

## Articoli

# EQUIVOCI DELLA RECENTE GIURISPRUDENZA DI LEGITTIMITÀ SULL'ASSEMBLEA DEGLI INVESTITORI NEGLI O.I.C.R. CONTRATTUALI

## *MISCONCEPTIONS OF THE ITALIAN SUPREME COURT'S RECENT CASE LAW ON INVESTORS' MEETINGS IN CONTRACTUAL INVESTMENT FUNDS*

Chiara Picciau

ORCID: 0000-0002-0590-5146

Professoressa associata di Diritto commerciale, Università degli Studi di Brescia, Italy  
(02q2d2610), chiara.picciau@unibs.it

### Abstract

Muovendo dalla recente ordinanza n. 12474/2025 della Corte di Cassazione, il contributo si sofferma su talune incertezze interpretative che concernono l'istituzione e le competenze dell'assemblea degli investitori negli o.i.c.r. contrattuali chiusi e la legittimazione a impugnare le relative delibere in capo ai medesimi, alla luce dell'indirizzo giurisprudenziale che considera il fondo comune di investimento un patrimonio separato della SGR.

**Parole chiave:** o.i.c.r. contrattuali, fondi comuni di investimento, natura giuridica del fondo comune di investimento, assemblea degli investitori, legittimazione all'impugnativa

---

Questo contributo è stato sottoposto a referaggio anonimo (doppio cieco)  
This paper has been subjected to double-blind peer review



Licensed under a [Creative Commons NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)

© The Author(s)

Published online: 30/12/2025



Milano University Press

Drawing on the recent order no. 12474/2025 of the Italian Supreme Court, the essay addresses certain interpretive uncertainties regarding the establishment and powers of investors' meetings in closed-end contractual funds, as well as investors' standing to challenge the related resolutions, in light of the case law that considers investment funds as a separate asset pool belonging to the management company.

**Keywords:** contractual collective investment undertakings; investment funds; the legal nature of investment funds; investors' meeting; standing to challenge investors' resolutions

---

Questo contributo è stato sottoposto a referaggio anonimo (doppio cieco)  
This paper has been subjected to double-blind peer review

## 1. PREMESSA

Una recente ordinanza della Corte di Cassazione (n. 12474/2025)<sup>1</sup> offre lo spunto per tornare, sia pure nello spazio consentito da queste brevi note, su talune perduranti incertezze interpretative che concernono le prerogative e i diritti dei soggetti che investono negli organismi di investimento collettivo del risparmio (o.i.c.r.) di fonte contrattuale.

Come è noto, gli o.i.c.r. contrattuali sono patrimoni – che corrispondono al c.d. fondo di investimento – costituiti mediante la raccolta di apporti da una pluralità di investitori, i quali sono oggetto di gestione in monte ad opera di un soggetto a ciò espressamente autorizzato, la società di gestione del risparmio (SGR), sulla base di una politica di investimento predeterminata nel regolamento contrattuale dell'o.i.c.r. stesso (cfr. art. 1, c. 1, lett. *κ*), TUF). Il principale tratto caratteristico di tali patrimoni è la loro *autonomia*: per espressa previsione dell'art. 36, c. 4, TUF, il patrimonio di un o.i.c.r. contrattuale è infatti distinto a tutti gli effetti sia da quello del gestore che da quello dei singoli partecipanti al fondo, oltre che dai patrimoni afferenti a ogni altro fondo gestito dalla medesima SGR, con la precisazione, non trascurabile, per cui «delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo»<sup>2</sup>.

Gli o.i.c.r. contrattuali si distinguono dagli o.i.c.r. cc.dd. societari o statutari (nel nostro ordinamento, le SICAV e le SICAF)<sup>3</sup>, tra l'altro, per il fatto che in questi ulti-

<sup>1</sup> Cass. ord. 11 maggio 2025, n. 12474, consultabile in banca dati DeJure.

<sup>2</sup> Tale precisazione, introdotta originariamente nel testo dell'art. 36 TUF dal d.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito con modificazioni dalla l. 30 luglio 2010, n. 122, e così riformulata a seguito dell'emanazione del d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, ha indotto gli interpreti a qualificare il fondo comune di investimento alla stregua di un vero e proprio patrimonio autonomo e separato, costituente garanzia esclusiva per le obbligazioni contratte nell'attività di gestione del fondo stesso, e non quale semplice massa attiva. In questo senso, in particolare, G. Ferri jr., *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2015, spec. p. 1 s.; Id., *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in R. D'Apice, *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 698 s. Pur con qualche modifica testuale, la previsione richiamata dovrebbe rimanere sostanzialmente inalterata, per il profilo che qui interessa, all'esito della riforma del TUF in corso di esame e approvazione (sul punto, anche per i riferimenti, si v. la nota successiva).

<sup>3</sup> Si segnala che lo schema di decreto legislativo di riforma del TUF recentemente pubblicato introduce una nuova figura di o.i.c.r. societario, la c.d. «società di partenariato», ossia «l'Oicr chiuso costituito in forma di società in accomandita per azioni con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo nelle forme del private equity e del venture capital del patrimonio raccolto mediante l'offerta delle proprie azioni, di strumenti finanziari partecipativi, nonché mediante le ulteriori modalità di raccolta definite nello statuto». Cfr. lo *Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica*

mi l'investitore acquista, mediante conferimento, una quota di partecipazione in una società per azioni, il cui patrimonio è poi oggetto di investimento in monte da parte del consiglio di amministrazione della società stessa (se l'o.i.c.r. è autogestito) oppure di un gestore esterno (se l'o.i.c.r. è eterogestito: cfr. art. 38 TUF). Negli o.i.c.r. societari, la posizione giuridica dell'investitore è quindi regolata anzitutto dalla disciplina societaria, come eventualmente integrata e specificata dalla normativa speciale dettata, a livello nazionale, dal TUF e dalla relativa regolamentazione secondaria<sup>4</sup>. Ciò fa sì che per le SICAV e le SICAF vi sia un articolato quadro normativo di riferimento – la disciplina in materia di società per azioni – che, salvo che non espressamente derogato, dovrebbe trovare applicazione, quantomeno in linea teorica, anche con riferimento all'individuazione dei diritti e delle prerogative degli investitori-soci. Negli o.i.c.r. contrattuali invece – quale è quello oggetto della vicenda esaminata dalla Suprema Corte – l'investitore non partecipa a un ente collettivo societario: i contenuti delle situazioni giuridiche soggettive dei singoli quotisti sono pertanto determinati, oltre che da quanto previsto da eventuali norme speciali, principalmente dal regolamento contrattuale del fondo. Da qui l'esigenza, che ha dato origine alla pronuncia in esame, di stabilire quali siano le prerogative e i diritti degli investitori per l'ipotesi in cui la disciplina speciale e il regolamento del fondo nulla prevedano.

A quanto consta, salvo una limitata eccezione, peraltro relativa al medesimo fondo di investimento oggetto della presente controversia<sup>5</sup>, il punto è stato finora tra-

---

delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal Testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento, approvato dal Consiglio dei Ministri l'8 ottobre 2025 in via d'esame preliminare (d'ora innanzi, «Schema di decreto legislativo di riforma del TUF»). Se tale testo dovesse entrare in vigore, nel nostro ordinamento vi sarebbe una nuova «forma» o.i.c.r. societario. Considerata la recentissima pubblicazione dello schema di decreto legislativo in parola, rispetto a quando questo lavoro è stato ultimato, nonché il fatto che le società di partenariato dovrebbero operare esclusivamente nei settori del *private equity* e del *venture capital*, si è preferito non tenerne conto. Vale tuttavia la pena di notare che talune delle considerazioni svolte di seguito nel testo – e segnatamente il fatto che, per gli o.i.c.r. societari, esista una disciplina codicistica di riferimento che delinea i contenuti delle situazioni giuridiche soggettive degli investitori-soci – sembra valere anche per le società di partenariato, trattandosi infatti di società in accomandita per azioni.

<sup>4</sup> Cfr. ad esempio le previsioni riguardanti l'assunzione di partecipazioni qualificate in SICAV e SICAF contenute nel capitolo I del titolo IV del *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, adottato dalla Banca d'Italia con provvedimento del 19 gennaio 2015 come da ultimo modificato dal provvedimento del 12 marzo 2024 (d'ora innanzi, «Reg. GCR»).

<sup>5</sup> Cfr. App. Milano, 18 febbraio 2021, in *Società*, 2022, p. 338 ss., con nota di F. Annunziata, D. Maltese, *La disciplina dell'assemblea dei quotisti dei fondi chiusi tra contratto e organizzazione*. La circostanza menzionata nel testo risulta in particolare dal richiamo, da parte della sentenza della Corte d'Appello di Milano qui citata, alla sentenza relativa al primo grado di giudizio della controversia oggetto delle presenti note quale provvedimento reso in relazione all'impugnativa di un'altra delibera dell'assem-

scurato dalla giurisprudenza, anche se non mancano alcune indagini in dottrina<sup>6</sup>. La giurisprudenza in materia, in generale non particolarmente estesa, è infatti principalmente incentrata sulla questione relativa alla natura giuridica del fondo comune di investimento e sul collegato problema del riconoscimento o non, in capo al fondo, di una distinta soggettività giuridica, essenzialmente al fine di determinare in capo a quale «soggetto» spetti la legittimazione ad agire e a stare in giudizio per conto del fondo stesso<sup>7</sup>.

In questo quadro si inserisce l'ordinanza in esame, la quale, pur non trascurando il tradizionale dibattito sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento, ha esaminato il diverso quesito se un investitore in un fondo chiuso immobiliare, in assenza di una previsione espressa nel regolamento del fondo, sia legittimato a impugnare le delibere dell'assemblea dei quotisti, pronunciando al riguardo il seguente principio di diritto: «in tema di fondi comuni di investimento, sussiste la legittimazione degli investitori a impugnare le deliberazioni prese dall'assemblea degli investitori, alle condizioni previste dagli artt. 2377 e 2379 cod. civ., o a quelle speciali eventualmente previste dal regolamento di funzionamento del fondo medesimo».

blea del medesimo fondo. Diverso è invece il problema della legittimazione in capo agli investitori ad impugnare le delibere del consiglio di amministrazione della SGR, sul quale cfr. Trib. Milano, 17 aprile 2014, consultabile sul sito Giurisprudenza delle imprese.

<sup>6</sup> Il riferimento è anzitutto a F. Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Egea, Milano, 2017, p. 134 ss. (ad es. p. 160 ss., quanto ai diritti di informazione degli investitori negli o.i.c.r. contrattuali).

<sup>7</sup> Nella giurisprudenza di merito, cfr., ad esempio, App. Milano, 15 dicembre 2020, n. 2920, consultabile tramite la Banca Dati di Merito del Ministero della Giustizia; App. Venezia, 16 giugno 2020, n. 1469, consultabile tramite la Banca Dati di Merito del Ministero della Giustizia; Trib. Milano, 5 dicembre 2022, consultabile sul sito Giurisprudenza delle imprese (sia pure solo per un accenno); Trib. Milano, 29 giugno 2021, n. 5636, consultabile tramite la Banca Dati di Merito del Ministero della Giustizia; Trib. Milano, 26 maggio 2021, n. 4559, inedita; Trib. Milano, 11 maggio 2015, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, II, p. 607 ss., con nota di S. Corso, *Azione di responsabilità per danni al fondo comune di investimento e legittimazione ad agire*. Nella giurisprudenza di legittimità, cfr., in particolare, Cass. ord. 9 marzo 2023, n. 7116, consultabile in banca dati DeJure; Cass. 15 febbraio 2023, n. 4741, in *Banca borsa titoli di credito*, 2025, II, p. 293 ss., con nota di P. Spolaore, *Soggetto e oggetto nell'avvicendamento di SGR*; Cass. 8 maggio 2019, n. 12602, in *Banca borsa titoli di credito*, 2020, II, p. 731 ss., con nota di G.M. D'Aiello, *I fondi chiusi immobiliari non hanno soggettività giuridica. Profili sostanziali e processuali*, e in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, II, p. 576 ss., con nota di C.E. Pupo, *Fondo comune d'investimento e soggettività giuridica*; nonché Cass. 15 luglio 2010, n. 16605, in *Banca borsa titoli di credito*, 2011, II, p. 417 ss., con nota di V. Lemma, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, e di F. Gentiloni Silveri, *Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento*. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione, e in *Giurisprudenza commerciale*, 2011, II, p. 1128 ss., con nota di A.D. Scano, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, e di C. Ghigi, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, nonché in *Foro italiano*, 2011, I, p. 1853, con nota di S. Pellegatta.

## 2. IL FATTO E LE DECISIONI RESE NEI GIUDIZI DI MERITO.

La vicenda che ha dato origine alla decisione in commento riguardava, come anticipato, l'impugnazione di alcune delibere dell'assemblea degli investitori di un fondo chiuso immobiliare. Come precisato dai giudici d'appello, si trattava, nello specifico, di «un fondo comune d'investimento immobiliare chiuso di tipo riservato»<sup>8</sup>, sebbene la Corte di Cassazione abbia poi erroneamente ritenuto che esso avesse carattere *non riservato*<sup>9</sup>.

Le delibere in questione avevano (i) abbassato il *quorum* deliberativo previsto dal regolamento del fondo per la sostituzione del gestore dal 75% al 51% e approvato la sostituzione del gestore<sup>10</sup>; nonché (ii) apportato ulteriori modifiche al regolamento del fondo concernenti, tra l'altro, le condizioni di rendimento e di redditività del fondo, la proroga del termine di durata, il compenso del gestore e le competenze degli «organi interni» del fondo medesimo.

Con riferimento alle delibere di cui al punto (i), l'investitore che ha promosso il giudizio lamentava l'invalida costituzione dell'assemblea e la sostituzione del gestore con una maggioranza inferiore a quella necessaria per approvare detta modifica. In relazione invece alla delibera di cui al punto (ii), l'investitore censurava l'invalida costituzione dell'assemblea, la presenza di irregolarità nella convocazione e nella verbalizzazione, oltre alla partecipazione al voto di soggetti in conflitto di interessi e alla illegittimità o indisponibilità dell'oggetto della delibera stessa<sup>11</sup>.

In primo grado, il Tribunale di Padova ha ritenuto insussistente in capo all'investitore la legittimazione ad impugnare le delibere dell'assemblea del fondo, in difetto di una espressa previsione sul punto sia nel regolamento del fondo medesimo che a livello normativo. Infatti, sebbene il regolamento stabilisse che «[p]er quanto non espressamente disciplinato dagli artt. 12 e 13 del presente Regolamento [n.d.r. si trattava di previsioni concernenti rispettivamente l'assemblea degli investitori e il suo presidente e vice presidente], troveranno applicazione gli articoli del Codice Civile in materia di società», il giudice di prime cure aveva, da un lato,

<sup>8</sup> Cfr. App. Venezia, 18 maggio 2021, n. 1505, par. 2, consultabile tramite la Banca Dati di Merito del Ministero della Giustizia.

<sup>9</sup> Sulle implicazioni di questo equivoco si tornerà *infra*, al par. 5.

<sup>10</sup> L'ordinanza in esame considera tali modifiche al regolamento del fondo quale oggetto di un'unica deliberazione anche se, all'evidenza, si tratta di due delibere distinte.

<sup>11</sup> Tanto può ricostruirsi alla luce della sentenza resa in grado di appello: cfr. App. Venezia, 18 maggio 2021, n. 1505, cit., par. 1.

inteso tale rinvio come limitato alla disciplina del presidente e del vice presidente dell'assemblea<sup>12</sup> e, dall'altro lato, escluso l'applicazione analogica della disciplina societaria in materia di impugnativa delle delibere assembleari, posto che «tra le società, per le quali l'ordinamento appresta un rimedio impugnatorio, ed i fondi comuni di investimento (aperti o chiusi) sussistono diversità ontologiche significative: le società di capitali godono di una soggettività giuridica perfetta, mentre i fondi comuni di investimento rilevano come patrimonio autonomo rispetto al quale gli investitori possono vantare unicamente una specifica posizione soggettiva di aspettativa al miglior investimento e di credito alla restituzione del valore della quota al momento della scadenza»<sup>13</sup>.

Nel giudizio di gravame, la Corte d'Appello di Venezia ha confermato la ricostruzione del giudice di prime cure, sottolineando che «[u]n socio di una società commerciale e un quotista di un fondo comune di investimento non sono equiparabili. Nel fondo una società di gestione con un proprio patrimonio e propri soci gestisce un altro patrimonio distinto. L'investitore è soltanto un cliente della società di gestione sicché è giustificabile che non disponga degli stessi rimedi riservati al socio di una società commerciale, titolare di una quota di partecipazione o azionista»<sup>14</sup>. Questo escluderebbe, nella ricostruzione dei giudici d'appello, l'esperibilità della tutela reale, ostacolata nel caso di specie anche dal generico rinvio alla disciplina societaria e dall'assenza di uno specifico richiamo alle regole di un particolare tipo societario, rimanendo tuttavia ferma la possibilità di fare ricorso alla tutela obbligatoria in presenza di un concreto pregiudizio per l'investitore<sup>15</sup>.

## 2.1. *L'ordinanza n. 12474/2025 della Corte di Cassazione.*

Le argomentazioni appena esposte non sono state condivise dal Supremo Collegio. Come anticipato, la Corte di Cassazione ha infatti affermato la sussistenza della

<sup>12</sup> La sentenza di primo grado non fornisce alcun supporto argomentativo a sostegno di questa conclusione. È invece la sentenza d'appello a precisare che il rinvio alla disciplina societaria doveva ritenersi circoscritto alla normativa in materia di presidente e vice presidente dell'assemblea poiché, da un lato, la disposizione in cui detto rinvio era contenuto (l'art. 13 del regolamento del fondo) era esclusivamente volta a regolare tali figure e, dall'altro lato, il richiamo operato dall'art. 13 al testo dell'art. 12 poteva spiegarsi con il contributo che tale ultima disposizione forniva a chiarire i compiti del presidente dell'assemblea. Cfr. App. Venezia, 18 maggio 2021, n. 1505, cit., par. 6.

<sup>13</sup> Trib. Padova, 7 settembre 2018, n. 1722, consultabile tramite la Banca Dati di Merito del Ministero della Giustizia.

<sup>14</sup> App. Venezia, 18 maggio 2021, n. 1505, cit., par. 7.

<sup>15</sup> App. Venezia, 18 maggio 2021, n. 1505, cit., par. 6 e par. 7.

legittimazione a impugnare le delibere dell'assemblea del fondo in capo ai quotisti sulla base di un ragionamento che, se ben lo si intende, si potrebbe riassumere come segue: (i) in continuità con la precedente giurisprudenza della Corte<sup>16</sup>, il fondo comune di investimento deve ritenersi privo di una autonoma soggettività giuridica, costituendo piuttosto un *patrimonio separato della società di gestione del risparmio*; (ii) le fonti normative di riferimento per esaminare la questione concernente la legittimazione all'impugnativa in capo agli investitori, ai sensi dell'art. 36 TUF, sono costituite dalla legge e dal regolamento del fondo: quanto alla prima, viene in rilievo specialmente l'art. 37 TUF, che contempla espressamente la previsione di un'assemblea dei quotisti per talune tipologie di fondi; (iii) alla luce di detta disposizione, deve più in generale ritenersi che non possa darsi un fondo di investimento senza un'assemblea degli investitori; (iv) posta l'*obbligatorietà* di tale assemblea, che sulla base dell'art. 37 TUF ha come competenza inderogabile quella relativa alla sostituzione del gestore, i quotisti dovrebbero ritenersi legittimati, per espressa previsione di legge, ad impugnare le delibere che riguardino (anche) tale materia; (v) nel caso di specie ciò è confermato dal regolamento del fondo, che disciplina analiticamente la partecipazione degli investitori all'assemblea; (vi) non riconoscere un diritto di impugnativa all'investitore svuoterebbe, del resto, di significato la previsione, da parte della disciplina speciale e del regolamento del fondo, di un «sistema di partecipazione collettiva degli investitori, definito con metodo assembleare e decisione collegiale», il quale, altrimenti, «sarebbe del tutto senza controllo, poiché i soggetti che hanno partecipato all'assemblea [...] non ne potrebbero in nessun caso contestare la validità, chiedendone la rimozione»; (vii) un tale esito sarebbe inaccettabile pure alla luce dei principi costituzionali e, in particolare, dell'art. 24 Cost., posto che non potrebbe darsi una delibera assembleare non impugnabile per alcun motivo o comunque i cui effetti non possano essere rimossi; (viii) la sussistenza della legittimazione a impugnare in capo ai quotisti pare confermata anche da quanto espressamente previsto con riferimento agli obbligazionisti delle società per azioni, atteso che la posizione dei quotisti dei fondi di investimento sarebbe, per certi versi, assimilabile a quella di costoro; (ix) in ogni caso, nell'ipotesi in esame, il rinvio alle disposizioni codicistiche contenuto nel regolamento del fondo deve ritenersi ampio e non limitato a integrare, per quanto non espressamente disposto, le previsioni sul presidente e sul vice presidente dell'assemblea.

<sup>16</sup> Il riferimento è anzitutto alla sentenza Cass. 15 luglio 2010, n. 16605, cit., il cui orientamento è stato poi fatto proprio anche da Cass. 8 maggio 2019, n. 12602, cit.



Quanto all'individuazione della disciplina societaria applicabile, secondo la Corte di Cassazione essa deve essere ravvisata in quella delle società per azioni. Per un verso, occorrerebbe considerare che la SGR che gestisce il fondo è necessariamente costituita nella forma della società per azioni (cfr. art. 34, c. 1, TUF). Per altro verso, risulterebbero comunque particolarmente rilevanti le disposizioni in materia di assemblea degli obbligazionisti di cui agli artt. 2415 e s. c.c., atteso che questi ultimi, come del resto gli investitori del fondo, non sono soci della società e, ciò nondimeno, mediante la loro assemblea speciale «hanno compiti inerenti non solo alla valutazione delle condizioni dell'investimento, ma anche consultivi in seno alla stessa società emittente i titoli di debito». Non potrebbe trascurarsi, infatti, che lo scopo della previsione da parte del TUF dell'organo assembleare in via obbligatoria per tutti i fondi di investimento sarebbe quello di *«dare voce alla platea degli investitori, attraverso la formazione di una volontà collettiva attuata con il metodo collegiale assembleare, da sottoporre all'attenzione del consiglio di amministrazione della SGR e all'organo di controllo esterno (Banca d'Italia), al fine di orientare rispettivamente le scelte gestorie degli amministratori della SGR rispetto al patrimonio separato [e] di sollecitare eventualmente i poteri della Banca d'Italia inerenti al controllo del rispetto dei principi inderogabili previsti dal TUF»* (enfasi aggiunte).

### 3. LE QUESTIONI CONTROVERSE.

A ben vedere, sono molteplici i profili problematici toccati dal provvedimento in esame. Tralasciando per ragioni di economia del discorso quelli che riguardano il ruolo di Banca d'Italia e il suo controllo sul regolamento dei fondi comuni di investimento e sulle relative modifiche<sup>17</sup>, pure richiamati dall'ordinanza in commento, in questo scritto ci si soffermerà sui seguenti: (i) il problema della natura giuridica del fondo comune di investimento e del riconoscimento o non della soggettività giuridica in capo al fondo medesimo; (ii) la questione dell'obbligatorietà o non dell'istituzione di una assemblea degli investitori negli o.i.c.r. contrattuali, unitamente a quella

<sup>17</sup> Tale questione non pare infatti direttamente rilevante in relazione alla vicenda considerata, in quanto, nei fondi *riservati*, quale era il fondo chiuso immobiliare oggetto della controversia in esame (quantomeno stando a quanto emerge dalla sentenza d'appello), è sottratto alla Banca d'Italia il potere di approvare il regolamento del fondo e le relative modifiche (cfr. art. 37, c. 4, TUF). Il punto non pare adeguatamente valorizzato dall'ordinanza in commento, presumibilmente alla luce della errata qualificazione del fondo in questione quale fondo *non riservato* (al riguardo si v. *supra*, par. 2, nonché *infra*, par. 5).

della sussistenza della legittimazione a impugnare le relative delibere in capo agli investitori; e (iii) il connesso tema delle competenze dell'assemblea, inclusa quella relativa all'adozione di modifiche al regolamento, nonché dei limiti entro i quali può incidere sul punto una deliberazione adottata a maggioranza dagli investitori.

In particolare, in questa sede si cercherà, per quanto possibile, di mettere in luce come talune opzioni interpretative e ambiguità concettuali nell'inquadramento giuridico dei fondi comuni di investimento, dalle quali il provvedimento in esame non pare essere immune, anche a prescindere da una tecnica redazionale a tratti imprecisa<sup>18</sup>, condizionino la soluzione di tali questioni, potendo così ostacolare una compiuta sistemazione della materia.

#### 4. LA NATURA GIURIDICA DEL FONDO QUALE PRESUPPOSTO PER LA RICOSTRUZIONE DEI DIRITTI DI «PARTECIPAZIONE» DEGLI INVESTITORI NEGLI O.I.C.R. CONTRATTUALI.

Partendo dal primo profilo, si è detto che il discorso della Suprema Corte prende le mosse dall'interrogativo circa la sussistenza o non in capo al fondo di investimento di una autonoma soggettività giuridica. Tale percorso argomentativo pare maggiormente comprensibile con riferimento ad altri arresti giurisprudenziali in materia di fondi comuni di investimento, quali ad esempio quelli che concernono l'individuazione del soggetto al quale debba essere intestato un bene immobile a seguito di un acquisto effettuato dalla SGR per conto di un fondo da essa gestito<sup>19</sup> o quelli che si sono soffermati sul profilo della legittimazione processuale attiva e passiva, in caso di controversie riguardanti a vario titolo i beni inclusi nel patrimonio afferente a un

<sup>18</sup> Ciò emerge specialmente laddove la Corte riferisce che l'art. 37 TUF stabilisce una competenza limitata essenziale per l'assemblea dei partecipanti ai fondi *riservati*, i quali si potrebbero riunire in assemblea esclusivamente per deliberare la sostituzione del gestore, quando invece detta disposizione normativa statuisce che « [i]l regolamento dei fondi chiusi *diversi dai FLA riservati* prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore» (enfasi aggiunta) (cfr. art. 37, c. 3, TUF). La previsione di un'assemblea dei quotisti chiamata a deliberare sulla sostituzione del gestore riguarda infatti i FIA *non* riservati (non i FIA riservati!), ossia i fondi di investimento alternativi – soggetti alla disciplina dettata a livello europeo dalla Direttiva 2011/61/UE, tra i quali rientrano i fondi di investimento chiusi immobiliari – accessibili anche a soggetti che non presentano particolari requisiti di professionalità. Sul punto si tornerà comunque anche *infra*, al par. 5.

<sup>19</sup> Il riferimento è a Cass. 15 luglio 2010, n. 16605, cit., che però affronta pure il tema della legittimazione a stare in giudizio per conto del fondo (sul quale si v. la nota successiva).

fondo comune di investimento<sup>20</sup>. In queste ipotesi, infatti, il riconoscimento o non della soggettività giuridica potrebbe astrattamente costituire un presupposto logico – anche se, per vero, non strettamente necessario<sup>21</sup> – per affermare o negare che il fondo comune possa rappresentare un autonomo centro di imputazione di situazioni giuridiche soggettive. È infatti generalmente sulla base della negazione della soggettività giuridica in capo al fondo che è stata affermata in giurisprudenza la regola per la quale la trascrizione deve avvenire in nome della SGR (se si vuole, accompagnandola con l’annotazione del vincolo di destinazione a favore del fondo) e quella per la quale la legittimazione processuale attiva e passiva spetta in ogni caso al sog-

<sup>20</sup> Cfr., ad esempio, nella giurisprudenza di legittimità, oltre alla sentenza citata alla nota precedente, anche Cass. ord. 9 marzo 2023, n. 7116, cit., quanto alla legittimazione passiva (sia sostanziale che processuale) della SGR per i debiti tributari del fondo; nonché, nella giurisprudenza di merito, App. Venezia, 16 giugno 2020, n. 1469, cit., che riconosce la legittimazione passiva della SGR a resistere in giudizio per conto del fondo comune di investimento da essa gestito in ragione della titolarità formale del patrimonio afferente al fondo in capo alla SGR stessa, nonostante l’assoggettamento della società di gestione medesima a liquidazione coatta amministrativa e la conseguente revoca dell’autorizzazione allo svolgimento dell’attività di gestione; Trib. Milano, 26 maggio 2021, n. 4559, inedita, che, sulla base del consolidato orientamento giurisprudenziale in merito alla titolarità formale dei beni compresi nel fondo in capo alla SGR afferma la legittimazione processuale attiva e passiva in capo a quest’ultima; Trib. Milano, 11 maggio 2015, cit., che riconosce in capo alla SGR la legittimazione a proporre, nei confronti dei propri amministratori, l’azione di risarcimento dei danni arrecati al fondo comune di investimento gestito e che affronta altresì il tema della legittimazione ad agire per conto del fondo in caso di sostituzione del gestore a seguito di liquidazione coatta amministrativa del precedente gestore. Diverso pare invece il percorso argomentativo di Trib. Milano, 20 novembre 2021, n. 9617, inedita, secondo la quale «a prescindere dalla *vexata quaestio* in ordine alla soggettività giuridica dei fondi di investimento, è comunque pacifico che essi sono privi di capacità di agire e di capacità di stare in giudizio, talché le SGR – che li gestiscono nell’interesse degli investitori – sono abilitate *ipso iure* ad esercitare in sede processuale i relativi diritti». Con specifico riferimento al problema della legittimazione processuale passiva in caso di avvicendamento di due SGR nella gestione del fondo, cfr. App. Milano, 15 dicembre 2020, n. 2920, cit., secondo la quale il giudizio di appello deve proseguire tra il gestore originario e la controparte, sebbene il subentro di un nuovo gestore nella titolarità del fondo durante il giudizio determini una successione a titolo particolare nella proprietà del bene oggetto della controversia; Trib. Milano, 29 giugno 2021, n. 5636, cit., la quale, dopo aver ricordato come i fondi, non avendo soggettività giuridica, stiano in giudizio tramite la società di gestione, ha invece sostenuto che tale fenomeno non comporterebbe il trasferimento del fondo da un soggetto a un altro, alla luce del fatto che rimarrebbe ferma la «proprietà» sostanziale del fondo in capo agli investitori; nonché, più di recente, nella giurisprudenza di legittimità, Cass. 15 febbraio 2023, n. 4741, cit., la quale, in un caso di sostituzione del gestore durante il processo, prendendo le mosse dal problema della natura giuridica dei fondi comuni di investimento, ha affermato che il processo deve proseguire tra le parti originarie, potendo comunque il nuovo gestore intervenire o essere chiamato in giudizio.

<sup>21</sup> Al riguardo si v. in particolare A.D. Scano, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell’attività di investimento*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2011, II, p. 1137 ss., secondo il quale la possibilità di considerare il fondo comune di investimento quale autonomo centro di imputazione di effetti giuridici prescinderebbe dal riconoscimento in capo a quest’ultimo della soggettività giuridica. Più in generale, nel senso di ridimensionare la rilevanza dell’interrogativo sulla natura e sulla soggettività giuridica dei fondi comuni di investimento ai fini della soluzione di questioni legate alla loro disciplina, cfr. le note osservazioni di P. Ferro-Luzzi, *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Rivista delle società*, 2012, p. 751 ss.

getto gestore e non al fondo stesso. Altrettanto invece non sembrerebbe potersi dire, quantomeno di primo acchito, con riferimento al nesso logico tra il problema della soggettività giuridica del fondo e la sussistenza del diritto di impugnativa in capo al quotista, trattandosi di un legame, per certi versi, meno immediato. Ciò nondimeno, è proprio da una presa di posizione in relazione al dibattito sulla natura giuridica dei fondi di investimento che la Corte ha dato avvio al proprio ragionamento.

Sul punto, come è noto, sono diverse le opinioni avanzate dagli interpreti. A una prima tesi che ravvisava nel fondo comune di investimento una comunione tra i quotisti, i cui beni sarebbero stati investiti dalla società di gestione sulla base di un contratto riconducibile allo schema del mandato senza rappresentanza<sup>22</sup>, si sono affiancate ulteriori teorie, secondo le quali la titolarità del fondo sarebbe spettata alla società di gestione<sup>23</sup>, se del caso come «proprietà-funzione»<sup>24</sup>, ovvero al fondo stesso quale autonomo soggetto di diritto<sup>25</sup>, ovvero ancora quella, fatta propria dall'ordinanza in commento e ormai sostanzialmente consolidata in giurisprudenza<sup>26</sup>, in base alla quale il fondo comune di investimento sarebbe sì un *patrimonio separato della società di gestione*, ma nell'ambito di una distinzione tra titolarità formale del patrimonio comune, spettante al gestore, e titolarità sostanziale del medesimo, spettante invece agli investitori.

Ebbene, aderendo a quest'ultima impostazione – ma questo passaggio argomentativo non appare del tutto esplicitato nella ordinanza in esame – l'applicazione all'assemblea degli investitori della disciplina delle società (azionarie) si potrebbe giu-

<sup>22</sup> Questa è, in particolare, la tesi di B. Libonati, *Holding e investment trust*, Giuffrè, Milano, 1959, p. 506 ss. e p. 527 ss. Nel senso di ritenere sussistente una comunione tra i titolari delle quote del fondo, cfr. anche T. Ascarelli, *Investment trust*, in *Banca borsa titoli di credito*, 1954, I, pp. 178 e 180, là dove qualifica gli investitori quali «comproprietari» dei titoli che afferiscono al fondo comune.

<sup>23</sup> G.E. Colombo, *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in G.E. Colombo, V. Dotti, G. Perletti, G. Scharns, G. Sottriffer, *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Cedam, Padova, 1967, p. 286.

<sup>24</sup> P.G. Jaeger, *Sui fondi comuni di investimento*, in *Rivista delle società*, 1969, p. 1142. In senso adesivo, G. Castellano, *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento mobiliare*, *ivi*, p. 1156 s. e p. 1162.

<sup>25</sup> R. Costi, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Rivista delle società*, 1968, p. 300 ss. Nel senso di riconoscere la soggettività giuridica dei fondi comuni di investimento, cfr. anche Consiglio di Stato, parere n. 608 dell'11 maggio 1999, in *Consiglio di Stato*, 1999, I, p. 2216 ss. Una prospettiva affine è adottata da A. Nigro, *I fondi comuni di investimento mobiliare*, Giuffrè, Milano, 1970, p. 87 ss.; nonché Id., voce *Investment trust*, in *Enciclopedia del diritto*, Giuffrè, Milano, XXII, 1972, p. 704 s., secondo il quale i fondi di investimento sarebbero delle associazioni «atipiche», in quanto tali privi della personalità giuridica, ma dotati di soggettività giuridica.

<sup>26</sup> L'orientamento giurisprudenziale in esame ha avuto origine con la già ricordata Cass. 15 luglio 2010, n. 16605, cit.

stificare non tanto in forza di una analogia tra fondo comune di investimento, in sé e per sé considerato, ed enti costituiti in forma societaria (e, tra questi, specialmente quelli dotati di autonomia patrimoniale perfetta e quindi, in primo luogo, le società per azioni), come invece sembrerebbero implicitamente richiedere le sentenze rese nei precedenti giudizi di merito<sup>27</sup>, nonché parte della dottrina<sup>28</sup>, quanto piuttosto in ragione del fatto che, essendo il patrimonio separato un patrimonio «dell'ente» societario, non potrebbe che applicarsi alla relativa assemblea degli investitori la disciplina dell'ente medesimo e, quindi, la disciplina azionaria.

Proponendo una simile soluzione interpretativa, l'ordinanza in esame porta alle estreme conseguenze la tesi della titolarità del patrimonio comune in capo alla SGR, originariamente avanzata dalla sentenza n. 16605/2010 della Corte di Cassazione. Se, infatti, il fondo comune di investimento è, a tutti gli effetti, un patrimonio separato della SGR, all'assemblea dei suoi quotisti non potrebbe che applicarsi la disciplina delle assemblee speciali di tale tipo azionario e, in particolare, per contiguità con il fenomeno indagato, quella dell'assemblea degli obbligazionisti, i quali, rispetto alla società emittente, rivestono – al pari dei sottoscrittori delle quote del fondo<sup>29</sup> – la veste di creditori.

Questa impostazione finisce però per svalutare, fino quasi a contraddirla, la distinzione tra titolarità formale e titolarità sostanziale dei beni compresi nel patrimonio del fondo, che pure aveva costituito un aspetto centrale dell'impianto argomentativo di Cass. n. 16605/2010 anche al fine di cercare di rendere coerente la ricostruzione prospettata con la sostanza del fenomeno economico in esame, in base alla quale, per quanto il soggetto gestore possa effettivamente disporre dei beni inclusi nel patrimonio del fondo, egli non ne è, in fin dei conti, il *residual claimant*<sup>30</sup>.

Questa costituisce una significativa differenza rispetto al caso degli obbligazionisti che sottoscrivono i titoli di debito della società emittente: sebbene anche costoro sia-

<sup>27</sup> Si v. *supra*, par. 2.

<sup>28</sup> Cfr., ad esempio, F. Annunziata, *op. cit.*, *passim* (ad es., p. 122 s.), quanto in particolare alla possibilità di applicare analogicamente regole proprie degli o.i.c.r. societari (e quindi delle società per azioni) agli o.i.c.r. contrattuali.

<sup>29</sup> Cfr. Cass. 14 luglio 2003, n. 10990, consultabile in banca dati DeJure.

<sup>30</sup> Quantomeno laddove si intenda il *residual claimant* come il soggetto che sopporta in via definitiva il rischio dell'attività di investimento. È evidente infatti che, adottando tale prospettiva, *residual claimants* non possano che essere esclusivamente gli investitori del fondo comune di investimento. Ciò deriva anzitutto dal già richiamato art. 36, c. 4, TUF, secondo il quale, delle obbligazioni contratte nell'interesse del fondo la SGR risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo (e nei limiti dello stesso).

no legati alla società da un rapporto negoziale che comporta l'attribuzione di risorse alla società stessa, i relativi apporti affluiscono nel (e si confondono con il) patrimonio generale dell'ente e vengono impiegati anzitutto a beneficio degli azionisti di quest'ultimo, con la conseguenza che in capo agli obbligazionisti residua unicamente una pretesa alla restituzione di quanto prestato e alla corresponsione degli interessi<sup>31</sup>.

L'applicabilità all'assemblea degli investitori della disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti delle società per azioni – sulla quale potrebbe anche concordarsi, quantomeno sotto alcuni profili<sup>32</sup> – non può quindi giustificarsi meramente sulla base dell'analoga posizione di creditore della società, spettante, nell'un caso e nell'altro, ai partecipanti all'adunanza, né può semplicemente farsi derivare dal fatto che le regole in materia di assemblea degli obbligazionisti costituiscono il «prototipo normativo» della disciplina delle assemblee speciali della società per azioni. Piuttosto, sorge la necessità di verificare se le esigenze che giustificano, nell'impianto codicistico, la creazione di una organizzazione di categoria per gli obbligazionisti (e le altre figure affini) si presentano anche nell'ambito dei fondi comuni di investimento con riferimento ai loro investitori.

## 5. SULLA PRESUNTA OBBLIGATORietà DELLA PREVISIONE DI UN'ASSEMBLEA DEI QUOTISTI E SULLA SUSSISTENZA DEL DIRITTO DI IMPUGNAZIONE DELLE RELATIVE DELIBERE

Ancora maggiori perplessità desta poi l'affermazione in base alla quale, nell'impianto normativo del TUF, l'istituzione di una assemblea dei sottoscrittori delle quo-

<sup>31</sup> Tale differenza, all'evidenza, si attenua ma non scompare nel caso delle obbligazioni cc.dd. partecipative, per le quali i tempi e l'entità del pagamento degli interessi variano in base all'andamento della società (cfr. art. 2411, c. 2, c.c.).

<sup>32</sup> Si è infatti talora sostenuta l'applicabilità analogica della disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti di s.p.a. all'assemblea degli investitori di un o.i.c.r. contrattuale. Cfr., in particolare, R. Della Vecchia, *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, in *Società*, 2010, p. 1337; Id., *D.M. n. 197/2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Società*, 2011, p. 295, il quale richiama altresì l'assemblea speciale dei portatori di strumenti di partecipazione a specifici affari ex art. 2447-octies c.c. In termini più generali, quanto alle somiglianze esistenti tra la posizione degli investitori dei fondi (di *private equity*) e quella degli obbligazionisti e alla funzione delle rispettive assemblee, cfr. L. Ardizzone, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Egea, Milano, 2018, p. 74 s., p. 84 e p. 173 (n. 352). Sul punto non è necessario in questa sede prendere posizione, cercandosi piuttosto di sottolineare come, nel provvedimento in esame, non si rinvercano argomenti decisivi a sostegno di tale opzione interpretativa.

te del fondo sarebbe da considerarsi in ogni caso obbligatoria, se non altro perché premessa di tale asserzione pare una errata lettura del dato normativo, accompagnata – forse – anche da una svista nella qualificazione della fattispecie concreta.

L'ordinanza in esame, infatti, da un lato, ricostruisce impropriamente il dettato normativo, riferendo che, in base all'art. 37 TUF, nei fondi chiusi *riservati* il regolamento del fondo deve limitare la competenza dell'assemblea alla sostituzione del gestore, quando in realtà il comma 3 di tale disposizione stabilisce che nei fondi chiusi *diversi da quelli riservati* il regolamento del fondo «prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore»; dall'altro lato, omette di considerare la natura riservata del fondo oggetto della controversia, la quale emerge invece dalla sentenza resa in grado d'appello.

Tali incongruenze paiono minare il ragionamento poiché conducono il Supremo Collegio a concludere erroneamente in favore della maggiore rigidità dei fondi riservati (quando, ancora una volta, pare vero il contrario, se non altro per il fatto che la disciplina speciale tiene conto della professionalità che di regola caratterizza gli investitori di tali fondi<sup>33</sup> e quindi della minore esigenza di tutela dei medesimi, accordando conseguentemente maggiore flessibilità al relativo regolamento)<sup>34</sup>. Infatti, seguendo l'argomentazione della Corte, se nei fondi «più rigidi» – quali sarebbero, *in thesi*, i fondi riservati – è prevista un'assemblea con una competenza limitata ma inderogabile, allora, per tutti gli altri fondi, dovrebbe riconoscersi l'esistenza «di un diritto “partecipativo” di tutti gli investitori rispetto alla determinazione che la SGR adotta nella gestione del fondo», da attuarsi mediante l'adunanza assembleare.

Ciò secondo la Cassazione significa, da un lato, che «non può aversi un Fondo che non abbia un'assemblea degli investitori» e, dall'altro lato, e «*a contrario*, [...] che per i Fondi non riservati, il regolamento può prevedere che l'assemblea degli investitori deliberi anche su altri argomenti, ulteriori rispetto alla sola sostituzione del gestore».

In realtà, la prima conclusione è tutta da dimostrare. Da una previsione norma-

<sup>33</sup> Nei fondi riservati, la partecipazione all'o.i.c.r. è appunto riservata a investitori dotati di particolari requisiti di professionalità, ovvero a investitori che, seppur non professionali, sottoscrivono quote di partecipazione di importo superiore a determinate soglie. Cfr. l'art. 14, c. 1 e 2, D.M. 5 marzo 2015, n. 30. Regole particolari si applicano poi quanto alla partecipazione di soggetti pubblici ai FIA immobiliari riservati (cfr. il comma 3 della medesima disposizione).

<sup>34</sup> Questo anzitutto perché ai FIA riservati non si applicano «le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia per i FIA non riservati»: cfr. l'art. 14, c. 6, lett. b), D.M. 5 marzo 2015, n. 30. Inoltre, come già ricordato (v. *supra*, nt. 17), per i fondi riservati non è prevista l'approvazione del regolamento del fondo e delle relative modifiche da parte di Banca d'Italia.



tiva che stabilisce che in una tipologia di fondi chiusi l'assemblea può riunirsi esclusivamente per deliberare su una particolare materia (la sostituzione del gestore) non può, infatti, desumersi univocamente l'*obbligatorietà* dell'assemblea degli investitori nelle altre tipologie di fondi, quanto semmai – ma anche questo dovrebbe essere oggetto di maggiore approfondimento – la possibilità di prevedere competenze ulteriori per l'assemblea dei fondi chiusi non espressamente considerati dall'art. 37, c. 3, TUF, là dove istituita<sup>35</sup>. Non a caso, specialmente in relazione ai fondi aperti, è la stessa ammissibilità della previsione dell'assemblea da parte del regolamento del fondo a essere discussa tra gli interpreti<sup>36</sup>, anche alla luce del silenzio del legislatore sul punto<sup>37</sup> e, più in generale, della minore possibilità di giustificare la concessione di strumenti di *voice* agli investitori – che potrebbero financo «intralciare» l'operato del gestore – in presenza di un diritto di *exit* estremamente accentuato<sup>38</sup>.

La seconda conclusione, invece, parrebbe semmai doversi riferire ai fondi chiusi *riservati* – come peraltro quello interessato dalla controversia in esame – e non già ai fondi chiusi *non riservati*, per i quali vale, infatti, la regola in base alla quale l'assemblea si riunisce esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore. Del resto, considerando la natura *riservata* del fondo chiuso di cui alla controversia in esame, non si fa fatica a spiegare la molteplicità di competenze attribuite all'assemblea degli investitori dal relativo regolamento negoziale, che pure l'ordinanza testualmente riporta.

Tanto premesso, e anche a prescindere dai profili legati all'obbligatorietà o non dell'assemblea degli investitori nei fondi di investimento, desta altresì perplessità l'equazione, tracciata dal provvedimento in commento, tra previsione dell'assemblea e legittimazione a impugnare le relative delibere.

Al riguardo, non convince non solo il richiamo ai principi costituzionali e al diritto

<sup>35</sup> In argomento, per alcuni cenni alla possibilità di ampliare le competenze dell'assemblea degli investitori dei fondi chiusi riservati, F. Annunziata, *op. cit.*, p. 139 (il quale ritiene, tra l'altro, che in questo caso l'istituzione dell'assemblea non sia obbligatoria ma rimessa all'autonomia contrattuale); F. Annunziata, D. Maltese, *La disciplina dell'assemblea dei quotisti dei fondi chiusi tra contratto e organizzazione*, in *Società*, 2022, p. 347; P. Spolaore, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Giuffrè, Milano, 2022, p. 97 s.; R. Della Vecchia, *La governance dei fondi comuni*, cit., p. 1340. Sul punto, si v. anche L. Arduzzone, *op. cit.*, p. 173 ss.

<sup>36</sup> In argomento, P. Spolaore, *La gestione collettiva del risparmio*, in M. Cera, G. Presti, *Il Testo Unico finanziario*, Il Mulino, Bologna, \*, 2020, p. 571 s.

<sup>37</sup> Al riguardo, si v. F. Annunziata, *op. cit.*, p. 139 ss. (spec. p. 142).

<sup>38</sup> In argomento, con riferimento alla legislazione statunitense in materia, sia pure in termini generali, J. Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, in *Yale Law Journal*, 2014, vol. 123, p. 1289.



to di difesa *ex art. 24 Cost.*, posto che il riconoscimento di una tutela obbligatoria, rappresentata dal diritto al risarcimento del danno, risulterebbe comunque sufficiente a garantire il rispetto dell'*art. 24 Cost.*<sup>39</sup>, ma anche e più in generale il riferimento all'impugnativa quale elemento, per così dire, sempre connaturato alla partecipazione in assemblea. Pur nella consapevolezza che il tema meriterebbe un approfondimento non possibile in questa sede, occorre infatti perlomeno considerare la circostanza – peraltro sottolineata dai giudici di merito<sup>40</sup> – per la quale è la stessa disciplina delle società per azioni, pure ritenuta quadro normativo applicabile al caso di specie dall'ordinanza in commento, a non riconoscere il diritto di impugnazione in capo al socio in quanto tale per le ipotesi di annullabilità della delibera, richiedendo il raggiungimento di soglie minime di partecipazione al capitale ai fini dell'attivazione della tutela reale (cfr. *art. 2377, c. 3 e 4, c.c.*).

Volendo cercare di giustificare comunque una simile legittimazione all'impugnativa da parte dell'investitore, potrebbe semmai osservarsi che l'adozione del metodo assembleare comporta, di regola, quantomeno nella disciplina societaria, anche un qualche accesso alla tutela reale, sebbene non necessariamente per tutti i partecipanti all'assemblea e in presenza di qualsiasi vizio della delibera, e che ammettere l'esperibilità di una azione anche demolitoria, pur rafforzando la posizione degli investitori, non è di per sé in contrasto con il principio di autonomia del gestore che caratterizza la disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio<sup>41</sup>. Infatti, come si dirà anche in seguito, il profilo dell'indebita interferenza nella gestione del fondo pare connesso più alla delimitazione delle decisioni sulle quali il regolamento prevede un intervento degli investitori, se del caso mediante metodo assembleare, che all'alternativa tra tutela reale e tutela obbligatoria delle ragioni dei quotisti, ove fondate.

Tuttavia, a ciò potrebbe obiettarsi che la scelta del modello contrattuale di o.i.c.r., in luogo di quello societario, indica di per sé l'intenzione delle parti di allontanarsi dalla disciplina societaria<sup>42</sup> per tutto quanto non espressamente richiamato dal regolamento

<sup>39</sup> In questo senso, con riferimento alla tutela in caso di invalidità delle delibere assembleari delle società per azioni, cfr., ad esempio, A. Stagno d'Alcontres, *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di s.p.a. La nuova disciplina*, in P. Abbadessa, G.B. Portale, *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, Utet giuridica, Torino, 2, 2006, p. 188 s.

<sup>40</sup> Cfr. Trib. Padova, 7 settembre 2018, n. 1722, cit.; App. Venezia, 18 maggio 2021, n. 1505, cit., par. 6.

<sup>41</sup> Come pure è stato prospettato da App. Milano, 18 febbraio 2021, cit., p. 340. Sul principio di autonomia gestoria si v. *infra*, par. 5.1.

<sup>42</sup> Cfr. sempre App. Milano, 18 febbraio 2021, cit., p. 340.

del fondo, e questo anche laddove quest'ultimo preveda l'istituzione di taluni «organi» caratteristici di taluni tipi societari, come appunto l'assemblea. Oltre a ciò, ragioni di certezza e stabilità delle decisioni dell'assemblea degli investitori<sup>43</sup> – le quali, con riferimento ad organismi che operano sui mercati, non paiono affatto trascurabili – possono suggerire che, in assenza di una espressa previsione in materia nel regolamento del fondo, la legittimazione all'impugnativa sia in ogni caso da escludersi.

Il punto è all'evidenza controverso, ma alla luce di questi ultimi rilievi non stupisce che anche chi vede con favore l'applicabilità analogica della disciplina dell'assemblea delle società per azioni agli o.i.c.r. contrattuali abbia ritenuto che ciò non possa riguardare le regole in materia di impugnativa delle delibere assembleari<sup>44</sup> e che, in un separato giudizio di merito concernente l'impugnazione di un'altra delibera dell'assemblea degli investitori del fondo oggetto della controversia in esame, i giudici siano arrivati a conclusioni opposte a quelle raggiunte dal Supremo Collegio nel provvedimento in commento<sup>45</sup>.

### *5.1. Competenze dell'assemblea dei quotisti e limiti alla modificabilità a maggioranza del regolamento del fondo (cenni).*

Sullo sfondo rimane aperta la questione, pure accennata dal provvedimento in esame, legata alla determinazione delle competenze dell'assemblea degli investitori, quando prevista, inclusa quella relativa all'approvazione (a maggioranza) delle modifiche al regolamento del fondo.

Sul punto, dall'inquadramento del fondo comune di investimento quale patrimonio separato della SGR sembra discendere, nel ragionamento della Corte, una valorizzazione del ruolo dialogico e consultivo dell'assemblea degli investitori rispetto all'operato del gestore. Ciò non risulta necessariamente in contrasto con i principi ispiratori della disciplina, trovando anzi importante conferma nella prassi<sup>46</sup>, a patto

<sup>43</sup> Un argomento in tal senso è stato sollevato, non a caso, da una delle parti del giudizio riguardante il medesimo fondo di investimento della controversia in esame che ha poi condotto alla sentenza della Corte d'Appello di Milano più volte richiamata: cfr. App. Milano, 18 febbraio 2021, cit., p. 338.

<sup>44</sup> F. Annunziata, *op. cit.*, p. 145.

<sup>45</sup> Il riferimento è sempre a App. Milano, 18 febbraio 2021, cit., p. 338 ss.

<sup>46</sup> Quanto in particolare all'istituzione di comitati (consultivi) degli investitori nell'ambito dei fondi riservati, cfr. R. Della Vecchia, *La governance dei fondi comuni*, cit., p. 1345; P. Caliceti, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni d'investimento*, in *Rivista di diritto civile*, 2012, p. 230; nonché, specialmente con riferimento alle loro possibili competenze, L. Ardizzone, *op. cit.*, p. 174 ss.

però di non ammettere uno sconfinamento delle competenze dell'assemblea degli investitori in decisioni strettamente gestorie, come invece parrebbe consentire la Suprema Corte là dove ha sottolineato che «esiste un diritto “partecipativo” di tutti gli investitori rispetto alla determinazione che la SGR adotta nella gestione del Fondo» e che la previsione di una assemblea dei quotisti è funzionale «a dare voce alla platea degli investitori [...], al fine di orientare [...] le scelte gestorie degli amministratori della SGR rispetto al patrimonio separato».

Il principio di autonomia del gestore, che informa la normativa in materia di gestione collettiva del risparmio<sup>47</sup>, pur nelle perduranti incertezze interpretative relative alla sua effettiva portata, limita infatti notevolmente le possibili «ingerenze» della platea degli investitori sui profili relativi all'adozione delle scelte di investimento del patrimonio comune. Se, dunque, vi possono essere aperture a una «consultazione» degli investitori su aspetti collegati alla strategia o alla gestione del fondo, maggiori perplessità sorgono nel caso in cui il regolamento ammetta una qualche ingerenza in

<sup>47</sup> A livello nazionale è già la definizione di o.i.c.r., contenuta all'art. 1, c. 1, lett. *è*), TUF, a sottolineare il rilievo dell'autonomia del gestore, prevedendo che il relativo patrimonio sia «gestito in monte nell'interesse degli investitori e *in autonomia dai medesimi*» (enfasi aggiunta). Inoltre, anche la disciplina secondaria contiene un esplicito riferimento alla necessaria autonomia del gestore rispetto ai partecipanti all'o.i.c.r., là dove prevede che «[l']attività di gestione collettiva è svolta dal gestore in autonomia dai partecipanti agli OICR; i partecipanti, pertanto, non dispongono di poteri connessi alla gestione operativa dell'OICR e delle attività in portafoglio in conformità alla politica di investimento, fermo restando l'esercizio dei diritti riconosciuti agli investitori in qualità di azionisti degli OICR in forma societaria»: cfr. par. 1, sez. II, cap. II, titolo I, Reg. GCR. Per vero, a livello europeo, la Direttiva 2011/61/UE, che disciplina i cc.dd. FIA, fondi di investimento alternativi, quali appunto i fondi chiusi immobiliari, non contiene alcun riferimento al principio di autonomia del gestore. Tuttavia, l'Autorità di vigilanza europea ha sottolineato come caratteristica dei FIA – contrattuali o societari – sia il fatto che «i detentori di quote o gli azionisti di [tali] organismi» – in qualità di gruppo collettivo – non hanno *discrezionalità o un controllo su base giornaliera*, con ciò intendendosi «una forma di potere decisionale diretto e continuo – a prescindere che venga esercitato oppure meno – su questioni operative attinenti alla gestione quotidiana delle attività degli organismi e che trascende in modo significativo l'esercizio ordinario del potere decisionale o di controllo tramite la votazione in seno alle assemblee degli azionisti su questioni come la fusione o la liquidazione, l'elezione dei rappresentanti degli azionisti, la nomina di amministratori o revisori dei conti e l'approvazione dei conti annuali» (così, ESMA, *Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFLA*, ESMA/2013/611, 13 agosto 2013, II e VI, par. 12.). Su tutti questi profili, si v. L. Ardizzone, *op. cit.*, p. 30 ss.; P. Spolaore, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., p. 7 s. L'autonomia del gestore è, del resto, tratto caratteristico del fenomeno dell'*investment trust* anche in altri ordinamenti. Nella dottrina straniera si v., in particolare, J. Morley, *op. cit.*, p. 1238 ss., il quale utilizza l'espressione «separation of funds and managers» per indicare l'autonomia del gestore rispetto al fondo e ai suoi investitori sia dal punto di vista patrimoniale, sia dal punto di vista dell'adozione delle scelte di investimento del fondo medesimo (per questo profilo cfr. l'osservazione, a p. 1239, secondo la quale la società di gestione di regola ha «sole authority to direct the fund's operations and investment strategy»). L'autonomia del gestore risponde, infatti, anzitutto all'esigenza di assicurare che le scelte di gestione siano assunte da un soggetto dotato di particolari requisiti di competenza e specializzazione. Al riguardo si v., per tutti, R. Costi, *op. cit.*, p. 247 ss.

concreto circa l'adozione di (singole) scelte o strategie di investimento<sup>48</sup>.

Meno problematica parrebbe invece, quantomeno in prima battuta, l'attribuzione all'assemblea degli investitori della competenza a deliberare (a maggioranza) sulle modifiche del regolamento, come peraltro previsto nel caso in esame. Posto che negli o.i.c.r. contrattuali, e in particolar modo in quelli aperti, non è affatto scontato il potere degli investitori di influire sul contenuto del regolamento del fondo sia in sede di sua costituzione, sia durante la sua operatività<sup>49</sup>, una simile previsione potrebbe, infatti, essere vista con favore, in un'ottica di tutela dell'investitore.

Occorre, tuttavia, considerare che, quantomeno per le pattuizioni riguardanti le «basi essenziali» dell'investimento, potrebbero prospettarsi dei limiti al potere della maggioranza degli investitori di approvare eventuali modifiche al regolamento del fondo proposte dal soggetto gestore, in favore della regola dell'unanimità, che accorderebbe una tutela addirittura maggiore all'investitore dissenziente.

La questione sembra essere stata sollevata anche nel procedimento in esame, ma accantonata sia nel giudizio di merito, alla luce del fatto che «una domanda con cui si volesse accertare l'immodificabilità del contratto senza il consenso dei contraenti avrebbe dovuto coinvolgere tutte le parti contraenti – e pertanto tutti i quotisti del fondo e non solo la società di gestione»<sup>50</sup>, sia innanzi alla Suprema Corte, che ne ha sancito l'inammissibilità per carenza di interesse del ricorrente.

Non potendo qui tentare di affrontare compiutamente il quesito, ci si limita a segnalare che, nell'esame del problema, parrebbe doversi considerare l'eventuale sussistenza di limiti anzitutto alla possibilità per il gestore, prima ancora che per la maggioranza degli investitori, di proporre o adottare, per l'ipotesi in cui non sia espressamente prevista un'assemblea degli investitori, modifiche del regolamento

<sup>48</sup> Cfr., ad esempio, F. Annunziata, *op. cit.*, p. 146, là dove rimarca «l'impossibilità di attribuire all'assemblea il potere di *decidere* il compimento di singole operazioni di gestione, o di deliberare in merito alle singole strategie d'investimento dell'OICR», proprio in ragione del principio di autonomia gestoria; nonché, con riferimento all'assemblea dei fondi chiusi riservati, L. Ardizzone, *op. cit.*, p. 173; e, più di recente, P. Spolaore, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, cit., p. 97.

<sup>49</sup> Nei fondi aperti, infatti, le modifiche al regolamento del fondo sono di regola approvate esclusivamente dalla SGR. La disciplina secondaria prevede unicamente che esse, qualora (i) riguardino la sostituzione del gestore o (ii) le caratteristiche del fondo ovvero (iii) incidano negativamente sui diritti patrimoniali dei partecipanti, abbiano un termine di efficacia dilazionato e debbano essere pubblicate e rese note ai partecipanti, ai quali spetta il diritto di richiedere il rimborso della quota senza l'applicazione delle commissioni eventualmente stabilite dal regolamento del fondo. Il regolamento potrebbe comunque prevedere che la modifica in questione sia approvata da una maggioranza qualificata dei partecipanti. In questa ipotesi si possono applicare termini di efficacia ridotti. Al riguardo, cfr. par. 4.4., sez. II, cap. I, titolo V, Reg. GCR.

<sup>50</sup> App. Venezia, 18 maggio 2021, n. 1505, cit., par. 8.

del fondo che incidano sui tratti fondamentali dell'investimento, considerato che, perlomeno nei fondi chiusi, «le modifiche regolamentari devono essere limitate ai casi strettamente necessari e comunque nell'interesse dei partecipanti»<sup>51</sup>. Inoltre, occorrerebbe comunque valutare le conseguenze che possono derivare, dal punto di vista della soluzione al quesito proposto, tra l'adozione di una prospettiva marcatamente contrattuale e l'adozione di una prospettiva più schiettamente organizzativa, la quale potrebbe discendere da una precomprensione del fondo comune di investimento quale patrimonio separato della SGR.

Tuttora aperto è, infatti, il più generale problema di individuare un quadro concettuale di riferimento che possa fornire una guida nella soluzione delle singole questioni relative all'individuazione dei diritti e delle prerogative degli investitori negli o.i.c.r. contrattuali, specialmente laddove il regolamento contrattuale del fondo nulla preveda. Su questo non pare incidere il recente schema di decreto legislativo di modifica del TUF<sup>52</sup>, adottato nell'ambito della delega di cui all'art. 19 della l. 5 marzo 2024, n. 21, il quale, per quanto qui di interesse, non contiene indicazioni sul punto né regole di maggiore dettaglio che consentano di ricostruire con certezza i diritti e le prerogative degli investitori negli o.i.c.r. contrattuali.

---

<sup>51</sup> Cfr. par. 4.4, sez. II, cap. I, titolo V, Reg. GCR.

<sup>52</sup> *Schema di decreto legislativo di riforma del TUF*, cit.

## BIBLIOGRAFIA

- F. Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Egea, Milano, 2017.
- F. Annunziata, D. Maltese, *La disciplina dell'assemblea dei quotisti dei fondi chiusi tra contratto e organizzazione*, in *Società*, 2022, p. 343-352.
- L. Ardizzone, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Egea, Milano, 2018.
- T. Ascarelli, *Investment trust*, in *Banca borsa titoli di credito*, 1954, I, p. 178-181.
- P. Caliceti, *Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni d'investimento*, in *Rivista di diritto civile*, 2012, p. 219-241.
- G. Castellano, *Per una qualificazione giuridica dei fondi d'investimento mobiliare*, in *Rivista delle società*, 1969, p. 1150-1162.
- G.E. Colombo, *L'introduzione dell'investment trust in Italia*, in G.E. Colombo, V. Dotti, G. Perletti, G. Scharns, G. Sottriffer, *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Cedam, Padova, 1967, p. 251-324.
- R. Costi, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Rivista delle società*, 1968, p. 242-327.
- R. Della Vecchia, *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, in *Società*, 2010, p. 1335-1346.
- R. Della Vecchia, *D.M. n. 197/2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Società*, 2011, p. 292-306.
- G. Ferri jr., *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2015, p. 1-7.
- G. Ferri jr., *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in R. D'Apice, *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 689-727.

- P. Ferro-Luzzi, *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Rivista delle società*, 2012, p. 751-757.
- P.G. Jaeger, *Sui fondi comuni di investimento*, in *Rivista delle società*, 1969, p. 1113-1149.
- B. Libonati, *Holding e investment trust*, Giuffrè, Milano, 1959.
- J. Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, in *Yale Law Journal*, 2014, vol. 123, p. 1228-1287.
- A. Nigro, *I fondi comuni di investimento mobiliare*, Giuffrè, Milano, 1970.
- A. Nigro, voce *Investment trust*, in *Enciclopedia del diritto*, Giuffrè, Milano, XXII, 1972, p. 690-712.
- A.D. Scano, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2011, II, p. 1133-1146.
- P. Spolaore, *La gestione collettiva del risparmio*, in M. Cera, G. Presti, *Il Testo Unico finanziario*, Il Mulino, Bologna, 2020, \*, p. 561-621.
- P. Spolaore, *S.r.l. e offerta al “pubblico” di partecipazioni sociali*, Giuffrè, Milano, 2022.
- A. Stagno d'Alcontres, *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di s.p.a. La nuova disciplina*, in P. Abbadessa, G.B. Portale, *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, Utet giuridica, Torino, 2006, 2, p. 169-216.