per iscritto dal fiduciante.

Il contratto deve inoltre prevedere, sempre a tutela della clientela, e con finalità di trasparenza, la cadenza dell'(eventuale) rendiconto dell'amministrazione svolta, se necessario alla buona esecuzione del contratto e ove chiesto dal fiduciante, e l'indicazione degli intermediari abilitati ad esercitare l'attività di custodia e amministrazione presso i quali sono depositati i beni assunti in amministrazione.

In quanto operatore professionale la fiduciaria è responsabile per i danni derivanti dalla cattiva amministrazione del patrimonio dei clienti. Tale responsabilità per l'inadempimento dei doveri scaturenti dal contratto, in conformità alla sua qualificazione giuridica come mandato, è per la società fiduciaria regolata dagli artt. 1176 e 1710 c.c. (sulla diligenza del mandatario nell'adempimento delle obbligazioni). Inoltre, in conformità ai principi generali, deve essere espressamente menzionato nel documento contrattuale l'obbligo per la società fiduciaria di rispondere dell'operato degli ausiliari di cui il fiduciante l'autorizza ad avvalersi per l'esecuzione dell'incarico ai sensi degli artt. 1228 c.c. (responsabilità degli ausiliari) e 2049 c.c. (responsabilità dei padroni e dei committenti), salvo che nel contratto di mandato le parti abbiano indicato il nominativo dell'ausiliario ovvero che la sostituzione sia necessaria in relazione alla natura dell'incarico ai sensi dell'art. 1717 c.c. (sostituto del mandatario e preventiva autorizzazione alla sostituzione).

Infine, sempre a tutela del cliente, il contratto deve sancire l'inderogabilità dalle condizioni generali contenute nel contratto stesso, in quanto esse costituiscono l'applicazione dei principi fondamentali per un corretto svolgimento dell'attività fiduciaria. Pertanto esse, salvo motivate eccezioni, non possono essere derogate da clausole aggiuntive.

I successivi articoli 12, 13 e 14 del decreto riguardano invece non le clausole contrattuali del mandato fiduciario, ma le regole di comportamento che le società fiduciarie devono rispettare nell'esecuzione del mandato fiduciario stesso, sempre a tutela della clientela, e nel rispetto della natura professionale della prestazione fornita ai fiducianti.

Nello specifico, l'articolo 12 prescrive che la società fiduciaria nello svolgimento della sua attività compia gli atti previsti ed indicati dalla natura o dall'oggetto del bene amministrato con diligenza e professionalità nel rispetto delle disposizioni impartite da ciascun fiduciante, che agisca nell'interesse esclusivo del fiduciante e risponda secondo le regole del

mandato oneroso e che i beni e le somme vengano indicati nel contratto, nonché in un estratto conto periodico, al fine di assicurarne un'esatta identificazione.

La fiduciaria inoltre non potrà emettere titoli, documenti o certificati rappresentativi dei diritti dei fiducianti: quest'ultima disposizione risponde all'esigenza di evitare l'immissione sul mercato di prodotti finanziari o titoli che potrebbero dare luogo a frodi o abusi per la difficoltà derivante dallo schermo dell'intestazione fiduciaria nel fare effettivo riferimento ai beni rappresentati da tali certificati, sulla scorta di alcune esperienze avvenute durante gli anni '80, dove certificati di questo genere vennero utilizzati nell'ambito di operazioni di sollecitazione all'investimento che diedero luogo a frodi collettive a danno dei risparmiatori<sup>4</sup>

Sempre a tutela della proprietà dei fiducianti, e al fine di garantire eventuali fraudolente sottrazione di beni, i depositi in denaro e i beni dei fiducianti devono essere depositati obbligatoriamente presso banche o SIM autorizzate a svolgere il servizio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari, con facoltà di sub-deposito presso società autorizzate ai sensi dell'art. 80 TUF ad esercitare gestione accentrata di strumenti finanziari (Monte Titoli S.p.A.). In deroga a quanto sopra esposto, il fiduciante potrà chiedere che i propri titoli vengano depositati presso la società emittente, ovvero presso la fiduciaria, ma solo quando ciò sia necessario all'esecuzione di specifici incarichi conferiti nell'ambito del contratto fiduciario, ovvero quando la società fiduciaria svolga la funzione di cassa incaricata per il pagamento dei frutti, per il deposito ai fini dell'intervento in assemblea, ed infine per il loro ritiro da parte del fiduciante, quando si debba provvedere alla loro reintestazione.

All'atto della sottoscrizione del contratto il fiduciante, se persona fisica, deve dichiarare se i beni da amministrare sono di sua esclusiva proprietà, ovvero se su di essi egli possiede diritti reali di godimento e se essi siano affidati dal fiduciante nella sua qualità di imprenditore o nell'esercizio d'impresa.

---

<sup>4</sup> V. in proposito E. RIGHINI, *I certificati patrimoniali dell'Istituto Fiduciario Lombardo*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1987, I, p. 145; ID., *I certificati emessi dalle società fiduciarie e la sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1989, II, p. 667 ss.; ID., *Ruolo e funzione del depositario - amministratore di valori mobiliari nella sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1992, II, p. 196.

Infine, in caso di conferimento di un mandato avente ad oggetto l'amministrazione di partecipazioni sociali, la società fiduciaria dovrà integrare il proprio incarico con copia della documentazione riguardante la società partecipata fiduciarmente.

## **5. Le fiduciarie di gestione.**

La seconda tipologia di società fiduciarie è quella delle "fiduciarie di gestione", che esercitano la gestione di portafogli di investimento attraverso l'intestazione fiduciaria, secondo quanto previsto dal TUF. Si tratta del modello della "fiducia dinamica", in cui il fiduciario riceve dal fiduciante il diritto di disporre discrezionalmente dei beni e diritti di quest'ultimo al fine di incrementare il valore del patrimonio del fiduciante; nello stesso tempo il fiduciario assume l'obbligo verso il fiduciante di ritrasferire a lui o ad un terzo appositamente individuato i beni di tale patrimonio al termine del rapporto. La società fiduciaria, acquisendo la piena disponibilità dei beni e dei diritti conferiti, può quindi disporre in modo pienamente discrezionale degli stessi, alienandoli ed effettuando così nuovi investimenti sempre nell'interesse del fiduciante.

In proposito, la distinzione fra "fiduciarie di gestione" e "fiduciarie di amministrazione" nasce dalla circostanza che, come già detto, il nostro ordinamento non consente alle società fiduciarie di svolgere contemporaneamente entrambe le attività, ma opera una netta separazione fra i soggetti autorizzati, in forma fiduciaria, a prestare attività di amministrazione statica e quelli che possono, sempre in tale forma, svolgere il servizio di gestione dinamica.

Infatti, come si è visto, con riferimento alle fiduciarie di amministrazione, con il già citato d.m. del 1995 ("Elementi informativi del procedimento di autorizzazione all'esercizio dell'attività fiduciaria e di revisione e disposizioni di vigilanza") si è prevista l'assimilazione del contratto fiduciario a quello di mandato prevedendo che al fiduciante rimanga la proprietà sostanziale dei beni e dei diritti conferiti. Viceversa, con riferimento alle fiduciarie di gestione, la legge, come vedremo, dispone che esse devono essere iscritte in una sezione speciale dell'Albo SIM ed esercitare in via esclusiva l'attività di gestione con intestazione fiduciaria, previa integrazione della ragione sociale con l'indicazione di "Società Fiduciaria SIM", sotto la vigilanza di Consob e Banca d'Italia.

## 6. Il servizio di gestione di portafogli prestato dalle società fiduciarie di gestione.

L'attività di gestione svolta dalle società fiduciarie rientra nel novero dei servizi di investimento, e precisamente nella "gestione di portafogli" di cui all'art.1, comma 5, del d. legisl. n. 58 del 24 febbraio 1998, TUF. Tale servizio è definito dall'art. 1, comma 5, *quinquies* del TUF come la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti.

In realtà, la norma non ci offre una specifica definizione legislativa del concetto di gestione, che viene utilizzato sia per il servizio di gestione individuale prestato dalle SIM e dagli altri intermediari ad esse equiparati, fra cui appunto le fiduciarie, sia per la gestione espletata da altri soggetti, come i fondi comuni di investimento e i fondi pensione.

Tuttavia, un punto fermo è che la caratteristica essenziale dell'attività di gestione consista nella particolare modalità operativa cioè nella dinamicità, che consiste, come già detto, nell'effettuare operazioni di acquisto e di vendita di beni, di attività finanziarie, titoli, etc., nell'interesse dei clienti, che affidano all'intermediario il compito di gestire professionalmente le proprie risorse mediante tale forma di valorizzazione dell'attivo. La caratteristica essenziale della gestione è quindi il suo carattere dinamico, perchè, nell'effettuare operazioni di acquisto e di vendita, secondo la propria scelta discrezionale, al fine di ottenere plusvalenze di negoziazione (ma con il rischio per il cliente di sopportare anche le eventuali minusvalenze che dall'esercizio di tale attività conseguano), consiste l'oggetto principale dell'obbligazione del gestore.

Sotto questo profilo, la nozione di gestione si contrappone a quella di «amministrazione» per l'aspetto statico di quest'ultima, in cui l'amministratore non ha altro compito se non quello di esercitare i diritti inerenti ai valori mobiliari e ai prodotti finanziari a lui affidati, ma senza alcun potere di disporre<sup>5</sup>.

Il servizio di gestione individuale di patrimoni non costituisce tuttavia l'unica ipotesi di gestione che il nostro ordinamento conosce, ma accanto ad essa ne esiste un'altra, quella della gestione collettiva o gestione in monte. È quindi necessario determinare, in primo luogo, in cosa consiste

---

<sup>5</sup> V. E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1993, p. 218.

l'essenza della gestione personalizzata o individuale rispetto alla gestione in monte.

In proposito la dottrina ha ritenuto di indicare diversi criteri per discriminare tra l'una o l'altra ipotesi. Partendo comunque dalla constatazione per cui le differenze tra i due regimi discendono dalla diversa destinazione soggettiva del servizio, rivolta in un primo caso ad uno specifico e determinato soggetto, unico titolare del patrimonio affidato in gestione, e nel secondo ad una collettività di risparmiatori contitolari *pro quota* di diritti su una massa di beni e di attività, non riconducibile alla titolarità individuale di alcuni dei partecipanti, si è giunti a varie conclusioni.

Infatti, vi è chi ha sottolineato che la differenza fra gestioni individuali e gestioni in monte andrebbe determinata innanzitutto sotto il profilo quantitativo, nel senso che la gestione individuale sarebbe conveniente solo quando il patrimonio gestito sia di cospicue dimensioni, così da poter sostenere i costi del servizio di gestione e realizzare un'effettiva diversificazione degli investimenti (diversificazione che del servizio di gestione costituirebbe l'essenza), mentre quando il risparmiatore disponga individualmente di risorse di ammontare modesto sarebbe più conveniente il ricorso ad una gestione collettiva, che consentirebbe maggiori economie di scala e più ampie possibilità di diversificazione. Procedendo in questo approccio «quantitativo» si è anche auspicata la determinazione normativa dell'ammontare minimo del patrimonio affidabile dal singolo cliente al servizio di gestione personalizzata<sup>6</sup>.

Altri hanno ritenuto che la differenza tra gestioni individuali e collettive risiederebbe nel fatto che le gestioni individuali sarebbero caratterizzate da operazioni speculative e di rischio, mentre le gestioni collettive avrebbero ad oggetto solo operazioni non speculative<sup>7</sup>.

In realtà, si è opportunamente messo in evidenza che queste considerazioni non trovano riscontro nè in via di fatto, nè da un punto di vista norma-

---

<sup>6</sup> In questo senso G. VISENTINI, *Relazione introduttiva al seminario sulle gestioni di portafoglio*, in *Rapporto conclusivo della ricerca sul servizio di gestione di portafoglio individuale*, a cura del Ceradi, Roma, 1986, p. 35 ss, il quale auspicava la fissazione di un limite quantitativo minimo di duecento milioni di lire per i servizi di gestioni individuale. Nella linea di interpretazione quantitativa v. anche N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 1996, p. 172.

<sup>7</sup> M. PREDÀ, *Le gestioni patrimoniali: aspetti operativi e gestionali*, in AA.VV., *Fondi di investimento e gestioni patrimoniali*, Milano, Egea, 1990, p. 150.

tivo<sup>8</sup>. Infatti, non solo non vi sono norme di legge che individuino i predetti criteri discriminatori fra i due tipi di gestione, ma neppure la Consob ha mai richiesto un ammontare minimo di patrimonio da conferire in gestione individuale, limitandosi la Commissione a precisare che esso deve comunque essere tale da permettere un'effettiva diversificazione degli investimenti, da determinarsi non in maniera rigida, ma in concreto, con riferimento alle attività finanziarie oggetto specifico del rapporto di gestione<sup>9</sup>.

I criteri normativi a cui fare riferimento per determinare la differenza tra gestione individuale e gestione in monte vengono invece individuati dalla dottrina prevalente desumendoli dalla disciplina legislativa dell'attività di gestione e riguardano due diversi aspetti. Il primo si riferisce alla possibilità per il cliente di un servizio di gestione individuale di impartire in qualsiasi momento al gestore istruzioni vincolanti circa le operazioni da compiere (o da cui astenersi). Viceversa i partecipanti ad un sistema di gestione collettiva del risparmio non godono di alcun potere di istruzione vincolante nei confronti del gestore, ma tutte le decisioni in ordine agli investimenti e ai disinvestimenti competono esclusivamente a quest'ultimo.

Il secondo aspetto riguarda la titolarità dei beni e dei diritti conferiti in gestione che, nel caso del servizio di gestione personalizzata, spetta esclusivamente al cliente, il quale può in qualunque momento rivendicarne la proprietà e ottenerne la restituzione. Al contrario, i partecipanti ad un fondo comune non hanno alcun diritto di comproprietà sul fondo, ma sono solo titolari di un diritto di credito all'eventuale distribuzione dei proventi del periodo e di un diritto di credito al rimborso del valore in denaro della quota al momento del recesso, senza poter mai ottenere la consegna dei titoli e dei beni che compongono il patrimonio del fondo comune<sup>10</sup>.

Ora, al fine di comprendere esattamente il senso di tale diverso regime, che costituisce l'essenza stessa della contrapposizione fra gestione individuale e gestione in monte, è necessario considerare quale sia il rapporto intercorrente fra tali elementi caratterizzanti. In proposito, è necessario ritenere che sia la possibilità o impossibilità di impartire istruzioni vincolanti

---

<sup>8</sup> G. DI CHIO, *Dlgs. n. 58/1998. Gli intermediari: il sistema di vigilanza e l'esercizio dei servizi di investimento*, in *Società*, 1998, p. 502 ss., in part. p. 507.

<sup>9</sup> V. G. DI CHIO, *op. loc. cit.*, per un'indicazione analitica delle comunicazioni Consob che esprimono tale principio.

<sup>10</sup> In questo senso G. DI CHIO, *op. loc. cit.*; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2004, p. 171 ss.

al gestore a dipendere dalla particolare posizione di titolarità o mancanza di titolarità dei beni gestiti, che a sua volta dipende dal diverso particolare assetto strutturale-amministrativo della gestione.

In altre parole, i partecipanti ad un fondo comune di investimento sono privi del potere di impartire istruzioni vincolanti alla società di gestione esclusivamente per motivi di carattere tecnico. Se infatti il fondo comune è composto da una pluralità di titoli, valori o strumenti finanziari, di cui i vari partecipanti non acquistano mai la titolarità individuale e che viene gestita nell'interesse della collettività, il singolo cliente del fondo non potrebbe impartire istruzioni vincolanti di investimento rispetto ad un patrimonio cui partecipa solo *pro quota*, con un diritto di credito al valore monetario di questa, poiché le istruzioni che ciascun partecipante volesse impartire potrebbero confliggere con disposizioni di segno contrario impartite da altri quotisti. È evidente quindi che l'impossibilità per il cliente del fondo comune di impartire istruzioni vincolanti nasce esclusivamente dalla natura collettiva dell'investimento e dalla inesistenza di una titolarità individuale, per mancanza di specificazione, dei valori che compongono il fondo.

Viceversa, nelle gestioni personalizzate la possibilità di impartire istruzioni vincolanti è strettamente connessa alla natura personalizzata del servizio, e alla diretta titolarità dei valori gestiti, immediatamente riferibili al singolo cliente. È questo elemento che rende possibile impartire istruzioni vincolanti al gestore.

In sostanza, la facoltà del cliente di impartire istruzioni vincolanti al gestore dipende dal carattere personalizzato del servizio, e dalla diretta titolarità, frutto della individuazione singolare dei valori gestiti, carattere questo proprio del servizio di gestione individuale di portafogli di investimento e non viceversa.

In particolar modo, tale principio di separazione e individuazione nell'ambito del servizio di gestione di portafogli di investimento costituisce una conseguenza del principio, di generale portata in quanto riguarda tutti i servizi di investimento, di separazione patrimoniale di cui all'art. 22 TUF, il quale stabilisce che "gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti costituiscono un patrimonio separato da quello dell'intermediario gestore e distinto da quello dei singoli clienti". Pertanto, viene espressamente sancito che sui patrimoni dei singoli clienti non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse di questi, nè quelle dei creditori dell'eventuale depositario o subdepositario o nell'interesse di questi, mentre le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse solo nei limiti dei patrimoni di loro proprietà. Sempre nell'ambito del principio di separazione, sui conti dei clienti depositati presso terzi non opera la compensazione

legale o giudiziale e non può essere pattuita quella convenzionale rispetto ai crediti vantati dal depositario o subdepositario nei confronti dell'intermediario o del depositario. Così, senza il consenso scritto del cliente, il gestore non può utilizzare i beni dei clienti nell'interesse proprio o di terzi.

In proposito, data la natura di beni fungibili del denaro e degli strumenti finanziari della clientela il legislatore ha ritenuto necessario, onde evitare il fenomeno della confusione dei patrimoni, non solo sancire espressamente tale principio, ma anche imporre agli intermediari che prestino il servizio di gestione individuale di portafogli di investimento una serie di regole organizzative che essi devono osservare al fine di consentire l'individuazione degli strumenti finanziari di proprietà di ciascun cliente, individuazione in assenza della quale la separazione dei patrimoni non potrebbe realizzarsi nella pratica, impedendosi in concreto l'esercizio dell'azione di rivendica. A tali norme organizzative, si aggiungono le previsioni sanzionatorie di carattere penale riguardanti la confusione fraudolenta di patrimoni da parte dell'intermediario (art. 168 TUF) e, in caso di insolvenza, norme processuali volte a facilitare l'individuazione del patrimonio dei singoli clienti (art. 91 TUB).

## **7. La disciplina del contratto di gestione fiduciaria.**

Dall'applicazione di tale principio generale alla particolare fattispecie del servizio di gestione di portafogli di investimento discendono alcune delle norme contenute nell'art. 24 TUF con specifico riferimento a tale servizio. Tali disposizioni si applicano a tutti gli intermediari che prestino il servizio di gestione individuale di patrimoni e quindi anche al servizio prestato dalle società fiduciarie, e costituiscono la specifica disciplina normativa di questa attività.

Fra esse vanno ricordate innanzitutto quelle che prevedono, come già detto, per il cliente il potere di impartire, in quanto proprietario dei beni e valori gestiti, istruzioni vincolanti al gestore e di recedere in qualunque momento dal contratto; la previsione della titolarità del diritto di voto inerente ai titoli gestiti direttamente in capo al cliente stesso, salva la possibilità di delega dell'esercizio di esso al gestore, nel rispetto delle modalità e dei limiti previsti in via regolamentare, e l'impossibilità per il gestore di delegare a terzi l'esecuzione dell'incarico, salva l'autorizzazione del cliente. Alla diversa esigenza di garantire un'effettiva tutela al cliente rispondono invece la disposizione di cui all'art. 24 TUF, che prevede la necessaria redazione del contratto in forma scritta, così come la previsione di cui all'art. 30, comma



6, TUF, che prevede lo *jus poenitendi* del cliente entro sette giorni dalla conclusione del contratto, se stipulato fuori sede o a distanza. Tutte le norme, di rango legislativo, del TUF così indicate, sono espressamente sancite come inderogabili dall'art. 24 comma 2, TUF e quindi la diversa previsione renderà nullo il patto contrario, con nullità relativa rilevabile solo dal cliente.

A queste norme si aggiungono le disposizioni regolamentari, di cui al Regolamento Intermediari di attuazione del TUF, emanato dalla Consob, che specificano le norme contenute nel Testo Unico, indicando più in dettaglio il contenuto del contratto fra gestore e investitore.

## **8. La peculiarità del servizio di gestione di portafogli espletata dalle società fiduciarie di gestione.**

Tutte le norme suddette si applicheranno nei confronti di tutti gli intermediari abilitati alla prestazione del servizio di gestione di portafogli di investimento, comprese quindi anche le fiduciarie di gestione. In cosa consiste quindi la differenza tra l'operatività di questi soggetti e quella delle altre tipologie di intermediari?

In proposito, una norma particolare è contenuta nell'art. 21, comma 2, TUF, e prevede che le SIM e le banche possano, nell'esercizio dell'attività di prestazione di servizi di investimento, compreso quello di gestione, operare non solo in nome e per conto del cliente, come normalmente avviene, ma anche, previo consenso scritto da parte del cliente, in nome proprio e per conto del cliente stesso.

Qual è quindi la differenza fra questa modalità operativa e quella delle fiduciarie?

La questione sorge soprattutto per effetto del susseguirsi nel tempo di diverse norme volte a disciplinare il servizio di gestione di patrimoni, a partire dalla l. n. 1 del 2 gennaio 1991, la quale disponeva che le SIM (art.8) e le banche (art. 8 e 16, comma 2) autorizzate a prestare il servizio, potessero agire esclusivamente in nome e per conto terzi, precisando poi il regolamento di attuazione di cui alla delibera Consob del 2 luglio 1991, n. 5387, che le SIM e le banche dovevano «intestare al nome dei singoli clienti i valori mobiliari acquistati o sottoscritti per conto degli stessi».

Solo con riferimento alle società fiduciarie l'art. 17, comma 1, l. n.1/1991 prevedeva che esse potessero svolgere «l'attività di gestione di patrimoni mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari, in nome proprio e per conto terzi».

Successivamente, però, alla direttiva CE del 10 maggio 1993 n. 93/22, il legislatore, con il decreto "Eurosime" n. 415 del 23 luglio 1996, all'art. 17, comma 2 (recepito poi nell'art. 21, comma 2, TUF) ha esteso la possibilità di agire in nome proprio e per conto del cliente (previo consenso scritto di quest'ultimo) anche alle SIM e alle banche (facoltà estesa successivamente dal TUF anche alle società di gestione del risparmio).

Contemporaneamente, l'art. 60, comma 4, del decreto Eurosime (norma la cui permanenza in vigore è espressamente sancita dall'art. 199 TUF fino all'approvazione della riforma organica della disciplina di queste società) ha stabilito che le società fiduciarie, autorizzate allo svolgimento del servizio di gestione, possano prestare tale attività anche in nome e per conto terzi e ha al contempo modificato l'espressione utilizzata per indicare il loro specifico *modus operandi*, stabilendo che esse possano espletare tale servizio anche «mediante intestazione fiduciaria».

In proposito, la modalità di esercizio della gestione del patrimonio effettuata in nome proprio e per conto del cliente secondo i termini di cui all'art. 21, comma 2, TUF, non è confondibile con quella attuata dalle fiduciarie, perchè la prima comporta comunque l'obbligo di trasferire e intestare a nome del cliente automaticamente e immediatamente dopo l'acquisto, gli strumenti finanziari acquistati per conto del cliente medesimo<sup>11</sup>. Viceversa nel caso della gestione svolta dalle società fiduciarie, queste conservano l'intestazione fiduciaria degli strumenti gestiti. Tale intestazione fiduciaria verrà quindi meno solo quando il cliente richiederà la restituzione dei titoli, oppure interromperà il rapporto fiduciario.

In sostanza, la gestione in nome del gestore e per conto del cliente di cui all'art. 21, comma 2, TUF, rappresenta semplicemente uno strumento utile per rendere più snelle e meno complesse le operazioni di gestione, consentendo la possibilità di procedere unitariamente ad ordini cumulativi di acquisto e di vendita, rivolti dal gestore agli intermediari negozianti, per conto di più clienti gestiti, senza per questo dar corso alla spendita del nome per ogni singolo cliente interessato. Tale modalità, comunque, non snatura le caratteristiche proprie del servizio di gestione individuale, in quanto l'intestazione al cliente e il trasferimento dei titoli a quest'ultimo avviene, come già detto, automaticamente e immediatamente dopo l'acquisto

---

<sup>11</sup> G. VISENTINI, *Ferrarini, Novità e problemi del decreto Eurosime*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 887; F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina dei servizi di investimento*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 1154.

per conto del cliente medesimo, e anche in tale intervallo di tempo il cliente potrebbe rivendicare i valori di sua spettanza a norma dell'art. 1706, c.c., trattandosi di cose mobili.

Del resto, anche sotto l'impero della previgente l. n. 1/91, la Consob aveva individuato un *escamotage* per superare il problema dell'ammissibilità di ordini cumulativi, cioè la possibilità di assegnare un codice identificativo al nominativo di ogni cliente<sup>12</sup>, potendosi trasmettere ordini anche nell'interesse di più clienti, senza effettuare la separata spendita del nome, in tal modo avvicinando le modalità tecniche di svolgimento del servizio di gestione in nome e per conto del cliente a quelle del servizio in nome del gestore, ma per conto del cliente medesimo.

Il sistema predetto, quindi, si discosta dalle modalità di gestione delle società fiduciarie mediante la loro tradizionale tecnica operativa dell'intestazione fiduciaria. In proposito, secondo il sistema previgente della l. n. 1/91 nell'interpretazione datane dalla Consob<sup>13</sup>, quella dell'intestazione fiduciaria rappresentava l'unica modalità operativa consentita a tali società, essendo per esse vietato agire secondo modalità diverse. Tale divieto è stato comunque successivamente eliminato con l'art. 60, comma 4, del decreto Eurosim<sup>14</sup>, consentendosi così alle fiduciarie di gestione di operare sia mediante intestazione fiduciaria sia senza utilizzare tale modalità.

In proposito, l'operatività della fiduciaria di gestione secondo le modalità dell'intestazione fiduciaria non comporta tuttavia il trasferimento della titolarità sostanziale dei beni gestiti in capo al gestore, in quanto è un dato pacificamente riconosciuto<sup>15</sup> che l'intestazione alla società fiduciaria determina per essa solo una titolarità formale, che non elimina l'immediata, diretta e continua riferibilità al cliente dei valori gestiti.

Anche le fiduciarie di gestione, infatti, sono assoggettate alle medesime norme in tema di registrazione, specificazione e separazione patrimoniale degli strumenti finanziari gestiti a cui sono soggetti tutti gli intermediari che espletino il servizio di gestione individuale di patrimoni, norme che garan-

---

<sup>12</sup> Art. 29 del regolamento Consob del 9 dicembre 1994, n. 8850, comunicazione Consob n. BOR (MI) 94001094 del 9 febbraio 1994.

<sup>13</sup> Con le comunicazioni BOR/RM/93007717 del 13/9/93 n. BOR/RM/94009763 del 25/9/94. V. anche L. ZITIELLO, *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e dell'attività*, in *Società*, 1996, p. 1021.

<sup>14</sup> Come indicato anche dalla Consob nella propria relazione annuale 1997, v. Relazione Consob 1997, p. 102-103.

<sup>15</sup> V. per tutti E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1993, p. 231.

tiscono quindi il medesimo grado di tutela per il cliente indipendentemente dal fatto che la gestione avvenga o meno secondo le modalità dell'intestazione fiduciaria. Fra l'altro, nel nostro ordinamento la disciplina del servizio di gestione di patrimoni ha trovato la sua origine proprio nella gestione operata dalle società fiduciarie, in quanto questi soggetti sono stati i primi intermediari ad offrire ai risparmiatori italiani questo servizio.

Circa la ricostruzione della configurazione giuridica della fattispecie dell'intestazione fiduciaria nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di patrimoni, l'opinione prevalente è che in questo caso, soprattutto quando oggetto della gestione siano titoli di credito, si rientri all'interno dell'ipotesi della fiducia germanistica, in cui, mentre la titolarità del diritto rimane in capo al fiduciante, al fiduciario viene trasferita solo la legittimazione all'esercizio delle facoltà inerenti al diritto medesimo<sup>16</sup>.

Anche nel caso in cui la fattispecie venisse ricondotta a quella della fiducia romanistica, però, dovrebbe probabilmente ritenersi ammessa l'esecuzione in forma specifica dell'obbligo di ritrasferimento dei titoli intestati attraverso l'applicazione dell'art. 2392, c.c.<sup>17</sup>, così come, in caso di liquidazione coatta amministrativa, il fiduciante potrebbe rivendicare i beni di sua spettanza, applicandosi la disposizione di cui agli artt. 1707 c.c. e 103 l.fall, nel testo riformato., essendo egli titolare di una situazione di appartenenza sostanziale e del diritto alla restituzione dei medesimi<sup>18</sup>.

Del resto, una serie di interventi legislativi già da tempo ha messo in evidenza la situazione di appartenenza sostanziale dei beni fiduciarmente intestati ai fiducianti, a cominciare da, per es. dagli artt. 1, ultimo comma, del r.d. 29 marzo 1942, n. 259 e 9 della l. 29 dicembre 1962, n. 1745, riguardanti l'obbligo per la fiduciaria di dichiarare a fini fiscali le generalità degli effettivi titolari (fiducianti), dall'art. 7 della l. 7 giugno 1974, n. 216, che nell'imporre l'obbligo di comunicazione alla Consob delle partecipazioni sociali che superino determinati parametri quantitativi, afferma doversi tener conto anche delle azioni possedute indirettamente tramite società fidu-

---

<sup>16</sup> Tale configurazione è considerata ammissibile nel nostro ordinamento per l'intestazione fiduciaria di titoli di credito, nonché per l'intestazione fiduciaria di quote di s.r.l. v. P.G. JAEGER, *Sull'intestazione fiduciaria di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.* 1979, I, p. 181 ss.

<sup>17</sup> Cass. 29/11/1983, n. 7152, in *Mass. Giust. civ.* 1983, p. 2429.

<sup>18</sup> G. DI CHIO, voce *Società fiduciarie*, in *Noviss. Dig. it.*, app., VII, Torino, Utet, 1987, p. 349.

ciarie, e dal d.p.r. del 1986, n. 30, il quale, nel riformare il codice civile ha in più punti preso in considerazione l'intestazione fiduciaria di partecipazioni, equiparandola all'effettiva titolarità da parte dei fiducianti.

Quanto alla configurazione giuridica del contratto di gestione di portafogli, prevalente è l'opinione che esso costituisca un contratto tipico, disciplinato dalle norme dettate dal TUF e dai regolamenti di attuazione, ma basato sullo schema del mandato, per la particolare posizione di *dominus* rivestita dal cliente nei confronti del gestore, mandato le cui norme andranno richiamate al fine di colmare le lacune eventualmente presenti nella legislazione speciale in tema di servizi di investimento.

## 9. Conclusioni: la fiducia all'interno del sistema del mercato finanziario.

La particolare vicenda delle società fiduciarie dimostra la perdurante vitalità della fiducia anche all'interno di una realtà complessa ed evoluta come quella dei mercati finanziari.

Nell'ambito di questo settore, tuttavia, l'importanza della fiducia si esprime non soltanto sotto il profilo tecnico-giuridico della modalità operativa dell'intestazione fiduciaria, ma assume un senso e un valore assai più ampi.

Da un lato, infatti, la fiducia è considerata oggi come un "asset reputazionale"<sup>19</sup>, fondamentale per l'operatività degli intermediari finanziari: sotto questo profilo la fiducia dei risparmiatori nei confronti dell'intermediario rappresenta un vero e proprio bene immateriale, ma dotato di un valore economico effettivo, in quanto idoneo a consentire e a consolidare la propensione della clientela a rivolgersi all'intermediario stesso affidandogli i propri risparmi, in quanto lo si considera affidabile e degno di fede.

In un senso più ampio la fiducia rappresenta poi un bene pubblico essenziale per il buon funzionamento del mercato; bene pubblico che, in quanto tale, viene tutelato anche attraverso norme di rilevanza penale, come quelle che puniscono quali fattispecie criminose le varie ipotesi di false e fraudolente comunicazioni rivolte al mercato, a prescindere dal danno patrimoniale che abbiano concretamente prodotto. Tali fattispecie vengono

---

<sup>19</sup> "La reputazione e la fiducia sono tra gli asset principali su cui si fonda lo sviluppo dell'attività finanziaria", G. FORESTIERI, P. MOTTURA, *Il sistema finanziario*, Egea, Milano, 2004.

infatti punite in quanto incidono sulla credibilità e attendibilità dell'informazione in generale, diffusa sul mercato, e quindi sulla fiducia che i risparmiatori ripongono in esso e nelle sue istituzioni. La qualificazione di reati di pericolo e non di danno di fattispecie come il falso in prospetto (art. 173 *bis* TUF), la manipolazione del mercato (art. 185 TUF), il falso in bilancio e le false comunicazioni sociali, nell'ultima configurazione di questi reati adottata con la l. 27 maggio 2015, n. 69 o di altre fattispecie di comportamenti scorretti idonei a pregiudicare la fiducia dei risparmiatori nei confronti del mercato (come l'*insider trading*- art. 184 TUF)<sup>20</sup>, dimostra che questo bene giuridico viene considerato come rilevante in sé, a prescindere dal concreto verificarsi di un danno patrimoniale a specifici soggetti. Tutte queste ipotesi, infatti, come si è detto, si caratterizzano per causare, come ineliminabile effetto collaterale, quello di minare la fiducia del pubblico nei confronti del mercato, incidendo così anche sull'efficienza del mercato stesso.

Solo, infatti, se i risparmiatori riporranno sufficiente fiducia nei mercati e nelle negoziazioni che su di essi si svolgono, essi compiranno frequentemente transazioni sui mercati stessi, assicurando quella quantità e frequenza di operazioni idonea a garantirne liquidità, spessore e profondità, e quindi l'efficienza nella formazione dei prezzi.

Allo stesso tempo la fiducia fra i contraenti all'interno del mercato è riconosciuta come un elemento importante per la riduzione dei costi di transazione sul mercato<sup>21</sup>, e quindi per l'aumento della sua efficienza. Infatti, se i contraenti sono animati da fiducia reciproca, non avranno necessità, o avranno necessità in misura minore, di ricorrere a forme di tutela legale e ai relativi costi, che andrebbero altrimenti a gravare sui costi complessivi delle operazioni, rendendole meno convenienti e i prezzi meno rispondenti al valore effettivo dei beni scambiati.

Infine, l'importanza dell'elemento "fiducia" nel sistema dei mercati finanziari, si manifesta anche nella rilevanza assegnata, nel dibattito giuridico ed economico attuale, ai "*fiduciary duties*" degli organi societari nei confronti degli azionisti nel sistema di *governance* delle società quotate<sup>22</sup>,

---

<sup>20</sup> V. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2013 p. 286.

<sup>21</sup> V. G. SMARGIASSI, voce *Fiducia*, in *Dizionario di Economia e Finanza*, Treccani, Roma, 2012, in [http://www.treccani.it/enciclopedia/fiducia\\_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)](http://www.treccani.it/enciclopedia/fiducia_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)).

<sup>22</sup> V. U. PATRONI GRIFFI, *Fiduciary duties e gruppi di società*, in *Giur. Comm.*, 1994, I, p. 982 ss.; M.A. EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e*

nonché degli intermediari professionali nei confronti dei risparmiatori<sup>23</sup>. La sostanziale asimmetria informativa esistente fra queste due categorie di soggetti mette infatti al primo posto l'importanza di adottare regole di comportamento improntate alla correttezza, alla buona fede, e alla tutela dell'interesse dei risparmiatori e degli azionisti, prevenendo ogni possibile forma di conflitto di interessi, secondo principi fondamentali fatti propri anche dalla disciplina legislativa sul tema.

A questo proposito, è sufficiente il richiamo all'art. 21 del TUF e al fondamentale obbligo di correttezza nel comportamento degli intermediari nei confronti della clientela nella prestazione dei servizi di investimento, per mettere in evidenza l'importanza basilare di questo principio, che si pone quale architrave dell'intero sistema normativo del settore dei mercati finanziari. Tale principio di correttezza è a sua volta considerato pacificamente dalla dottrina come espressione dei più generali principi di correttezza e buona fede nelle obbligazioni di cui agli artt. 1175, 1176, 1375 cc.<sup>24</sup>, principi che alimentano la reciproca fiducia fra i contraenti e quindi sono basilari all'interno del complessivo sistema economico, che trova il proprio fondamento proprio nello scambio contrattuale all'interno del mercato.

In conclusione, la fiducia, all'interno dei mercati finanziari si presenta, dunque, non solo come meccanismo operativo di carattere tecnico, ma

---

*dei fiduciari delle società nel diritto americano*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, p. 617 ss.; F. GHEZZI, *I doveri fiduciari degli amministratori nei Principles of corporate governance*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 465 ss.; G. SMITH, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, in *Vanderbilt Law Review*, 2002, vol. 55, p. 1399 ss.

<sup>23</sup> V. G. LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Cedam, Milano, 2011, p. 23; G. BERSANI, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2008, p. 58; The UK Law Commission (LAW COM No 350), *Fiduciary duties of investment intermediaries* Presented to Parliament pursuant to section 3(2) of the Law Commissions Act 1965, Ordered by the House of Commons to be printed on 30 June 2014.

<sup>24</sup> V., con riferimento alla norma analoga contenuta nella previgente l. n.1/91 M. CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, p. 32; G. DI CHIO, *Sim. Regole di comportamento del nuovo intermediario polifunzionale*, in *Le Società*, 1991, p. 590; F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, Giuffrè, 1992, p. 62. Sotto la nuova disciplina v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2001, p. 101 ss.; B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Milano, Wolters Kluwer Italia, 2008, p. 37 ss.

come fondamentale *asset* reputazionale, dotato di proprio valore anche economico, e come bene tutelato penalmente quale bene giuridico di interesse pubblico. Essa viene inoltre posta come obiettivo delle regole fondamentali di comportamento che gli operatori devono osservare nello svolgimento della loro attività nei confronti della clientela. La fiducia, e l'obbligo di agire con la correttezza idonea a generarla, vanno quindi riconosciuti l'una quale valore fondamentale, quasi architrave del sistema normativo in tema di mercati finanziari, l'altro come clausola generale fondamentale di carattere non solo giuridico, ma anche etico, elemento di congiunzione tra l'apparato normativo del diritto positivo e i fondamentali principi etici fondativi della convivenza civile.

Concludendo, quindi, possiamo affermare che, all'interno dell'attuale disciplina dei mercati finanziari, la fiducia costituisce tuttora un elemento profondamente importante e vitale, non solo di natura tecnica, ma anche sociale, etica e morale.

In questo senso il valore della fiducia, intesa in questa sua accezione più ampia, appare non solo inalterato nei secoli, come dimostrato dalle relazioni che ci hanno preceduto, ma particolarmente rilevante in questo tempo di crisi non soltanto economica e finanziaria ma anche, e forse soprattutto, civile e morale.