



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
(ordinamento ex D.M. 270/2004)
In Economia e Finanza

Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

**Il conflitto di interessi
nell'intermediazione
finanziaria**

Uno studio sull'evoluzione della
dottrina e della prassi operativa

Relatore

Ch. Prof. Leonardo Di Brina

Correlatore

Ch. Prof.ssa Alessandra Zanardo

Laureando

Federica Lovato
Matricola 815904

Anno Accademico
2011 / 2012

INDICE GENERALE

INDICE GENERALE	I
PREMESSA.....	1
1 L' EVOLUZIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE.....	3
1.1 La Legge Bancaria del '36	3
1.2 I primi passi del legislatore nazionale nella regolamentazione dei conflitti: la legge SIM.....	4
1.3 La Direttiva 93/22/CEE (c.d. Direttiva ISD)	7
1.4 Il recepimento della ISD: il Decreto Eurosim e la convergenza nel TUF.....	10
1.5 Il Regolamento attuativo del TUF	14
1.6 L'attenzione agli obblighi di comunicazione: la Direttiva 03/125/ce e il recepimento attraverso il Regolamento emittenti .	21
1.7 La svolta significativa: la direttiva 2004/39/CE la Direttiva secondaria	24
1.8 La legge 28 dicembre 2005, n. 262: le modifiche a TUF e TUB.....	32
1.9 Il recepimento della MiFID: decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164 e il Regolamento congiunto 29 ottobre 2007	39
1.10 Le direttive sugli OICVM	47
1.11 Regolamento consulenti finanziari.....	50
2 IDENTIFICAZIONE DEI CONFLITTI.....	55
2.1 La nozione di conflitto di interessi nella normativa vigente	55
2.2 Identificazione dei conflitti nella gestione del risparmio.....	59
2.3 Gli <i>inducements</i> , breve parentesi	64
2.4 Identificazione dei conflitti nell'intermediazione mobiliare	67
2.4.1 Gestione dei portafogli.....	68
2.4.2 Consulenza.....	69
2.4.3 Ricerca.....	70

2.4.4	Negoziazione	73
2.5	Identificazione dei conflitti nelle banche	74
2.5.1	Ricezione e trasmissione.....	76
2.5.2	Negoziazione per conto proprio	77
2.5.3	Gestione di portafogli	81
2.5.4	Collocamento	81
2.6	Discriminazione.....	85
2.7	I consulenti e i promotori finanziari	86
3	POLITICHE DI GESTIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSI	88
3.1	Premessa	88
3.2	I presidi organizzativi.....	91
3.2.1	Le procedure delle società di gestione del risparmio	93
3.2.1.1	L'autonomia e l'indipendenza decisionale dei soggetti rilevanti	93
3.2.1.2	Scelta delle controparti contrattuali	95
3.2.1.3	L'esercizio del diritto di voto	96
3.2.1.4	Presidi di gestione dei conflitti nell'attività di gestione collettiva del risparmio	97
3.2.2	Contro le influenze indebite	98
3.2.3	La vigilanza separata	99
3.2.4	Le attività e i servizi di investimento	99
3.2.5	Criteri di remunerazione.....	113
3.2.6	I codici e le regole deontologiche	114
3.2.7	Le barriere.....	115
3.2.8	<i>Restricted list e watch list</i>	118
3.2.9	Divieto di agire in situazioni di conflitto	119
3.2.10	La <i>best execution</i>	120
3.2.11	L'ultima strada.....	121
3.3	La comunicazione e il rapporto dialettico col cliente.....	121
3.3.1	Descrizione della politica di gestione.....	121

3.3.2	La comunicazione dei conflitti di interesse nei servizi e nelle attività di investimento	125
3.3.3	La comunicazione dei conflitti nella prestazione del servizio di gestione collettiva	128
3.4	La funzione di Compliance	130
3.5	Il Registro	133
4	I RIMEDI AI COMPORTAMENTI INADEMPIENTI DEGLI INTERMEDIARI ATTRAVERSO LA STORIA E LE SENTENZE.....	136
4.1	Premessa.....	136
4.2	La nullità.....	138
4.3	L'annullamento	145
4.4	Gli interventi dalla Corte di Cassazione.....	148
4.5	Violazione dei doveri d'informazione	151
4.6	L'azione di responsabilità, l'onere della prova e il risarcimento	153
	CONCLUSIONI.....	164
	BIBLIOGRAFIA	168

PREMESSA

Il presente lavoro si sofferma a considerare le problematiche che emergono dall'interazione di intermediari quali banche, società di gestione del risparmio e società di intermediazione mobiliare con la loro clientela, per far luce, in un panorama vasto, complesso e in costante mutamento, su quali siano le misure adottate per disciplinare i rapporti in cui confluiscono e *inevitabilmente* confliggono gli interessi di questi soggetti.

La consapevolezza che il conflitto degli interessi non sia evitabile è ad oggi pienamente acquisita, ma quando per la prima volta il legislatore si trovò a dare un nome a questo problema, ancora riteneva di poter creare un apparato normativo in grado di eliminare i contrasti. Negli anni che seguirono, anche il legislatore comunitario coltivò questa convinzione, come traspare dalla Direttiva 1993/22, dove si legge che l'intermediario doveva *sforzarsi di evitare i conflitti di interesse*.

Oggi, nessuno parla più di "eliminare" o "evitare", ma di "gestire". Il presente contributo, al primo capitolo, vuole proporre un'analisi dettagliata dell'evoluzione normativa della disciplina, a partire dalle disposizioni presenti nella cosiddetta legge Bancaria del 1936, per giungere alle implicazioni nazionali dell'emanazione della direttiva 2004/39/CE, cosiddetta Direttiva MiFID, nella quale è radicalmente modificato l'approccio degli intermediari al conflitto di interessi.

Ricostruito il contesto, si è ritenuto opportuno addentrarsi nell'analisi delle politiche predisposte dai soggetti in questione per ottemperare alle norme più recenti.

Nei capitoli secondo e terzo si sono dunque analizzati gli obblighi di identificazione dei conflitti e la molteplicità di presidi che il recepimento della MiFID ha imposto, alcuni comuni ai diversi intermediari, altri più specifici, ma tutti volti ad evitare un danno al cliente.

Il quarto capitolo tratta un ultimo aspetto decisamente rilevante per completare la disamina dell'argomento, ossia le misure poste in essere dal cliente per proteggersi nei casi in cui gli intermediari disattendano le norme e pongano in essere comportamenti irregolari. Poiché il legislatore non ha fornito specifiche disposizioni oltre all'inversione dell'onere probatorio nei giudizi di risarcimento e alla sanzione amministrativa, la giurisprudenza non sempre è addivenuta a soluzioni univoche, alternando giudizi di nullità, annullabilità e risoluzione del contratto, fino a giungere alle sentenze della Cassazione, nelle quali si afferma come rimedio, per le violazioni degli obblighi comportamentali in tema di conflitto di interesse, il risarcimento con eventuale risoluzione del contratto.

Infine, ricostruita per intero la disciplina, seguono alcune considerazioni sull'esito delle politiche messe in atto, per capire se e fino a che punto l'obiettivo è stato perseguito.

1 L'EVOLUZIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE

1.1 La Legge Bancaria del '36

I primi interventi pubblici per arginare il fenomeno del conflitto di interesse in Italia si ebbero a partire dagli anni Trenta; la Legge bancaria del 1936 fu redatta con l'intento di porre rimedio ai danni provocati nell'economia italiana dalla struttura della cosiddetta "banca mista" ed anche per evitare che la crisi dell'impresa coinvolgesse il risparmio italiano. I fallimenti bancari e i numerosi interventi salvifici dello Stato tramite la Sezione Smobilizzi dell'IRI evidenziarono come la gestione promiscua da parte delle banche di credito mobiliare, industriale e a breve scadenza fosse viziata dai conflitti di interesse, poiché da un lato le banche erano tenute a difendere la loro liquidità e quindi i diritti dei depositanti, ma dall'altro erano spinte a sostenere il settore industriale di cui erano temporanee partecipanti. Per arginare il fenomeno si misero in atto due strategie: il modello della "banca pura" e la separazione del settore bancario da quello industriale.

Sotto il primo profilo, attraverso l'elaborazione del modello cosiddetto di "banca pura" l'attività bancaria fu suddivisa tra aziende di credito, le quali avrebbero erogato credito a breve, e istituti di credito speciale, che avrebbero raccolto le risorse a medio - lungo termine ed erogato credito ai settori della produzione industriale.

Per quel che riguarda l'obbligo di separatezza, invece, si posero limitazioni alla partecipazione azionaria delle banche nelle imprese al fine di limitare la sottomissione di un settore all'altro e di conseguenza i rischi per i depositi dei creditori.

L'ordinamento creditizio italiano all'epoca era caratterizzato da stabilità e tranquillità sufficiente, poiché non erano presenti intermediari finanziari di dimensioni tali da poter competere con le aziende di credito o con gli

istituti di credito speciale che monopolizzavano il mercato; fu proprio questa sicurezza a permettere al sistema di rimanere pressoché immutato fino all'inizio degli anni Ottanta. Si dimostrò tuttavia impossibile, nel tempo, tenere separate le due attività di erogazione del credito, anche per il fatto che si riscontrarono perdite dovute alla mancanza di sinergie e le banche naturalmente si ingegnarono per aggirare gli ostacoli imposti dalla legislatura. Inoltre la concorrenza degli intermediari finanziari nazionali ma soprattutto europei aumentò sempre più, al punto che negli anni Novanta venne introdotta una nuova figura nel contesto italiano: la società di intermediazione mobiliare.

Sino allora, tuttavia, non era stata predisposta alcuna disciplina generale che regolasse il mercato mobiliare, ma esistevano solo norme riferite ad agenti di cambio (ossia coloro che potevano svolgere, esclusivamente nell'ambito delle negoziazioni di borsa, soltanto l'attività di negoziazione per conto di terzi) e alla borsa.

1.2 I primi passi del legislatore nazionale nella regolamentazione dei conflitti: la legge SIM

La legge 2 gennaio 1991, n. 1 "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari" (c.d. legge Sim) è stata il primo testo organico sulla materia e in essa erano regolamentati anche i conflitti di interesse tra l'intermediario e il cliente. Premesso l'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente, il legislatore all'art. 6 si preoccupava di vietare che la società di intermediazione mobiliare¹, in

¹ L'art. 1 della legge precisa che per società di intermediazione mobiliare si intende quelle società a cui è riservata la possibilità di: a) *negoziazione per conto proprio o per conto terzi, ovvero sia per conto proprio che per conto terzi, di valori mobiliari*; b) *collocamento e distribuzione di valori mobiliari con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente*; c) *gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari*; d) *raccolta di ordini di acquisto o vendita di valori mobiliari*; e) *consulenza in materia di valori mobiliari*; f) *sollecitazione del pubblico risparmio effettuata*

presenza di interessi direttamente o indirettamente confliggenti, svolgesse operazioni con o per conto della clientela, a meno che non fornisse al cliente comunicazione scritta circa la natura e l'estensione dell'interesse e il cliente desse preventiva ed espressa autorizzazione per iscritto all'effettuazione dell'operazione.

Il legislatore, con questa norma, perdeva quindi parte dei connotati iperprotettivi che prima lo contraddistinguevano e si apriva all'esistenza di diverse tipologie di conflitti di interesse, comprendendo che le situazioni astrattamente e potenzialmente in conflitto potevano non rivelarsi aprioristicamente negative per gli accordi con i clienti, e quindi non era necessario vietarle; infatti, era possibile che l'intermediario fosse a conoscenza in anticipo di collocamenti o di emissioni particolarmente convenienti, nonché di operazioni infragruppo o condotte dai diversi settori di attività di un intermediario "polifunzionale" che potevano portare significativi risparmi di spese e commissioni², e cercasse per ciò di sfruttarle; il legislatore non gli vietava di svolgerle, ma gli poneva degli argini.

L'elemento innovativo della legge n. 1/91 era la previsione di una comunicazione preventiva fatta dall'intermediario al cliente che andasse a colmare l'asimmetria informativa che intercorreva tra le due parti, permettendo così al cliente di autorizzare le operazioni in conflitto. A questo proposito si vuole ricordare che, nella prima stesura della legge, venne inserita una norma che imponeva ai gestori di chiedere il consenso scritto per lo svolgimento di ogni singola operazione di investimento in titoli emessi o collocati da soggetti del gruppo; la norma venne poi

mediante attività anche di carattere promozionale svolta in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento, di cui all'art. 18-ter, terzo comma, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216 e successive modificazioni e integrazioni.

² LENER R., *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in Banca, borsa e titoli di credito, 2007, I, p. 431 ss.

abrogata in quanto “ingessante” in un mercato che faceva della tempestività la sua arma più potente. Nel tentativo quindi di conciliare le esigenze del mercato e la tutela degli investitori si pensò di predisporre una comunicazione preventiva generale, effettuata una volta per tutte tramite l’elencazione delle possibili situazioni di conflitto. Tuttavia, nemmeno questa risultò una scelta ottimale, poiché produceva un eccesso di informazioni precontrattuali che non dava la giusta visibilità al vero rischio in cui il cliente si sarebbe imbattuto in caso di conflitto di interesse e per questo motivo comportava il rischio di una sottoscrizione ben poco attenta.

Volendo trarre alcune prime conclusioni si può affermare che la legge n. 1/91 ha coerentemente contribuito all’evoluzione del diritto dell’impresa e dei contratti di quegli anni, in particolar modo all’intento del diritto di elaborare per i contratti tra intermediari e clienti, piuttosto che norme di azione, norme di relazione che fissassero l’obiettivo da perseguire, senza però limitare le possibilità per raggiungerlo (lasciando cioè margine di discrezionalità all’intermediario).³

Legge dunque conforme all’orientamento dell’epoca, ma al tempo stesso innovativa: infatti, nella legge SIM erano presenti anche le prime avvisaglie della necessità di regolare l’organizzazione dell’azienda in modo sistematico. In particolare, in tema di vigilanza sulle società di intermediazione la CONSOB, d’intesa con la Banca d’Italia, vietava *lo scambio di informazioni e di responsabilità di gestione tra chi opera nelle attività a cui sono autorizzate le società* (art. 9, comma 2, lett. b)) e la Banca d’Italia d’intesa con la CONSOB stabiliva *i criteri contabili ed organizzativi che assicurino la separazione delle varie attività esercitate e delle connesse*

³ SCOTTI CAMUZZI S., *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il “decreto Eurosim” e prima e dopo la recezione della MiFID)*, Banca Borsa Titoli di Credito, Giuffrè Editore, fascicolo 3 ,2011, p. 292.

responsabilità di gestione (art. 9, comma 5, lett. c)), al fine di dividere quelle attività potenzialmente passibili di generare conflitti di interessi.

Questa ripartizione portò gli autori a sostenere, estremizzando, che la legge n. 1/91 avesse come perni due pilastri ben distinti tra loro: innanzi tutto vietava la stipulazione del contratto in assenza di adeguata comunicazione nel caso di esistenza di conflitti di interessi (senza tuttavia prevedere obblighi per l'intermediario nella gestione del conflitto); in secondo luogo, in un differente contesto svincolato dagli obblighi di *disclosure*, regolava rigidamente la separazione delle attività attraverso delle barriere. A fronte di queste considerazioni, si riteneva l'intermediario ugualmente diligente nel caso in cui avesse soddisfatto gli obblighi di comunicazione contrattuale pur non avendo realizzato un'adeguata separazione organizzativa, così come era diligente se rispettava gli obblighi di separazione ma concludeva un contratto viziato da conflitti non rispettando gli obblighi di disclosure.

1.3 La Direttiva 93/22/CEE (c.d. Direttiva ISD)

Alcuni anni dopo l'emanazione della legge SIM, la Comunità Europea è entrata nel merito della questione emanando, il 10 maggio 1993, la Direttiva 1993/22 del Consiglio, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (c.d. Direttiva ISD); in essa vi erano tuttavia prevalentemente principi generali che lasciavano agli stati membri ampia autonomia sulla questione. A riprova di ciò, l'art. 10 scriveva: *Lo Stato membro di origine elabora norme prudenziali che l'impresa d'investimento⁴ deve*

⁴ La direttiva definisce impresa di investimento una persona giuridica che esercita abitualmente una professione o un'attività consistente nel prestare a terzi servizi quali la ricezione e trasmissione, per conto di investitori, di ordini in relazione a uno o più strumenti di cui alla sezione e l'esecuzione di tali ordini per conto terzi, la negoziazione per conto proprio di tutti gli strumenti finanziari, la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dagli investitori qualora tali portafogli includano determinati strumenti, nonché l'assunzione a fermo per tutte o per alcune emissioni dei suddetti strumenti e/o collocamento di tali

osservare in permanenza. Tali norme esigono segnatamente che l'impresa di investimento (...) sia strutturata e organizzata in modo tale da ridurre al minimo il rischio che gli interessi dei clienti siano lesi dai conflitti d'interessi tra impresa e i suoi clienti e tra singoli clienti; queste norme inoltre, secondo l'ultimo comma, qualora l'impresa avesse avuto una succursale, non dovevano contrastare con le disposizioni prescritte dallo stato membro ospitante.

La prima norma di matrice comunitaria concernente i conflitti di interessi dunque non menzionava l'obbligo di astensione dall'operare in tali situazioni, come invece avveniva nella legge SIM, ma innanzi a tutto prescriveva un'idonea organizzazione aziendale per limitare che l'inevitabile esistenza dei conflitti di interessi potesse ledere gli interessi dei clienti.

L'art. 11 entrava maggiormente nel dettaglio e si soffermava sulle norme di comportamento che gli stati dovevano elaborare per le imprese nell'esercizio della loro attività. La norma imponeva dei criteri minimi a cui tutti gli stati dovevano attenersi e precisava che tali criteri dovevano essere applicati in modo da tenere conto della natura professionale della persona a cui era fornito il servizio.

Cominciando a entrare nel dettaglio, innanzitutto l'impresa era obbligata ad *agire, nell'esercizio delle sue attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato*⁵; per conseguire questo obiettivo, il prestatore di servizi e attività era obbligato a "conoscere il cliente", ossia ad interrogarlo circa la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi e le sue competenze in materia di investimenti.

Esso inoltre era tenuto ad *agire con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del*

emissioni.

⁵ Direttiva 1993/22, art. 11, paragrafo 1.

mercato; (...) sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non fosse possibile, provvedere a che i suoi clienti fossero trattati in modo equo; [infine gli era richiesto di] conformarsi a tutte le normative applicabili nell'esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l'integrità del mercato⁶. Si può notare in questo passaggio l'influenza della disciplina dei criteri di comportamento elaborati negli anni '90 dalla *International Organisation of Securities Commissions (IOSCO)*, denominati *International Conduct of Business Principles*, i quali al principio n. 6 riportano: «*a firm should try to avoid conflicts of interest, and when they cannot be avoided, should ensure that its customers are fairly treated.*»⁷

Dunque, il primo parametro per verificare la legittimità dell'operato dell'intermediario era diventato il *fair treatment* dei clienti proporzionale alle loro peculiarità e non più le questioni formali legate all'autorizzazione preventiva⁸; il principio della parità di trattamento degli investitori, allorquando rimandava al concetto di equità, non doveva essere inteso come un trattamento indifferenziato per essi ma come parità di trattamento all'interno di diverse categorie. A dimostrazione dell'interesse verso queste categorie da parte del legislatore, l'esordio dell'articolo trattato precisava che le norme di comportamento dovevano tenere conto della diversa natura professionale della clientela e dunque del fatto che «*alcune categorie hanno meno bisogno di tutela regolamentare in quanto dispongono di particolari capacità e risorse professionali. Questi investitori sono in grado di valutare con piena cognizione di causa il profilo economico e giuridico di un investimento che viene loro proposto.*»⁹

⁶ Direttiva 1993/22, art. 11, paragrafo 1.

⁷ The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *International Conduct of Business Principles*.

⁸ SARTORI F., *Il conflitto di interessi tra intermediari ed investitori: prime riflessioni* Rivista di diritto civile, 2001, n. 2, II, pp. 191 e ss.

⁹ Comunicazione della Commissione - Applicazione delle norme di comportamento di cui all'art. 11 della direttiva relativa ai servizi di investimento (93/22/CEE). <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52000DC0722:IT:HTML>

L'applicazione della Direttiva è stata estremamente difforme tra i vari Stati membri e a spiegazione di ciò si possono addurre sostanzialmente due cause: innanzitutto, sebbene nel 2000 la CONSOB abbia emanato alcuni criteri interpretativi chiarificatori¹⁰, l'applicazione omogenea è stata ostacolata dalla genericità dei principi sanciti e dall'ampia autonomia lasciata ai singoli stati; in secondo luogo, alcuni studiosi ritenevano che l'esigenza di una rapida approvazione della Direttiva, e per ciò l'utilizzo frettoloso dell'elenco delle regole di condotta adottata dall'*International Organization of Securities Commission (IOSCO)*, abbia lasciato irrisolti molti dubbi interpretativi (come, ad esempio, la distribuzione della competenza tra gli stati membri nel caso di realizzazione di una succursale).

1.4 Il recepimento della ISD: il Decreto Eurosim e la convergenza nel TUF

¹⁰ A proposito dell'attribuzione delle competenze, la Commissione scrive: « l'articolo 10 stabilisce le norme prudenziali che gli Stati membri del paese di origine devono far osservare dalle imprese da essi autorizzate a norma della DSI. Si tratta di regole che le imprese autorizzate devono applicare nella loro organizzazione interna al fine di tutelare gli interessi degli investitori. (...) Tra l'articolo 10 e l'articolo 11 vi è quindi un rapporto di complementarità e sovrapposizione. Questa interazione è resa più complessa dall'attribuzione della competenza ad applicare l'articolo 10 all'autorità competente del paese di origine (ad eccezione della disposizione dell'articolo 10, quinto trattino, che stabilisce il diritto dell'autorità dello Stato membro ospitante di prescrivere norme in materia di organizzazione per limitare i conflitti d'interesse per quanto riguarda le succursali costituite sul suo territorio), mentre l'articolo 11 è meno chiaro per quanto riguarda l'attribuzione delle competenze.

Le norme di comportamento sono intese a mantenere la fiducia degli investitori e l'integrità del mercato dettando delle regole che i prestatori di servizi d'investimento devono osservare nell'esercizio della loro attività. Queste regole sono giustificate dall'esigenza di tutelare certi investitori che rischiano di essere svantaggiati perché non sono in grado di accedere all'informazione finanziaria o di interpretarla correttamente (...). L'articolo 11 impone anche ai prestatori di servizi d'investimento di "conformarsi a tutte le normative applicabili (...) in modo da promuovere (..) l'integrità del mercato." Questa categoria di norme di comportamento comprende regole intese ad evitare la manipolazione del mercato ed altre pratiche sleali. Si tratta di disposizioni che non rientrano tra quelle che disciplinano le relazioni tra il prestatore di servizi e il cliente, sulle quali si concentra invece la presente comunicazione.»

Norme comparabili, spiega ancora la Commissione, sono applicate dagli Stati membri per quanto riguarda la separazione delle attività che potrebbero condurre le imprese ai conflitti di interesse, sebbene alla prevenzione di questi venga data importanza diversa.

Le disposizioni contenute nella Direttiva vennero recepite dal d. lgs. n. 415/96 noto anche come Decreto Eurosim (tramite l'art. 17 comma 1, lett. c)), e soppiantarono il regime previgente dettato dalla legge Sim.

Coloro che si dichiaravano soddisfatti delle innovazioni sostenevano di essere approdati ad una soluzione che reagiva ad una regola inefficiente e costosa, la quale intralciava la dinamicità del rapporto, consentiva comportamenti opportunistici agli intermediari e non era in sintonia con i principi basilare di giustizia, deresponsabilizzando l'intermediario. Era stato possibile introdurre un modello innovativo e unitario grazie all'attivismo del formante dottrinale e degli operatori, i quali si erano resi conto della necessità di individuare una disciplina unitaria e svincolata dalle anacronistiche barriere geografiche e al passo con l'evoluzione del mercato. La normativa in questione abbandonava dunque il criterio dell'autorizzazione - informata e obbligava l'intermediario ad organizzarsi per ridurre l'insorgere dei conflitti, permettendo all'intermediario di operare in conflitto di interessi ma al tempo stesso obbligandolo ad assicurare ai clienti trasparenza ed equo trattamento.¹¹

Al contrario delle predette considerazioni positive, la dottrina prevalente affermava che la norma, in particolare l'applicazione del principio della *best execution* tanto lodato soprattutto dalla dottrina anglosassone, al vaglio da parte degli intermediari era stata annacquata e ribilanciata in modo da risultare più favorevole alla loro lobby (che in quel momento si stava rafforzando della presenza di banche che potevano operare nel mercato mobiliare) di quanto la matrice europea non volesse.

L'art. 17 recitava: *Nella prestazione dei servizi previsti dal presente decreto le imprese d'investimento e le banche devono:*

1. *comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;*

¹¹ SARTORI F., *Il conflitto di interessi tra intermediari ed investitori: prime riflessioni*, op. cit., p. 121 ss.

2. *acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;*
3. *organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;*
4. *disporre di risorse e di procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;*
5. *svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sugli strumenti finanziari e sul denaro affidati.*

La norma italiana era invero molto simile a quella disposta dalla Direttiva; a differenza della legge SIM, innanzitutto, dettava le prescrizioni per un'ottimale organizzazione aziendale, poi sanciva la norma di azione inerente all'intento di ridurre il rischio dei conflitti e solo in ultima battuta manifestava una norma di relazione per intermediario e cliente, aspetto che invece era precedentemente essenziale.

In sostegno alla polemica per le innovazioni portate dalla ISD, si è scritto: *«quale l'argomentazione che diede ragione di tale cambiamento? Non esiste: esiste soltanto la ragione lobbistica (la norma è focalizzata sull'interesse dell'impresa di investimento), temperata dalla "decenza" di dover giustificare in qualche modo (imponendo un vago dovere di "assicurare al cliente trasparenza ed equo trattamento") l'autorizzazione legale, inopinatamente concessa agli intermediari, ad operare in conflitto di interessi. L'archetipo (alla lontana) è quello dell'autorizzazione, generale e di principio, alle imprese industriali pericolose. Il rischio insito nell'operazione fatta in situazione perigliosa grava sul cliente; del danno che derivi dall'operazione pericolosa l'imprenditore risponde soltanto per colpa (per non aver adottato "tutte le misure idonee a evitare il danno" ex art. 2050 c.c.).»¹²*

¹² SCOTTI CAMUZZI S., *La normativa sul conflitto di interessi*, op. cit., p. 294.

I Regolamenti auspicati non sono mai stati predisposti a causa della repentina abrogazione di questo articolo e introduzione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, decreto conosciuto come Testo Unico della Finanza (TUF) che sostituiva la legge n. 1 del 1991 ed integrava il decreto Eurosim; l'art. 17 è stato riportato per intero nell'art. 21 rubricato "Criteri Generali", indirizzato ai soggetti abilitati¹³ alla prestazione dei servizi di investimento e accessori.

Tanto nell'art. 17 decreto Eurosim, quanto nell'art. 21 TUF, si discostava dalla *Direttiva 93/22/CEE* la scelta, da parte del legislatore nazionale, di imporre agli operatori di ridurre al minimo il rischio dell'esistenza del conflitto di interesse, senza prevedere un contestuale sforzo per evitarlo¹⁴; i conflitti di interesse, così, venivano ammessi nell'attività di intermediazione finanziaria e, qualora si fossero presentati, le imprese avrebbero dovuto assicurare la minimizzazione del rischio di lesione degli interessi dei clienti nonché un trattamento equo e trasparente per questi, senza incorrere in alcun obbligo di comunicazione.

Il legislatore, nella redazione di un testo unitario, ha poi avuto particolare riguardo per le società di gestione del risparmio, le quali non svolgono solamente i servizi e le attività di investimento, ma esercitano anche la gestione collettiva del risparmio; i principi contenuti nell'articolo 40 co. 1 lett. a) e b), benché volti alla tutela dell'interesse dei partecipanti e

¹³ La Comunicazione n. DI/99038880 del 14-5-1999 inviata all'Abi, all'Assosim, all'Unionsim, all'Assogestioni, all'Assofiduciaria, all'Assoreti, all'Anasf, al Consiglio nazionale degli ordini degli agenti di cambio, all'A.I.F.I. e alla Banca d'Italia avente ad oggetto l'applicabilità alla prestazione dei servizi accessori delle regole di comportamento di cui all'art. 21 del decreto legislativo n. 58/1998 e al regolamento CONSOB n. 11522/1998 precisa che: «sono soggetti abilitati, oltre alle imprese di investimento (fra cui le SIM), le società di gestione del risparmio, le SICAV nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario e le banche autorizzati all'esercizio dei servizi di investimento. Il citato art. 21 del decreto si applica anche agli agenti di cambio in virtù del richiamo contenuto nell'art. 201, comma 12, dello stesso decreto».

¹⁴ La Direttiva 1993/22, agli art. 10 e 11, prevedeva che l'intermediario dovesse adoperarsi tanto per ridurre al minimo il rischio di lesione degli interessi dei clienti, quanto per evitare l'insorgere di operazioni in conflitto di interessi.

degli OICR (mentre prima si parlava della clientela), non si discostavano da quelli dettati dalla disciplina generale di qui all'art. 21 TUF.

1.5 Il Regolamento attuativo del TUF

L'art. 6 TUF incaricava la CONSOB di disciplinare con regolamento il comportamento che i soggetti abilitati dovevano osservare nei rapporti con gli investitori, tenendo conto dell'esigenza di ridurre al minimo i conflitti di interesse. L'autorità di vigilanza, dunque, predispose l'attuazione attraverso la delibera n. 11522 del 1° luglio 1998, con un regolamento che, nella disciplina dei conflitti di interesse, risultava più rigido e conservatore della norma ispiratrice, la quale aveva indebolito il sistema di protezione degli investitori¹⁵, privandoli del potere di autorizzazione o diniego delle operazioni in conflitto previsto dalla l. n. 1/91 e non facendo riferimento agli obblighi di comunicazione.

Prima di trattare l'art. 27 del Regolamento rubricato "conflitti di interessi" nella sua connotazione finale¹⁶, preme sottolineare un passaggio intermedio nella sua stesura. Sempre negli anni '90, le Autorità di controllo dei mercati dello spazio Economico Europeo hanno convenuto circa la necessità di riunirsi per implementare l'armonizzazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari al fine di migliorare il mercato interno europeo nel settore dei servizi finanziari. Dopo alcune consultazioni, nell'aprile 2002 il *Committee of European Securities Regulators* (da ora CESR) ha approvato il documento intitolato *A European regime of investor protection - the Harmonisation of Business Rules* e nel luglio dello stesso anno il documento *A European regime of investor protection - The professional and the counterparty regimes*, nei quali erano predisposte

¹⁵ SCOTTI CAMUZZI S., *La normativa sul conflitto di interessi*, op. cit., p. 287 ss.

¹⁶ Il regolamento è stato modificato dalle delibere n. 11745 del 9 dicembre 1998, n. 12409 del 1° marzo 2000, n. 12498 del 20 aprile 2000, n. 13082 del 18 aprile 2001, n. 13710 del 6 agosto 2002 e n. 15961 del 30 maggio 2007. Attualmente il Regolamento è abrogato.

regole di condotta degli intermediari dei diversi Stati membri dell'Unione Europea. Come scriveva la CONSOB, «*l'armonizzazione delle norme "di dettaglio", dopo quella dei principi generali, realizzata dall'art. 11 della Direttiva n. 93/22/CEE, è vista come momento imprescindibile della effettiva creazione di un mercato europeo unico dei servizi finanziari, in un contesto di tutela degli investitori e di incoraggiamento alla concorrenza degli operatori.*»¹⁷

Il legislatore italiano, a seguito di queste considerazioni, si era premurato di apporre modifiche al Regolamento n. 11522 e nel 2003 aveva steso una bozza di riforma. La modifica dell'art. 27 del Regolamento in tema di conflitti di interessi intendeva recepire i principi in tema di "Conflict of interest" (n. 5 e 7 del documento *A European regime of investor protection - the Harmonisation of Business Rules*) e "Inducements" (n. 6 e 8 dello stesso documento). In tal senso, la prima stesura prevedeva una sequenza di operazioni che gli intermediari erano tenuti a compiere nelle situazioni conflittuali:

- innanzitutto identificare i conflitti fra i diversi investitori, ovvero fra questi e l'impresa, anche derivanti da rapporti di gruppo o da situazioni di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 c. c., dalla prestazione congiunta di più servizi o a altri rapporti di affari propri o di società del gruppo;
- evitarli, ove ciò fosse ragionevolmente possibile;
- qualora non fosse possibile evitarli, richiamando l'impostazione della legge SIM, renderli trasparenti e comunque gestirli in modo tale da escludere il pregiudizio agli investitori. La trasparenza era perseguita attraverso la comunicazione preventiva al cliente della natura e dell'estensione dei conflitti all'inizio del rapporto con il cliente ovvero, ove ciò non sia possibile, prima di effettuare qualsiasi transizione.

¹⁷ CONSOB, Bozza di riforma del regolamento n.11522/1998, Documento di consultazione del 4 agosto 2003, in www.CONSOB.it.

L'operazione poteva dunque essere compiuta solo dopo il consenso espresso del cliente.

Per quel che concerne poi la disciplina degli *inducements*,¹⁸ anch'essi passibili di nascondere interessi conflittuali (se ne darà più avanti conto), nella proposta di modifica al Regolamento n. 11522, si consentiva agli intermediari di offrire o ricevere denaro nonché altri beni e servizi nella misura in cui essi potessero *ragionevolmente contribuire alla prestazione del servizio a favore degli investitori*. Analogamente a quanto sarebbe accaduto per la gestione delle operazioni in conflitto di interesse, oltre a segnalare la centralità dell'interesse del cliente nell'attività dell'impresa, sarebbero stati richiesti anche per questa fattispecie obblighi di trasparenza e di *disclosure*¹⁹.

Sfortunatamente, l'ultima versione non trattava la disciplina degli *inducements* e possedeva caratteristiche per così dire più generali rispetto a quanto visto sopra. Infatti, all'art. 27 del Regolamento, rubricato "Conflitti di interessi", riprendendo alcuni dei principi sanciti nell'art. 6 della legge n. 1/91 si scriveva:

1. *Gli intermediari autorizzati²⁰ vigilano per l'individuazione dei conflitti di interessi.*

¹⁸ il CESR identificava come «*any monies, goods or services (other than the normal commissions and fees for the service) received by an investment firm or any of its members of the board, directors, partners, employees and tied agents in relation to business for a customer with or through another person, whether on a prepaid, continuous or retrospective basis*» il CESR identificava come "*any monies, goods or services (other than the normal commissions and fees for the service) received by an investment firm or any of its members of the board, directors, partners, employees and tied agents in relation to business for a customer with or through another person, whether on a prepaid, continuous or retrospective basis.*» (CESR, CESR proposal for the Eu regime of investor protection under article 11 of the ISD, A European Regime of investor protection. The harmonization of conduct of business rules, Ref.: CESR_01-014d, April, 2002, www.financialregulations.com)

¹⁹ FORTUNATO S., *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in Banca, borsa e titoli di credito, 2009, I, 136 ss.

²⁰ La Comunicazione n. DI/99038880 del 14-5-1999 precisa che, negli artt. 26, 27, 28, 29, 30, 31, 36, 56, 57, 58, 59, 60, 63, 69 del regolamento CONSOB n. 11522/1998, per intermediari autorizzati si intendono SIM, banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, agenti di cambio, intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del T.U. bancario autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, società di gestione del risparmio che prestano il servizio di gestione su base

2. *Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione. Ove l'operazione sia conclusa telefonicamente, l'assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell'investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente.*
3. *Ove gli intermediari autorizzati, al fine dell'assolvimento degli obblighi di cui al precedente comma 2, utilizzino moduli o formulari prestampati, questi devono recare l'indicazione, graficamente evidenziata, che l'operazione è in conflitto di interessi.*

Purtroppo, l'ambito di applicazione della norma era ristretto dal seguente art. 31, il quale esonerava gli intermediari dall'adempiere le disposizioni appena citate quando la controparte era un "investitore qualificato, forse in maniera non ragionevole (benché coerente con le direttive comunitaria), per le operazioni intrattenute con o per conto²¹.

Come l'art. 21 TUF (copia del 17 decreto EUROSIM), così la versione definitiva dell'art. 27 del Regolamento n. 11522 si snodava su due piani differenti; nel primo livello, richiedendo all'intermediario di adoperare

individuale di portafogli di investimento per conto terzi, nonché imprese di investimento e banche comunitarie ed extracomunitarie comunque abilitate alla prestazione di servizi di investimento in Italia. La categoria degli intermediari autorizzati si sovrappone largamente a quella dei soggetti abilitati, dalla quale si differenzia per l'inclusione degli agenti di cambio e per l'esclusione delle società di gestione del risparmio, **salvo** il caso in cui queste prestino il servizio di gestione su base individuale, e delle SICAV.

²¹ Critica il prof. Scotti Camuzzi, *La normativa sul conflitto di interessi*, op. cit., pag 294: «gli investitori qualificati [rappresentavano una] categoria che, nella falsa interpretazione sostenuta dagli avvocati delle imprese di investimento, e seguita da una prima ondata della giurisprudenza in merito, comprendeva ogni cliente società o persona giuridica che – anche se non era qualificato (cioè munito di competenza e di esperienza in materia di strumenti finanziari) [o] dichiarava bugiardamente di esserlo (di solito su invito della stessa impresa d'investimento che gli proponeva l'operazione).»

procedure interne che vigilassero sulle attività svolte di cui al primo comma, si metteva in evidenza l'importanza dei requisiti organizzativi, al punto da elevarli a requisito di diligenza di cui doveva essere dotato l'intermediario, diligenza che non si intendeva come un *generico* dovere di diligenza professionale imposto ad ogni soggetto che assumeva l'onere di adempimento delle obbligazioni inerenti l'esercizio di attività professionale, come da art. 1176, comma 2 del codice civile²², bensì un dovere di diligenza particolare, ossia inerente all'adempimento di una specifica obbligazione *contrattuale*.

La vigilanza richiesta agli intermediari, finalizzata all'individuazione dei conflitti, si concretizzava nei requisiti organizzativi proposti innanzitutto nell'art. 56 del Regolamento, all'interno del quale, al primo comma, si richiedeva a tutti gli intermediari autorizzati di adottare procedure che impedissero lo scambio di informazioni tra i settori dell'organizzazione aziendale, già separati in forza dell'art. 6, comma 1, lett. a) del Testo unico, mentre nel seguito si chiedeva ai soli intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento, alle società di gestione del risparmio e alle SICAV di evitare lo scambio di informazioni con le altre società con altre società del gruppo che prestano servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini, collocamento e servizi accessori di cui all'art. 1, comma 6, lett. d) ed e) del Testo Unico.

L'art. 57 del Regolamento n. 11522, poi, imponeva la costituzione di un organo di controllo interno che fosse totalmente indipendente da tutte le aree sottostanti e che potesse monitorare le attività a rischio, prevenire le operazioni conflittuali e offrire suggerimenti sui comportamenti da tenere.

Nel secondo livello, ossia nel secondo comma dell'art. 27, si prendeva atto della possibilità che nella prassi si verificassero operazioni in cui

²² Art. 1176, co. 2, cc: *nell'adempire l'obbligazione il debitore deve usare la diligenza del buon padre di famiglia. Nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata.*

conflitti di interessi non erano eliminabili e per arginare questo fenomeno si faceva ricorso alla regola del “*disclose or abstain*”: l’intermediario era tenuto ad informare per iscritto il cliente non solo dell’esistenza del conflitto ma anche della natura e dell’estensione del medesimo, affinché il cliente potesse dare il consenso informato (per una trattazione esaustiva degli obblighi informativi si rinvia al capitolo III). Pur non essendo specificato, si riteneva opportuno effettuare la comunicazione prima di ogni singola operazione, poiché al momento della conclusione del “contratto-quadro”²³ l’intermediario non era in grado di effettuare una esaustiva *disclosure* degli ipotetici conflitti²⁴.

In caso di mancata comunicazione, nei confronti dell’intermediario poteva essere esercitata l’azione di responsabilità ovvero dichiarata invalida l’operazione, mentre in caso di mancato assenso l’intermediario doveva astenersi dal procedere (vd. Capitolo III).

Benché, secondo l’opinione di alcuni giuristi, questo dovere di trasparenza si discostasse da quello richiesto dalla legge n. 1/91, dal momento che non era interpretabile come un obbligo strumentale ad un’autorizzazione deresponsabilizzante (come poteva emergere dalla legge SIM), ma piuttosto come un obbligo puramente volto a rendere edotto il cliente,²⁵ è possibile osservare che esistevano non poche similitudini tra l’ormai abrogata legge SIM e il Regolamento n. 11522, quasi che il legislatore italiano esitasse a recepire l’innovativa corrente europea e preferisse offrire maggiore e concreto potere al cliente di fronte alle situazioni di conflitto di interessi.

²³ Ossia un contratto-base, deputato a regolare le modalità della prestazione del servizio di investimento, il quale si differenzia dai contratti posti in essere in esecuzione e con le modalità previste. (TROIANO, *Violazione delle regole di condotta agli intermediari nello svolgimento dei servizi di investimento e tutela giudiziale*, in *Mondo banc.*, 2005, n.5, p. 34

²⁴ INZITARI B., *Violazione del divieto di agire in conflitto d’interessi nella negoziazione, di strumenti finanziari* (Nota a T. Milano, 14 febbraio 2009), *Corriere giur.*, 2009, p. 976.

²⁵Per un approfondimento si rimanda a SARTORI F., *Il conflitto di interessi tra intermediari ed investitori: prime riflessioni op. cit.*

Tra le altre disposizioni che qui preme evidenziare, il Regolamento dava la possibilità agli intermediari che svolgevano il servizio di gestione individuale di portafogli per conto di terzi di soprassedere alle disposizioni di cui all'art. 27, nel corso di quelle operazioni aventi ad oggetto alcuni strumenti finanziari elencati e dove i conflitti erano causati da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi ovvero da rapporti di affari o di società del gruppo, soltanto nell'ipotesi in cui la natura dei conflitti fosse descritta nel contratto e l'investitore avesse espressamente autorizzato l'operazione. In altre parole, non era necessaria l'informazione preventiva, ma solo quella contestuale alla stipula del contratto²⁶. Per la detenzione nel portafoglio dell'investitore di alcuni strumenti finanziari erano infine previsti dei limiti quantitativi, sorpassati i quali era richiesta l'applicazione dell'art. 27.

Le società che svolgevano l'attività di gestione collettiva del risparmio erano disciplinate a parte e con norme ancor più permissive; l'art. 49 del Regolamento n. 11522, infatti, consentiva alle SGR e alle SICAV di effettuare operazioni in cui si avessero interessi in conflitto diretti o indiretti (in questo caso anche derivanti da rapporti di gruppo o rapporti di affari propri o di società del gruppo, contrariamente a quanto disposto per la gestione dei portafogli individuali), purché venisse assicurato un equo trattamento degli OICR avuto anche riguardo agli oneri connessi alle operazioni da eseguire (non vi è dunque nessuna menzione agli obblighi di comunicazione!). Inoltre, l'articolo prevedeva particolari tutele nel caso in cui il conflitto si manifestasse con soggetti che prestano servizi a favore della società di gestione a condizioni contrattuali confliggenti con gli interessi degli OICR e l'art. 52 alla lettera c), nel caso in cui la gestione degli OICR fosse svolta da una SGR diversa dalla società promotrice,

²⁶ La CONSOB, nella Comunicazione n. 99051449/199 ha affermato che «nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla gestione individuale di portafogli non è consentita una descrizione generale e preventiva dei possibili conflitti da parte dell'intermediario e un'autorizzazione generale e preventiva da parte dell'investitore.»

imponere la stipula di una convenzione che, tra le altre precisazioni, fosse *formulata in maniera tale da assicurare il rispetto delle disposizioni in materia di conflitto di interessi con riferimento alla società promotrice e alla società che svolge la gestione.*

Tramite i provvedimenti della Banca d'Italia, in merito a talune operazioni delle SGR tipicamente in conflitto di interessi venivano impartite specifiche disposizioni quali:

- limiti quantitativi di investimento in strumenti finanziari emessi dalle società (o da emittenti appartenenti al gruppo di cui essa fa parte) o in beni ceduti direttamente o indirettamente da alcune figure rilevanti all'interno dell'intermediario,
- limiti all'acquisto di strumenti finanziari collocati da società del gruppo di appartenenza,
- l'obbligo di indicare nelle segnalazioni alla vigilanza quali sistemi organizzativi sono stati utilizzati per assicurare una gestione nell'interesse del cliente²⁷.

Il servizio di gestione su base individuale, invece, era attività da ricondursi alla disciplina generale del conflitto di interesse ex art. 27 Regolamento.

1.6 L'attenzione agli obblighi di comunicazione: la Direttiva 03/125/ce e il recepimento attraverso il Regolamento emittenti

Con la direttiva 03/125/CE recante le modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni d'investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse, particolare attenzione era stata posta alla chiarezza, correttezza e cura della

²⁷ PRESTI G., RESCIGNO M., *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, in ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Il Mulino, Bologna 2007, p.7

comunicazione da parte di coloro che elaboravano o diffondevano informazioni²⁸ intese a raccomandare o a proporre strategie di investimento destinate ai canali di distribuzione o al pubblico. Conseguentemente, per permettere alla clientela di valutare l'attendibilità dell'informazione, si era reso necessario comunicare adeguatamente al pubblico gli interessi privati o i conflitti di interessi in capo a quei soggetti che elaboravano i consigli e le informazioni, senza che questa operazione mettesse però in discussione le "barriere" che erano state erette all'interno dell'organizzazione per prevenire o impedire i conflitti.

Per questa ragione, secondo quanto disposto dall'art. 5 della direttiva, le informazioni da comunicare al pubblico dovevano almeno comprendere:

- a) *gli interessi o i conflitti di interesse del soggetto pertinente o delle persone giuridiche collegate che siano accessibili o che si possono ragionevolmente ritenere accessibili ai soggetti che partecipano alla preparazione della raccomandazione;*
- b) *gli interessi o i conflitti di interesse del soggetto pertinente o delle persone giuridiche collegate di cui siano a conoscenza i soggetti che, pur non avendo partecipato alla preparazione della raccomandazione, avevano accesso o di cui si possa ragionevolmente ritenere che avessero accesso alla raccomandazione prima che essa venisse diffusa ai clienti o al pubblico.*²⁹

Da tali obblighi erano esenti i giornalisti, in quanto soggetti ad una regolamentazione appropriata.

All'articolo 6 erano poi elencati altri obblighi imposti agli analisti indipendenti, alle imprese di investimento, agli enti creditizio, alle persone giuridiche collegate, o agli altri soggetti che si accingevano ad elaborare raccomandazioni: questi, nonché le persone giuridiche a loro

²⁸ I soggetti che elaborano le raccomandazioni possono essere imprese di investimento, un ente creditizio ma anche soggetti dotati di autoregolamentazione o codici di condotta, ad esempio giornalisti.

²⁹Art. 5, paragrafo 2, Direttiva 2003/125/CE.

collegate, erano tenuti a rendere note almeno le partecipazioni *importanti*³⁰ detenute, a comunicare gli interessi finanziari rilevanti, a fornire dichiarazioni che attestassero eventuali cariche³¹ o accordi da loro assunti che potessero destare sospetti di interessi conflittuali.

Infine, le persone fisiche o giuridiche che lavoravano per un'impresa di investimento o un ente creditizio sulla base di un contratto di lavoro dovevano essere rese note qualora partecipassero alla preparazione della raccomandazione³² e, qualora avessero acquistato le azioni dell'emittente prima di un'offerta pubblica, doveva essere comunicato al pubblico il prezzo al quale le azioni erano acquistate e la data.

Tali principi sono stati recepiti pressoché integralmente attraverso la delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (cosiddetto Regolamento emittenti) *ex artt. 69 ss.*

Una delle critiche che si può muovere alla disciplina finora esaminata è quella di non essersi mai premurata di fornire una definizione esaustiva del termine "conflitto di interessi"; l'impossibilità di trovare puntuali indicazioni nella legge ha messo in difficoltà il sistema poiché ha consentito ampi margini di discrezionalità nell'applicazione; sebbene sia utopistico pensare che possano essere catalogate tutte le possibili fattispecie, è pur vero che identificare alcune ipotesi tipiche può costituire elemento di semplificazione dei possibili contenziosi e può contribuire a creare un assetto organizzativo di base standard sufficientemente certo³³.

³⁰ Rilevavano le quote di partecipazione di importo superiore al 5%, posto che gli stati potevano ridurre questa percentuale a loro discrezione.

³¹ Ad esempio, l'aver operato come *market maker* o fornitore di liquidità per gli strumenti finanziari dell'emittente, oppure l'aver assunto il ruolo di *lead-manager* o di *co-lead manager* nell'ambito di un'offerta pubblica di strumenti finanziari dell'emittente.

³² Direttiva 2003/125/CE, art. 1, co. 1, num. 3): «raccomandazione»: *ricerche o altre informazioni, destinate ai canali di distribuzione o al pubblico, intese a raccomandare o a proporre, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito ad uno o a più strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti.*

³³ PRESTI G., RESCIGNO M., *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), *op. cit.*, p.20.

1.7 La svolta significativa: la direttiva 2004/39/CE la Direttiva secondaria

A questo cerca di porre rimedio la Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, consacrata alla storia come Direttiva MiFID (acronimo di *Market in Financial Instruments Directive*), la quale va a sostituire la ISD.

Come sottolineato nei Considerando introduttivi della Direttiva, le ragioni per cui la ISD è stata sostituita risiedono sostanzialmente nell'incremento delle negoziazioni nei mercati finanziari, degli strumenti offerti, della loro complessità e dei soggetti partecipanti. La revisione della Direttiva, secondo l'approccio noto come "procedura Lamfalussy", dal nome del suo ideatore, oppure "procedura comitatologica", si è articolata su quattro livelli;

- livello 1, nel quale la Commissione Europea ha collaborato con il Parlamento Europeo e il Consiglio Europeo per la redazione di una Direttiva che contenesse i "principi quadro" (nel nostro caso la Direttiva n. 2004/39/CE da ora identificata come D1 nel testo);
- livello 2, nel quale la Commissione Europea, avuta l'approvazione dei rappresentanti degli Stati Membri dell'Unione Europea, ha adottato le direttive secondarie e/o i regolamenti contenenti le misure tecniche per rendere operativi i principi del primo livello (ossia la Direttiva attuativa n. 2006/73/CE, nel testo da ora indicata come D2, e Regolamento attuativo n. 1287/2006/CE);
- livello 3 (o livello di *supervisory convergence*), nel quale i comitati consultativi (vd. CESR) hanno emanato raccomandazioni volte a coordinare le Autorità nazionali e facilitare l'applicazione dei predetti livelli;

- livello 4, nel quale la Commissione Europea costantemente verifica la conformità da parte degli stati membri³⁴.

I destinatari della Direttiva MiFID e delle direttive comunitarie di attuazione sono, secondo il Considerando 7 D1, *le imprese la cui abituale attività consiste nel prestare servizi o effettuare attività di investimento a livello professionale*³⁵ con alcune esclusioni³⁶, e il concetto è nuovamente sottolineato nel Considerando 25 D2 nel quale si afferma che *i conflitti di interesse devono essere oggetto di regolamentazione solo quando un servizio di investimento o un servizio accessorio è fornito da un'impresa di investimento. Lo status del cliente al quale il servizio è fornito (cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata) è irrilevante a tal fine*. Quest'ultimo è un principio che pone le basi per una significativa svolta nell'ordinamento italiano, poiché il regolamento in vigore all'epoca prevedeva l'esenzione dall'applicazione delle norme riguardanti i conflitti di interessi per la clientela qualificata.

Tra le premesse utili per comprendere la *ratio* della MiFID, il Considerando 29 D1 ricorda che *la gamma sempre più ampia di attività che*

³⁴ FORTUNATO S., *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2009, I, p. 136; Gruppo di Coordinamento Scientifico di CeTIF – Università Cattolica, *MiFID 2008: scenari e opportunità per le imprese di investimento nella fase di consolidamento della direttiva*, CeTIF, 2008, p. 8.

³⁵ Considerando 7, direttiva 2004/39/CE.

³⁶ Occorre escludere le imprese di assicurazioni le cui attività sono oggetto di appropriata sorveglianza da parte delle autorità competenti in materia di vigilanza prudenziale, le persone che non prestano servizi a terzi, ma la cui attività consiste nel prestare servizi di investimento esclusivamente alla loro impresa madre, alle loro imprese figlie o ad altre imprese figlie della loro impresa madre, chiunque presti servizi di investimento unicamente a titolo accessorio nell'ambito della propria attività professionale, a condizione che detta attività sia disciplinata e che detta disciplina non escluda la prestazione, a titolo accessorio, di servizi di investimento, le persone i cui servizi di investimento consistono esclusivamente nella gestione di sistemi di partecipazione dei lavoratori e che pertanto non prestano servizi di investimento a terzi, le banche centrali ed altri organismi che svolgano funzioni analoghe, nonché gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico o che intervengano nella medesima, dove per gestione si intende anche l'investimento del debito pubblico, ad eccezione degli organismi a capitale parzialmente o integralmente pubblico aventi scopi commerciali o scopi connessi con l'acquisizione di partecipazioni, gli organismi di investimento collettivo e i fondi pensione, siano essi coordinati o no a livello comunitario, nonché i depositari e dirigenti di tali organismi, in quanto essi sono soggetti.

molte imprese di investimento esercitano simultaneamente ha aumentato la possibilità che vi siano conflitti tra queste diverse attività e gli stessi clienti, al punto che il legislatore, consapevole dell'impossibilità di eliminare o evitare i conflitti, ha elaborato nuove regole per l'identificazione, la gestione e l'organizzazione che incidono sull'assetto delle imprese in modo drasticamente più concreto e sistematico di quanto non avvenisse sino a quel momento.

All'art. 13 comma 3 D1 la norma esordisce infatti con l'obbligo di applicare e mantenere disposizioni di carattere organizzativo e amministrativo che permettano di adottare misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse definiti dall'art. 18 incidano negativamente sui loro clienti.

Appare necessaria una sottolineatura: il legislatore comunitario sceglie di affiancare all'obbligo di predisporre un'organizzazione idonea la necessità di mantenere tale organizzazione nel tempo, come a indicare che «*la regulation dal sola non basta ad assolvere dalle responsabilità imposte dal precetto normativo*»³⁷, ma servono procedure atte a monitorare l'applicazione e il suo evolversi nel tempo. Tuttavia, l'articolo nulla dice circa la natura, il genere o il contenuto di tali disposizioni e si limita ad esigerle ragionevoli³⁸ e destinate ad evitare un'incidenza negativa sul cliente; ciò non deve condurre a sottovalutare la portata normativa di questa disposizione, che spingerà il legislatore nazionale a discostarsi dal Regolamento n. 11522 (il quale imponeva all'intermediario di evitare le operazioni e non l'incidenza in conflitto di interessi), per favorire invece l'obiettivo di minimizzare i rischi promosso dal TUF.

A completare la panoramica sui divieti correlati ai conflitti di interessi, nell'art. 12 D2 la Commissione richiede agli Stati membri di adottare

³⁷ SCOTTI CAMUZZI S., *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MiFID*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007, I, p. 1 ss.

³⁸ Per un'analisi sull'utilizzo del criterio della ragionevolezza si rimanda ad ANTONUCCI A., *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2009, I, p. 9 ss.

misure adeguate affinché *i soggetti rilevanti che siano coinvolti in attività che potrebbero dare origine a conflitti di interesse o che abbiano accesso a informazioni privilegiate ai sensi dell'articolo 1, punto 1), della Direttiva 2003/6/CE o ad altre informazioni confidenziali non possano porre in essere determinate operazioni personali; in altre parole, le operazioni di cui all'art. 12 sono proibite a quei soggetti che, possessori di ruoli di responsabilità all'interno dell'impresa, svolgono operazioni foriere, in potenza, di conflitti di interessi (oltre che ai possessori di informazioni privilegiate).*

Ritornando alla Direttiva MiFID, per evitare il danno ai clienti è necessario passare attraverso gli obiettivi intermedi e strumentali di cui all'art. 18 D1. Al primo comma si scrive: *gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento adottino ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi. L'attenzione del legislatore è quindi rivolta a che gli intermediari creino un sistema idoneo ad individuare le situazioni di potenziale conflitto utilizzando il criterio della ragionevolezza, vale a dire adoperando misure che siano adeguate alla loro particolare natura e alle loro particolari caratteristiche*³⁹.

Apportando un'eccezionale svolta nella disciplina, risolvendo la lacuna di cui si è fatta menzione alla fine del paragrafo precedente, la MiFID offre alcuni esempi di circostanze che possono far sorgere conflitti nel Considerando 24 D2:

- *situazioni nelle quali esista un conflitto tra gli interessi dell'impresa, o di taluni soggetti collegati all'impresa o al gruppo dell'impresa, e gli obblighi dell'impresa nei confronti della clientela;*

³⁹ Considerando 11, direttiva 2006/73/CE della Commissione.

- *o tra gli interessi divergenti di due o più clienti nei confronti di ciascuno dei quali l'impresa ha degli obblighi.*

Non è sufficiente per rientrare in tali circostanze che l'impresa possa conseguire un utile se non vi sia al contempo un possibile svantaggio per un cliente o che un cliente nei confronti dei quali l'impresa ha degli obblighi possa conseguire un utile o evitare una perdita senza che vi sia una possibile perdita concomitante per un altro di tali clienti. Il Considerando 26 precisa altre attività che, svolte congiuntamente dall'impresa o da un soggetto che è ad essa collegato, devono essere monitorate in quanto potenzialmente a rischio di conflitto: oltre alla negoziazione per conto proprio, la gestione del portafoglio e la prestazione dei servizi finanziari, la legge ricorda le attività di consulenza (anche in materia di fusioni e acquisizioni) e ricerca in materia di investimenti e per queste ultime, al considerando 29, sottolinea l'esigenza di predisporre misure idonee a garantire l'obiettività e l'indipendenza degli analisti finanziari e delle ricerche prodotte.

L'art. 21 D2 sviluppa un elenco di situazioni ancor più peculiari ed indicative a cui le imprese di investimento devono fare riferimento per valutare o meno la sussistenza di un conflitto di interesse. Per un'argomentazione esaustiva sull'articolo si rimanda al capitolo successivo.

Con l'art. 22 D2 la Commissione invita gli intermediari a redigere per iscritto⁴⁰ una politica di gestione dei conflitti di interesse che tenga conto delle dimensioni, dell'organizzazione e della natura dell'impresa, nonché delle relazioni che questa intrattiene, ad esempio, all'interno di un gruppo. La politica che gli intermediari devono attuare dovrebbe consentire loro di individuare quelle circostanze che generano o potrebbero generare un

⁴⁰ La politica deve essere redatta per iscritto poiché costituisce «una base documentale rilevante sia ai fini di vigilanza sia ai fini di organizzazione e di controllo interno, definendo un chiaro quadro operativo, che non si limita all'identificazione dei conflitti, ma si estende a definire le procedure di gestione, fissando competenze e responsabilità.»(ANTONUCCI A., *op. cit.*, p. 15)

conflitto che possa ledere *gravemente* gli interessi di uno o più clienti⁴¹. Dunque, «*l'articolo non si occupa della gestione delle operazioni in conflitto –che possono arrecare pregiudizio ai clienti, ma delle situazioni tipiche di conflitto che sembrano le più gravi (ed astrattamente più foriere di danni ai clienti)*»⁴²; l'ambito di applicazione è quindi circoscritto. Inoltre per questa, che deve essere elaborata secondo i criteri di ragionevolezza e proporzionalità⁴³, si devono porre in essere specifiche funzioni di gestione e di *compliance* che devono essere costantemente assoggettate a manutenzione in funzione dell'evoluzione dell'intermediario. Essa, con tutte le operazioni annesse richieste agli intermediari, ha un unico scopo, il quale risiede nel terzo comma art. 22 D2: *garantire che i soggetti rilevanti impegnati nelle varie attività professionali che implicano un conflitto di interesse (..) svolgano dette attività con un grado di indipendenza appropriato per le dimensioni e le attività dell'impresa di investimento e del gruppo cui essa appartiene e per la rilevanza del rischio che gli interessi del cliente siano danneggiati*. A detta di alcuni autori, in questo articolo si vincola eccessivamente il rischio della non indipendenza delle operazioni alla polifunzionalità dell'intermediario, per cui il rischio di conflitto di interessi per gli intermediari “monofunzionali” sembra essere limitato alla discriminazione tra i clienti.⁴⁴

Inoltre, a leggere il disposto del comma 3 si ha l'impressione che in questo articolo non si elenchino i modi per gestire i conflitti, quanto piuttosto quelli per evitarli. Impedire scambi di informazioni tra soggetti rilevanti, predisporre vigilanza separata per soggetti rilevanti che svolgono operazioni per clienti i cui interessi potrebbero confliggere,

⁴¹ E' lecito domandarsi perché nella direttiva di primo livello si faccia riferimento ad una incidenza negativa, mentre nella direttiva di secondo livello si utilizzi l'avverbio “gravemente”.

⁴² SCOTTI CAMUZZI S., *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MiFID*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007, I, p. 128.

⁴³ Si può intendere il principio di proporzionalità come “il criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con minore sacrificio dell'interesse” (MAZZINI, *Nota alla sentenza Cass. S.u. 19.12.2997 n.2672*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, p. 726).

⁴⁴ Si vedano SCOTTI CAMUZZI S., *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari op. cit.*, p. 128; ANTONUCCI A., *op. cit.* p. 16.

eliminare i legami tra la retribuzione dei soggetti rilevanti e la retribuzione di altri soggetti rilevanti che esercitino prevalentemente un'altra attività (nel caso che possano sorgere conflitti tra le due attività), impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sui soggetti rilevanti, impedire o controllare la partecipazione di un soggetto rilevante a servizi di investimento o accessori o attività di investimento distinti (nel caso che la partecipazione possa nuocere alla politica di gestione); tutto ciò è nella sostanza più vicino al concetto di eliminazione che a quello di gestione.

Che siano operazioni atte alla gestione dei conflitti, o sottilmente volte alla cancellazione di essi dall'impresa, la norma non ha un carattere restrittivo sulla vastità di operazioni attuabili. *«Fortunatamente –per chi all'autoregolazione etica ci crede – l'art. 4 della Direttiva della Commissione, mentre stabilisce che gli stati membri non possono (è un omaggio alla libertà di mercato) imporre alle imprese obblighi aggiuntivi a quelli previsti nella Direttiva stessa, non vieta alle imprese di autoimporsi.»*⁴⁵

Ritornando ora alla disamina dell'art. 18 D1, nel secondo comma si stabilisce che qualora l'intermediario valuti che le disposizioni organizzative o amministrative adottate a norma dell'art. 13 D1 paragrafo 3 non siano idonee ad evitare, con ragionevole certezza, la lesione dell'interesse del cliente, l'impresa di investimento prima di agire per suo conto, è tenuta a darne chiara comunicazione al cliente, specificando la natura e/o il genere delle fonti del conflitto.

L'obbligo di informazione è quindi legato ad un giudizio che l'impresa deve dare circa le misure che essa adotta, una sorta di "test di autovalutazione"⁴⁶ il cui esito negativo porta alla comunicazione al cliente; dunque, se l'intermediario giudica sufficienti le misure adottate ed in buona fede omette di comunicare al cliente (anche se non può esimersi da

⁴⁵ SCOTTI CAMUZZI S., *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva Mifid*, in *Banca, borsa ecc*, op. cit., p. 129.

⁴⁶ ANTONUCCI A., op. cit., p.12.

scriverlo nel Registro dei Conflitti⁴⁷) la presenza di un potenziale conflitto, esso non può essere responsabile nei confronti del cliente neppure se questo ha subito un danno.⁴⁸

L'utilizzo della *disclosure* imposto dal legislatore comunitario segna dunque l'ennesima rottura con la normativa precedentemente vigente. Per prima cosa, non essendo più prevista l'autorizzazione, la comunicazione è ora tecnicamente intesa come mera informazione preventiva che consentirà al cliente di adottare scelte consapevoli. In dottrina⁴⁹ tale scelta è stata criticata, sostenendo *in primis* che togliendo l'autorizzazione si privi del nerbo la regola, ed inoltre che reintroducendo il concetto generico di "natura", nonché la disgiuntiva alternativa e/o, si aprano varchi interpretativi che possono rendere poco significativa la prescrizione.

In secondo luogo, «*la disclosure non è più condizione sufficiente ad adempiere gli obblighi imposti dalla MiFID, ma rimane condizione necessaria*»⁵⁰; scrive infatti il Considerando 27 D2: *in particolare, la comunicazione dei conflitti di interesse da parte di un'impresa di investimento non deve esentarla dall'obbligo di mantenere e applicare le disposizioni organizzative e amministrative di cui all'articolo 13, paragrafo 3, della D1. Fermo restando che la comunicazione ai clienti dei conflitti di interesse specifici è prescritta dall'articolo 18, paragrafo 2, della D1, non è consentito un eccessivo affidamento sulla comunicazione senza un'adeguata considerazione di come tali conflitti possano essere adeguatamente gestiti.*

Inoltre, all'intermediario non sarà sufficiente osservare le disposizioni degli artt. 13 e 18 D1 e quelle del secondo livello per esimersi da

⁴⁷ L'impresa di investimento, ex art. 23 D2, è obbligata a redigere ed aggiornare regolarmente un registro contenente le situazioni di conflitto che potenzialmente o effettivamente ledono gravemente gli interessi di uno o più clienti.

⁴⁸ Per l'opinione si richiama ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 844/1.

⁴⁹ SCOTTI CAMUZZI S., *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva Mifid*, in *Banca, borsa ecc*, op. cit., p. 125.

⁵⁰ Gruppo di Coordinamento Scientifico di CeTIF - Università Cattolica, *MiFID 2008: scenari e opportunità per le imprese di investimento nella fase di consolidamento della direttiva*, CeTIF, 2008, p. 25

responsabilità nei confronti della clientela ma, seguendo ciò che è riportato nell'art. 19 D1, i clienti dovranno essere trattati in modo onesto, corretto e professionale, serviti al meglio nei loro interessi.

In ultimo, entra nuovamente nella politica di gestione del conflitto di interessi la tematica degli *inducements*, di cui si tratta all'art. 26 D2. Il legislatore ammette tre fattispecie di incentivi sulla base del contenuto del servizio erogato, lasciando per inciso ampia arbitrarietà nella valutazione, mentre vieta le altre tipologie, sottolineando come gli incentivi non permettano alle imprese di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei clienti (e quindi implicitamente affermando la possibilità di generare un conflitto di interessi).

1.8 La legge 28 dicembre 2005, n. 262: le modifiche a TUF e TUB

Negli stessi anni in cui la Comunità Europea predisponava le suddette direttive, il legislatore italiano è intervenuto sul tema in modo differente e, forse, disorganico, poiché si è trovato da un lato a fronteggiare i gravi scandali che avevano investito l'economia⁵¹, dall'altro obbligato a dover recepire le direttive comunitarie. La frammentazione che caratterizza l'intervento legislativo è causata anche dai numerosi rinvii a norme di attuazione primarie e secondarie: tuttavia si può interpretare questa come una scelta consapevole del legislatore di arricchire il tessuto normativo già esistente (e quindi non di generarlo *ex novo*), nonché di consentire maggiore flessibilità attraverso normative regolamentari.⁵²

Il primo intervento, volto ad apportare sostanziali modifiche al TUF allora vigente e al d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (il Testo Unico Bancario), è avvenuto con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, "disposizioni per la

⁵¹ Ci si riferisce agli scandali degli emittenti quotati Cirio e Parmalat.

⁵² MENTI P., Conflitto di interessi e mercato finanziario, *Giur. comm.*, 2006, I, p.950.

tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari.” Con tale provvedimento, il legislatore ha modificato ed introdotto norme volte a favorire l’emersione delle sempre più frequenti situazioni di conflitto di interesse da parte delle banche, specialmente nei rapporti fra loro e le imprese, nonché tra emittenti e banche nei confronti del mercato e degli investitori non qualificati⁵³.

Per quel che concerneva i rapporti fra le banche e le imprese, la radice del loro contrasto risiede nella polifunzionalità dell’attività bancaria, che permette sia una forma di reciproco finanziamento tra banche ed imprese, sia lo svolgimento delle operazioni in qualità di intermediari; perciò, la presenza di questa duplice circostanza alimenta l’interesse della banca finanziatrice a pilotare l’ulteriore ricorso al credito da parte dell’impresa finanziata verso il pubblico dei risparmiatori così da evitare la crescita eccessiva delle attività di rischio rispetto al capitale. La circostanza diventa patologica quando il ricorso al mercato dei capitali è il mezzo per trasferire sui risparmiatori il rischio di insolvenza del debitore di cui si collocavano i titoli⁵⁴. Nel tentativo di arginare questo problema, l’art. 10 l. n. 262/05 ha inserito nell’art. 6 TUF (ossia nelle indicazioni circa la vigilanza regolamentare), il comma 2-bis, il quale delega alla Banca d’Italia, d’intesa con la CONSOB, il compito di disciplinare quali sono i casi in cui determinate attività dovevano essere prestate da strutture autonome e distinte al fine di prevenire i conflitti nella prestazione di servizi di investimento e nella gestione collettiva del risparmio; modificando l’art. 190 TUF, inoltre, la legge per la tutela del risparmio predisponendo una sanzione amministrativa pecuniaria che agli albori spaziava da cinquantamila euro a cinquecentomila euro (oggi da duemilacinquecento euro a duecentocinquanta mila euro) nel caso in cui i

⁵³ Si rimanda a NIGRO, *La tutela del risparmio e l’efficienza del sistema: il ruolo delle banche*, in *Società*, 2005, p. 315 ss.

⁵⁴ MENTI P., *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. Comm.*, 2006, I, p. 951.

soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo non abbiano rispettato le disposizioni del suddetto articolo. Tornano dunque in auge le cosiddette *chinese walls* con rinnovato vigore, poiché quelli che nel decreto Eurosim erano considerati semplicemente dei settori all'interno di un'organizzazione aziendale, divengono con la legge sul risparmio delle strutture distinte ed autonome. Sempre nel tentativo di «erigere arginature esterne all'attività degli intermediari»⁵⁵, all'art. 9 della legge sul risparmio si delega il Governo ad adottare uno o più decreti per disciplinare conflitti di interessi nella gestione dei patrimoni degli OICR, dei prodotti assicurativi e di previdenza complementare e nelle gestioni su base individuale di portafogli d'investimento per conto di terzi, tenendo conto di alcuni suggerimenti in termini di limiti quantitativi ovvero di obblighi di comunicazione⁵⁶.

⁵⁵ MENTI P., *op. cit.*, p.952.

⁵⁶ L'art. 9 enuclea alcuni criteri:

a) *salvaguardia dell'interesse dei risparmiatori e dell'integrità del mercato finanziario mediante la disciplina dei comportamenti nelle gestioni del risparmio;*

b) *limitazione dell'investimento dei patrimoni di OICR, di prodotti assicurativi e di previdenza complementare nonché dei portafogli gestiti su base individuale per conto terzi in prodotti finanziari emessi o collocati da società appartenenti allo stesso gruppo cui appartengono i soggetti che gestiscono i suddetti patrimoni o portafogli ovvero, nel caso di prodotti di previdenza complementare, emessi anche da alcuno dei soggetti sottoscrittori delle fonti istitutive;*

c) *limitazione dell'investimento dei patrimoni di OICR, di prodotti assicurativi e di previdenza complementare, nonché dei portafogli gestiti su base individuale per conto terzi, di cui alla lettera b), in prodotti finanziari emessi o collocati da società appartenenti a gruppi legati da significativi rapporti di finanziamento con il soggetto che gestisce tali patrimoni o portafogli o con il gruppo al quale esso appartiene;*

d) *previsione del limite per l'impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo da parte dei gestori dei patrimoni di OICR, di prodotti assicurativi e di previdenza complementare, nonché dei portafogli gestiti su base individuale per conto terzi, di cui alla lettera b), per la negoziazione di strumenti finanziari nello svolgimento dei servizi di gestione di cui al presente articolo, in misura non superiore al 60 per cento del controvalore complessivo degli acquisti e delle vendite degli stessi;*

e) *salvo quanto disposto dalla lettera d), previsione dell'obbligo, a carico dei gestori dei patrimoni di OICR, di prodotti assicurativi e di previdenza complementare, nonché dei portafogli gestiti su base individuale per conto terzi, di cui alla lettera b), di motivare, sulla base delle condizioni economiche praticate nonché dell'efficienza e della qualità dei servizi offerti, l'impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo per la negoziazione di strumenti finanziari nello svolgimento dei servizi di gestione di cui al presente articolo, qualora superi il 30 per cento del controvalore complessivo degli acquisti e delle vendite degli stessi;*

f) *previsione dell'obbligo, a carico dei gestori dei patrimoni di OICR, di prodotti assicurativi e di previdenza complementare, nonché dei portafogli gestiti su base individuale per conto terzi, di cui alla lettera b), di comunicare agli investitori la misura massima dell'impiego di intermediari*

Sempre con l'intento di vigilare sui rapporti tra banche e terzi, nonché nella speranza di scongiurare intrecci e operazioni potenzialmente dannose per i clienti, la legge n. 262/2005 riprende le intenzioni del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio (CICR)⁵⁷ e si interessa ai rapporti delle banche con parti correlate e con esponenti bancari. In merito a questo punto, all'epoca dell'emanazione della legge, il primo comma dell'art. 8 riscriveva l'art. 53 co. 4-bis TUB incaricando la Banca d'Italia di specificare quali erano le condizioni per cui le banche potevano compiere operazioni rischiose (le quali sempre più spesso erano portatrici di conflitti di interessi) avendo come controparte i suddetti soggetti⁵⁸. Secondo il neo introdotto art. 53 co. 4-bis TUB, tali indicazioni dovevano essere formulate, avuto conto dell'entità patrimoniale della banca e della partecipazione detenuta, nonché delle attività rischiose svolte dall'intero gruppo bancario nei confronti di questi soggetti. La Banca d'Italia era inoltre tenuta ad emanare disposizioni in merito alle

appartenenti al medesimo gruppo, da essi stabilita entro il limite di cui alla lettera d), all'atto della sottoscrizione di quote di OICR, di prodotti assicurativi e di previdenza complementare ovvero all'atto del conferimento dell'incarico di gestione su base individuale di portafogli d'investimento per conto terzi, nonché ad ogni successiva variazione e comunque annualmente;

g) attribuzione del potere di dettare disposizioni di attuazione alla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), di intesa con la Banca d'Italia per quanto riguarda gli OICR;

*h) previsione di **sanzioni amministrative** pecuniarie e accessorie, in caso di violazione delle norme introdotte ai sensi del presente articolo, sulla base dei principi e criteri di cui alla presente legge, nel rispetto dei principi di adeguatezza e proporzione e riservando le sanzioni accessorie ai casi di maggiore gravità o di reiterazione dei comportamenti vietati;*

i) attribuzione del potere di irrogare le sanzioni previste dalla lettera h) alla CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia;

l) riferimento, per la determinazione della nozione di gruppo, alla definizione di controllo contenuta nell'articolo 93 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

⁵⁷ Si veda il Bollettino di Vigilanza della Banca d'Italia, luglio 2005, n. 7, p. 9.

⁵⁸ Volendo precisare, tali soggetti erano:

a) soggetti che, direttamente o indirettamente, detengono una partecipazione rilevante o comunque il controllo della banca o della società capogruppo;

b) soggetti che sono in grado di nominare, anche sulla base di accordi, uno o più componenti degli organi di amministrazione o controllo della banca o della società capogruppo;

c) coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo presso la banca o presso la società capogruppo;

d) società controllate dai soggetti indicati nelle lettere a), b) e c) o presso le quali gli stessi svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo;

e) altri soggetti che sono comunque collegati alla banca, secondo quanto stabilito dalla Banca d'Italia.

sanzioni in caso di violazione delle norme in merito ai conflitti tra banche e i soggetti sopra menzionati in relazione alle altre attività bancarie (che si riteneva essere quelle che non comportavano l'assunzione di rischio).

Repentinamente, il d. lgs. 29 dicembre 2006, n.303 ha ridefinito i soggetti interessati dall'art. 53⁵⁹ e abrogato il comma 4-bis TUB, affinché le autorità di credito potessero autonomamente stabilire le condizioni per le banche (senza dover sottostare ai vincoli precedentemente imposti), potendo quindi effettuare tutte le preliminari considerazioni di cui necessitavano, coerentemente con la prassi della "delega regolamentare" prevista nel TUF e TUB, nonché in ragione della maggiore prossimità delle autorità indipendenti al destinatario della normativa⁶⁰. Di conseguenza, il decreto ha incaricato la Banca d'Italia di stabilire i limiti per l'assunzione delle attività di rischio nel caso in cui si verificasse il pericolo di conflitti di interessi tra i soggetti che potevano influenzare la gestione della banca o del suo gruppo non solo nello svolgimento delle attività bancarie prive di rischio ma per tutte le altre tipologie di rapporti di attività economica; con questo articolo, il legislatore non intende semplicemente impartire criteri di prevenzione, quanto più impedire i comportamenti nocivi che possano allontanare gli amministratori e gli altri soggetti con potere decisionale dal perseguimento dei principi di sana e prudente gestione⁶¹.

In termini più concreti, si vuole evitare che *«le disponibilità raccolte dalla banca vengano sviate, per così dire, a danno dei clienti, e in definitiva dei risparmiatori, a vantaggio di soggetti in grado di determinare, direttamente o*

⁵⁹ La modifica implica che i soggetti interessati siano esclusivamente coloro che possono esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza sulla gestione della banca o del gruppo bancario e i soggetti collegati a essi.

⁶⁰ DE PRA A., *Vigilanza regolamentare e rapporti con "soggetti collegati nella recente normativa bancaria"*, in *Le nuove regole del mercato finanziario. La legge 28 dicembre 2005, in Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari* a cura di GALGANO F., ROVERSI-MONACO F., 2009 CEDAM, p. 110 ss; CESARINI F., *I conflitti di interesse nell'erogazione di credito*, in *Bancaria, Contributi*, 2007, n. 6, p. 1.

⁶¹ DE PRA A., *Vigilanza regolamentare e rapporti con "soggetti collegati nella recente normativa bancaria"*, *op. cit.* p. 110 ss.

indirettamente, le concrete scelte di gestione della banca»⁶²: traducendo, si cerca di evitare che finanziamenti a determinate categorie di soggetti possano ridurre significativamente il patrimonio di vigilanza e così pregiudicarne la stabilità⁶³.

Parallelamente a questa disposizione, l'art. 8 d. lgs. n. 262/2005 aumenta il rigore dell'art. 136 TUB in tema di obbligazioni degli esponenti bancari, estendendo il raggio di azione della delibera dell'organo di amministrazione anche alle operazioni poste in essere da soggetti che esercitano attività di amministrazione, direzione e controllo nelle quali la controparte sia una società controllate, oltre che alle operazioni nelle quali la controparte sia la banca amministrata, diretta o controllata.

Per completezza, e a conclusione di questa parentesi, è doveroso menzionare la deliberazione del CICR n. 277 del 28 luglio 2008 e le consultazioni che ne sono conseguite. Tramite questi documenti sono state ulteriormente regolamentate le attività di rischio delle banche e dei gruppi verso i soggetti collegati definendo limiti prudenziali all'assunzione di attività rischiose, nonché *le procedure dirette a preservare l'integrità dei processi decisionali nelle operazioni con soggetti collegati*⁶⁴.

In conclusione, dunque, sebbene la regolamentazione delle operazioni con le controparti correlate e gli esponenti bancari non disciplini i possibili conflitti tra intermediari e clienti (o tra clienti di uno stesso intermediario), è pur vero che essa predispone norme che garantiscono alla clientela la tutela e la trasparenza delle operazioni svolte nell'ambito di attività rischiose.

⁶² CESARINI F., *op. cit.*, p. 2.

⁶³ CESARINI F., *I conflitti di interesse nell'erogazione di credito*, *op. cit.*

⁶⁴ Banca d'Italia, Documento per la consultazione: *Attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati*, Maggio 2010. Per un approfondimento sulla tematica si rinvia anche a: Deliberazione CICR n. 277, 29 luglio 2008; Banca d'Italia, Documento per la consultazione: *Disposizioni in materia di attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati*, Giugno 2011; Banca d'Italia, *Disciplina delle attività di rischio delle banche e dei gruppi bancari nei confronti dei soggetti collegati: relazione integrativa sull'analisi di impatto*, Dicembre 2011.

Tornando a monte della disamina della legge sul risparmio, passiamo ora alla seconda zona critica regolata nella legge n. 262/2005, la quale concerne i comportamenti e le relazioni che intercorrono tra investitori non qualificati e banche/emittenti.

Non è un mistero che gli investitori medi siano sempre stati diffidenti nei confronti delle astruse nozioni tecniche contenute nelle informative che gli intermediari fornivano, convinti (spesso a ragione) che esse nascondessero «*il vero interesse di alcuni intermediari riguardo al collocamento o alla emissione di determinati strumenti finanziari piuttosto che altri*»⁶⁵. Per garantire maggiore trasparenza e correttezza nei comportamenti delle banche, la legge ha così riordinato e catalogato i prodotti e gli strumenti finanziari inserendo ove possibile dei limiti o degli obiettivi, affinché il risparmiatore possa compiere delle valutazioni anche prima che giunga l'informazione da parte dell'intermediario; oltre alle catalogazioni, ha promosso controlli sull'emissione e circolazione dei prodotti finanziari (artt. 14, lett. d) e 11, comma 2), ha rivisitato la disciplina del TUF dedicata alle società di revisione incentivandone l'indipendenza (art. 18) e ha regolato l'utilizzo fino ad allora spregiudicato delle cosiddette società *off shore* (art. 6).

Ci si è resi ben presto conto che le norme prescritte da questa legge erano troppo rigide e dettagliate se confrontate con i principi previsti dalla Direttiva MiFID nascente, la quale, come ha spiegato il Presidente della CONSOB Lamberto Cardia, «*attribuisce agli intermediari la responsabilità di adottare specifiche misure organizzative idonee all'identificazione e alla successiva gestione delle situazioni di conflitto. Appare pertanto opportuno che, adottando un approccio più compatibile con la normativa comunitaria, si preveda una disciplina unitaria dell'istituto del conflitto di interessi nella prestazione dei servizi d'investimento, che comprenda anche le varie forme di gestione del risparmio. In tale quadro le relative competenze di regolamentazione e vigilanza*

⁶⁵ MENTI P., *op. cit.*, p. 955/1.

dovrebbero essere assegnate alla CONSOB, in ossequio al criterio di ripartizione per finalità delle attribuzioni delle autorità. Le norme regolamentari potrebbero essere rese con il parere delle competenti Autorità di settore.»⁶⁶

1.9 Il recepimento della MiFID: decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164 e il Regolamento congiunto 29 ottobre 2007

Ed infatti la situazione cambia sostanzialmente con l'avvento della legge 6 febbraio 2007, n. 13 "Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee - Legge comunitaria 2006".

All'art. 10 si legge che, nel predisporre il decreto attuativo della Direttiva 2004/39/CE e della Direttiva 2006/31/CE (che apporta modifiche alla predetta), il Governo è tenuto ad attribuire alla CONSOB, sentita la Banca d'Italia, il potere di disciplinare con regolamento le misure e gli strumenti per identificare, prevenire, gestire e rendere trasparenti i conflitti di interesse, inclusi i principi che devono essere seguiti dalle imprese nell'adottare misure organizzative e politiche di gestione dei conflitti; viene dunque lasciata assoluta libertà all'organo di vigilanza di individuare le politiche idonee, in ottemperanza delle disposizioni comunitarie.

Il decreto attuativo in questione è il n. 164 del 17 settembre 2007 intitolato "Attuazione della Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 2000/12/CE e abroga la Direttiva 93/22/CEE". Questo decreto, innanzi tutto, rivede le disposizioni in tema di vigilanza regolamentare presenti nell'art. 6 TUF richiedendo, al comma 2-bis, che entrambi gli organi di vigilanza regolino congiuntamente (al contrario di quanto auspicato dal Presidente Cardia) la

⁶⁶ CONSOB, *Indagine conoscitiva sulle questioni attinenti all'attuazione della legge 28 dicembre 2005, n.262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"*, Audizione del Presidente della CONSOB Lamberto Cardia, Roma, 27 settembre 2006.

gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti nella prestazione dei servizi di investimento e nella gestione collettiva del risparmio.

Significative modifiche sono apportate anche all'art. 21 TUF con l'introduzione del comma 1-bis il quale recita: *nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le SGR, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle comunitarie:*

- a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra i clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;*
- b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato;*
- c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.*

In particolare, si sottolinea come la lettera a) dell'articolo, in linea con i principi comunitari, non fa più riferimento né al tentativo di ridurre al minimo il rischio di conflitto né a quello di eliminarlo, ma pone l'accento sulla gestione delle situazioni potenzialmente sfavorevoli ai clienti, benché qui non vi sia alcun riferimento alla gravità del danno che può arrecare il conflitto come invece è indicato nella Direttiva attuativa n. 2006/73/CE.

Ritornando ora agli obblighi di vigilanza regolamentare delle autorità, ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis TUF, CONSOB e Banca d'Italia

predispongono il Regolamento congiunto adottato con delibera n. 16190 il 29 ottobre 2007⁶⁷.

Nella parte terza di questo è stata traslata la disciplina comunitaria rivolta a SIM, imprese di investimento extracomunitarie, la società Poste Italiane - Divisione Servizi di Banco Posta, intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del TUB, le banche italiane, le banche extracomunitarie limitatamente alla prestazione dei servizi e attività di investimento, gli agenti di cambio iscritti nel ruolo di cui all'art. 201, comma 7, del TUF.

L'art. 23 sintetizza i concetti espressi negli articoli 13 e 18 D1 indicando quali sono i momenti in cui la disciplina si snoda: la fase di identificazione, la politica di gestione e l'obbligo di *disclosure* per le circostanze già dette durante la disamina dell'art. 18 D1. Tuttavia non è precisato se alla comunicazione debba seguire un'autorizzazione a procedere da parte del cliente, come non è precisato il momento in cui essa deve essere effettuata⁶⁸; tale omissione si può supporre essere una scelta ragionata dal

⁶⁷ Come si evince dalla Relazione illustrativa per la consultazione sullo schema di decreto legislativo, in attuazione della delega di cui all'art. 9 *-bis* della legge 18 aprile 2005 n. 62 recante i criteri e principi direttivi per il recepimento della Direttiva 2004/39/CE (MiFID), la scelta di predisporre un regolamento congiunto è funzionale al modello di ripartizione delle competenze tra le Autorità di vigilanza, ossia la suddivisione per finalità: Banca d'Italia e CONSOB emanano d'intesa il regolamento poiché i due profili di tutela si sovrappongono e quindi risulta difficile e non proficuo scindere le rispettive competenze. Inoltre, consci del principio generale della «valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati» iscritto al comma 1 dell'art. 6 TUF, nella redazione del regolamento gli organi di vigilanza hanno tenuto conto anche del fatto che «il potere regolamentare non può comprimere eccessivamente i margini di autonomia organizzativa e gestionale delle imprese»: e ciò è perfettamente coerente con le disposizioni comunitarie.

⁶⁸ Esaminando l'art. 18 D1 si trova scritto che una delle comunicazioni che l'intermediario è tenuto a fare nel caso in cui le misure adottate non bastino a tutelare l'investitore è la natura *generale* del conflitto; da ciò, si potrebbe dunque desumere che l'intermediario sia legittimato a dare comunicazione all'inizio del rapporto in quanto non risulta necessario indicare la specificità della situazione. Tuttavia, l'art. 23 del regolamento congiunto non ha riportato l'espressione "generale", dunque parrebbe opportuno riferirsi, in questa sede, ad una comunicazione specifica, il che sarebbe anche avvalorato dall'enunciazione dell'obiettivo di tale comunicazione: rendere edotto il cliente. D'altronde, una comunicazione generica potrebbe risultare un doppione per la clientela al dettaglio, la quale già riceve un'informazione preventiva. Recita infatti l'art. 29 lett. i) e l) del Regolamento intermediari: gli intermediari forniscono ai clienti al

momento che, si legge nel documento di consultazione, gli organi di vigilanza precisano che *«l’informativa prevista dal comma 3 della disposizione proposta, pur dovendo riferirsi a situazioni di conflitto di interesse specifiche, non richiede necessariamente di essere resa in occasione di ogni singola operazione negli strumenti finanziari interessati. Le circostanze di ciascun caso consentono la valutazione delle modalità più appropriate di adempimento dell’obbligo»*⁶⁹; è tuttavia da osservare che fornire tale informazione per ogni singola operazione porterebbe l’intermediario a tutelarsi da eventuali azioni di responsabilità.

In merito alla procedura di identificazione *ex art. 24* (articolo che riproduce senza sostanziali modifiche il 21 D2), si possono evidenziare alcuni elementi cardinali: primo tra tutti, come nel Regolamento in generale non si fa più riferimento alla generalità dei conflitti ma ai soli conflitti che recano un danno al cliente: in secondo luogo, tra gli interessi vagliati per verificare la potenziale conflittualità sono stati ricompresi anche quelli del gruppo di appartenenza dell’intermediario e quelli dei soggetti rilevanti⁷⁰; significativa è, inoltre, la breve elencazione (contenente categorie molto generiche ma ognuna inerente un ambito operativo ben noto) che funge da linea guida nell’individuazione delle tipologie dei

dettaglio o potenziali clienti al dettaglio *«una descrizione, anche in forma sintetica, della politica seguita dall’intermediario in materia di conflitti di interesse nonché, ogniqualvolta il cliente lo richieda, maggiori dettagli circa la politica in materia di conflitti di interesse su un supporto duraturo o tramite il sito Internet dell’intermediario purché le condizioni di cui all’articolo 36, comma 2, siano soddisfatte»*.

⁶⁹ Documento per la consultazione: disciplina di attuazione dell’art. 6, comma 2-bis, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ottobre 2007.

⁷⁰ Secondo l’art. 2, comma 1, lett. p) del Regolamento congiunto, sono considerati soggetti rilevanti coloro che appartengono ad una delle seguenti categorie:

i. *i componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell’entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi, dirigenti o promotori finanziari dell’intermediario;*

ii. *dipendenti dell’intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell’intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all’esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario;*

iii. *persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all’intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l’esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario.*

conflitti, una sorta di «zoccolo duro di *fattispecie*»⁷¹ che deve essere necessariamente preso in considerazione prima di tutte le altre valutazioni discrezionali ma che non sembra obbligatorio inserire nella redazione della mappatura.

Su questo punto gli autori che dissentono, ritengono invece imprescindibile che, nell'elenco formato dall'intermediario contenente i conflitti potenzialmente gravemente dannosi rilevati, vengano ricopiati i "catalogo minimale"; le disposizioni in merito alla redazione di questo elenco, tuttavia, presentano delle lacune, come il fatto che, sebbene sia chiaro che l'intermediario abbia la *possibilità* di incrementare l'elenco, non sia altrettanto chiaro se egli abbia contestualmente l'*obbligo* di implementarla.

Infine, in merito alla tassatività/esaustività dell'elenco, per l'ambito della gestione dei conflitti si ritiene esauriente considerare **solo** le operazioni identificate precedentemente, mentre quando si tratta dell'obbligo di astensione (di cui si parlerà in seguito), non è consigliabile considerare questo elenco esaustivo, poiché in questo ultimo modo l'intermediario potrebbe liberarsi dalle accuse sostenendo che l'operazione non era stata prevista.

Con l'art. 25 Regolamento Congiunto⁷² intitolato "Politica di gestione dei conflitti di interesse", si recepisce in tutto e per tutto l'art. 22 D2 in

⁷¹ ANTONUCCI A., *op. cit.*, p. 15.

⁷² Art. 25 :

1. Gli intermediari formulano per iscritto, applicano e mantengono un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse in linea con il principio di proporzionalità. Tale politica tiene altresì conto delle circostanze, di cui gli intermediari sono o dovrebbero essere a conoscenza, connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al proprio gruppo.

2. La politica di gestione dei conflitti di interesse di cui al comma 1 deve:

a. consentire di individuare, in relazione ai servizi e alle attività di investimento e ai servizi accessori prestati, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse idoneo a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti;

b. definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti.

3. Le procedure e le misure di cui al comma 2, lettera b), garantiscono che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività che implicano un conflitto di interesse ai sensi del comma 2, lettera a), svolgano tali attività con un grado di indipendenza appropriato, tenuto conto delle dimensioni e delle attività dell'intermediario e del suo gruppo nonché della rilevanza del rischio che gli interessi

tema di gestione dei conflitti al cui si rimanda per alcuni approfondimenti. In questa sede sembra utile riportare alcune considerazioni circa la difficoltosa interpretazione di diversi punti, considerazioni chiaramente valide anche per la lettura dell'art. 22 D2. È infatti possibile evidenziare come la lett. a) del secondo comma di questo articolo contrasti la norma generale *ex art. 23* introducendo l'obbligo di identificare un'area speciale di conflitti, ossia quelli idonei a *ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti*⁷³, e per questa predisporre *procedure da eseguire e misure da adottare* (*ex lett. b)* art. 25): tuttavia, questa specificazione non appare nell'art. 21 TUF né negli artt. 23 e 25 del Regolamento congiunto. Una soluzione interpretativa adottabile afferma che, per questi particolari conflitti, l'intermediario sia tenuto ad una *gestione speciale* da predefinire, dettata non dal libero arbitrio, ma dal rispetto dei commi che seguono all'art. 25. Assolto tale compito, se dalla gestione è stata tratta *ragionevole certezza* che il conflitto sia stato domato, è allora possibile operare, in caso negativo l'intermediario non può lecitamente operare a meno che non sia autorizzato dal cliente.

del cliente siano danneggiati.

4. Al fine di garantire l'indipendenza di cui al comma 3, gli intermediari adottano, laddove appropriato, misure e procedure volte a:

a. impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportano un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più clienti;

b. garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni coinvolgono interessi potenzialmente in conflitto con quelli del cliente per conto del quale un servizio è prestato;

c. eliminare ogni connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti rilevanti che esercitano in modo prevalente attività idonee a generare tra loro situazioni di potenziale conflitto di interesse;

d. impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sullo svolgimento, da parte di un soggetto rilevante, di servizi o attività di investimento o servizi accessori;

e. impedire o controllare la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante a distinti servizi o attività di investimento o servizi accessori, quando tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse.

5. Nel caso in cui le misure e procedure di cui al comma 4 non assicurino l'indipendenza richiesta, gli intermediari adottano le misure e procedure alternative o aggiuntive necessarie e appropriate a tal fine.

⁷³ L'avverbio gravemente non è frutto di invenzione del legislatore nazionale ma riprende la Direttiva MiFID di secondo livello, mentre non è presente nella norma primaria.

Cosa accade per i conflitti non gravi, invece? Certamente non si può dire che non sia previsto l'obbligo di gestirli: questo è ben presente negli artt. 21 TUF e 23 Regolamento congiunto. Tuttavia, per questi, non è necessario predefinire una politica di gestione e nemmeno di documentarne l'esistenza nel Registro *ex art. 26*; relativamente ai conflitti non gravi, l'intermediario assolve agli obblighi gestendo le operazioni secondo modalità e criteri che egli è autonomamente obbligato a stabilire.⁷⁴

Proseguendo, l'art. 26 Regolamento Congiunto impone agli intermediari di istituire e aggiornare in modo regolare un registro, nel rispetto dell'art. 23 D2. Come il documento di consultazione già nominato precisa, è bene che la tenuta dello stesso sia affidata alla funzione di *compliance* degli intermediari: siffatto strumento, rappresentando una sorta di diario sulle situazioni conflittuali, potrà assumere valenza ai fini di vigilanza. Non si specifica se al cliente è data facoltà di consultare il registro; si ritiene che «*la scelta sulla pubblicità/riservatezza del registro vada compiuta nell'ambito del documento sulla politica di gestione, che può optare per la disclosure, com'è già accaduto, mentre non si configura come un obbligo di consentire l'accesso. Non a caso il registro è un documento normativamente distinto da quello sulla politica di gestione dei conflitti di interesse, fornito di una diversa finalità che configura un distinto livello di trasparenza, verso la clientela e verso gli organi di vigilanza*»⁷⁵.

Apposite specificazioni sono riportate nell'art. 28 rubricato *Regole aggiuntive per i conflitti di interessi nella produzione e divulgazione di ricerche in materia di investimenti*⁷⁶: in esso si ribadisce la necessità di formulare,

⁷⁴ SCOTTI CAMUZZI S., *La normativa sul conflitto di interessi*, op. cit., p. 304 ss.

⁷⁵ ANTONUCCI A., op. cit., p. 18.

⁷⁶ Art. 24 D2: (..) per «ricerca in materia di investimenti» si intendono ricerche o altre informazioni che raccomandino o suggeriscano, esplicitamente o implicitamente, una strategia di investimento, riguardante uno o diversi strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari, compresi i pareri sul valore o il prezzo attuale o futuro di tali strumenti, destinate a canali di distribuzione o al pubblico, purché siano soddisfatte le seguenti condizioni:

a) esse vengano designate o descritte come ricerca in materia di investimenti o con termini

applicare e mantenere una politica di gestione dei conflitti *ex art. 25 del Regolamento* e si specificano alcuni comportamenti che non possono essere realizzati da analisti finanziari, altri soggetti rilevanti ovvero l'impresa stessa qualora producano o dispongano la produzione di ricerche in materia di investimenti divulgate o potenzialmente divulgabili.

Tenendo in considerazione anche le modifiche apportate dall'atto Banca d'Italia/CONSOB del 9 maggio 2012, la quinta parte del Regolamento congiunto interessa le società di gestione del risparmio e le società di investimento a capitale variabile. Le disposizioni del Regolamento Congiunto sopra citate per le situazioni di conflitto di interessi si applicano *alla commercializzazione, anche fuori sede o a distanza, di quote o azioni di OICR di terzi da parte delle SGR, alla prestazione dei servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti da parte delle SGR e all'offerta fuori sede o a distanza, da parte delle SGR, dei propri servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti*⁷⁷; gli articoli 37, 38 e 39, trattano poi le situazioni di conflitto di interessi che potrebbero sorgere tra le SGR o le SICAV e gli OICR, tra i clienti di tali società e gli OICR o tra i diversi OICR. Come espresso dai principi generali, anche queste società sono tenute a identificare e gestire le situazioni conflittuali al fine di evitare che *tali conflitti possano ledere gravemente uno o più OICR gestiti*⁷⁸. Qualora le misure adottate non fossero sufficienti ad escludere con ragionevole certezza il rischio, *ex art. 37*, la procedura prevede che si debba sottoporre la circostanza agli organi aziendali competenti affinché sia garantito l'equo trattamento agli OICR; inoltre, gli intermediari rendono disponibile un'informativa su queste specifiche situazioni,

analoghi, o vengano presentate come una spiegazione obiettiva o indipendente delle questioni oggetto della raccomandazione;

b) se la raccomandazione in questione venisse fatta dall'impresa di investimento ad un cliente, non costituirebbe consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE.

⁷⁷ Art. 30, co. 2, Regolamento congiunto.

⁷⁸ Art. 37, co. 1, lett. b), del Regolamento Congiunto.

illustrando le decisioni prese dagli organi competenti e le relative motivazioni.

L'art. 38 elenca alcune situazioni di conflitto di interessi potenzialmente pregiudizievoli per gli OICR, sulla falsa riga dell'art. 24 Regolamento, così come simile all'art. 25 e art. 39 del Regolamento nelle indicazioni circa la politica di gestione: in particolare, le modifiche del 2005 hanno abrogato il comma 6 che prevedeva per SGR e SICAV una descrizione anche in forma sintetica della politica di gestione da consegnare agli investitori, probabilmente perché ci si è resi conto che la frase ripeteva precetti già inquadrati a livello generale.

La norma sulla detenzione del registro rispecchia fedelmente l'art. 26.

1.10 Le direttive sugli OICVM

La gestione dei conflitti di interessi all'interno della disciplina della gestione collettiva del risparmio, con specifico riferimento agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) stabiliti sul territorio degli stati membri⁷⁹, ha recentemente subito delle modifiche a seguito del recepimento della Direttiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento

⁷⁹ Ai sensi della Direttiva 85/611/CEE del Consiglio del 20 dicembre 1985 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, si intendono OICVM gli organismi che hanno per oggetto esclusivo l'investimento collettivo di capitali raccolti presso il pubblico in valori mobiliari o altre attività finanziarie liquide, che operano secondo il principio della ripartizione dei rischi e le cui quote sono rimborsate o riacquistate a valere sul patrimonio dei suddetti organismi. L'organismo in questione opera affinché le quote in borsa non si allontanino troppo dal valore netto di inventario. Inoltre, può assumere forme contrattuali (come ad esempio i fondi comuni di investimento gestiti da società di gestione), di trust (*unit trust*) ovvero forme statutarie come le società di investimento. Le loro quote sono considerate strumenti finanziari ai sensi della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari. Non sono invece soggetti alla direttiva gli organismi di investimento collettivo di tipo chiuso, gli OICR che raccolgono capitali senza promuovere la vendita delle proprie quote tra il pubblico all'interno dell'unione europea, gli OICR le cui quote sono vendute esclusivamente al pubblico dei paesi terzi e le categorie di OICR fissate dalla legislazione.

delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari⁸⁰.

In materia di conflitti di interesse, la Direttiva auspica ad una disciplina che impedisca la nascita di conflitti di interesse quando le società di gestione in questione siano autorizzate ad esercitare l'attività di gestione sia collettiva che individuale dei portafogli⁸¹.

A tal fine, secondo l'art. 12 le autorità competenti dello Stato membro di origine della società di gestione, tenuto conto anche della natura degli OICVM gestiti da una società di gestione, esigono *una struttura organizzata in modo tale da ridurre al minimo il rischio che gli interessi degli OICVM o dei clienti siano pregiudicati dai conflitti d'interessi tra la società e i suoi clienti, tra due dei suoi clienti, tra uno dei suoi clienti e un OICVM o tra due OICVM*. Qualora sia impossibile evitare i conflitti, ex art. 14 co.1, gli OICVM gestiti dovranno essere trattati in modo equo. Per perseguire questo intento, prosegue l'art. 14 al comma 2, lett. c), la Commissione è tenuta a *definire le misure che è ragionevolmente lecito attendersi dalle società di gestione al fine di individuare, prevenire, gestire e/o rendere noti conflitti d'interesse, come pure di definire gli opportuni criteri per determinare le tipologie di conflitti d'interesse la cui esistenza potrebbe ledere gli interessi degli OICVM*.

Essendo infine il patrimonio del fondo comune di investimento affidato in custodia ad un depositario, ex art. 22, nell'esercizio delle rispettive funzioni la società di gestione e costui *agiscono in modo indipendente ed esclusivamente nell'interesse dei detentori di quote*^{82,83}.

⁸⁰ Non sono soggetti alla direttiva gli organismi di investimento collettivo di tipo chiuso, gli OICR che raccolgono capitali senza promuovere la vendita delle proprie quote tra il pubblico all'interno dell'unione europea, gli OICR le cui quote sono vendute esclusivamente al pubblico dei paesi terzi e le categorie di OICR fissate dalla legislazione.

⁸¹ Considerando 13 Direttiva 2009/65/CE.

⁸² Art. 25, comma 2, Direttiva 2009/65/CE.

⁸³ Tutte le attività degli OICVM devono essere affidate ad un depositario, il quale è responsabile delle perdite subite in caso di mancato esercizio delle sue funzioni. Tuttavia l'ampia discrezionalità lasciata dalla Direttiva alle autorità nazionali ha creato, come è già accaduto nell'applicazione delle direttive, notevole disomogeneità nella disciplina. In particolare, inoltre, il caso Madoff ha messo in luce alcune criticità, tra le quali anche la

La Commissione ha adottato le misure richieste dal Parlamento e dal Consiglio mediante la Direttiva 2010/43/UE del 1 luglio 2010 recante modalità di esecuzione della Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell'accordo tra il depositario e la società di gestione.

La struttura e l'organizzazione delle società di gestione sono flessibili, prescrive il Considerando 12, sebbene queste debbano essere sempre in grado di dimostrare che sono predisposte delle misure di tutela specifiche contro i conflitti di interesse, le quali permettono lo svolgimento indipendente delle varie attività di gestione dei rischi.

Queste misure si concretizzano nella politica di gestione dei conflitti all'art. 18 (il quale richiama in tutto e per tutto le disposizioni dell'art. 25 Regolamento congiunto) e l'art. 19, il quale tratta della necessità di operare con un grado di indipendenza adeguato per quei soggetti rilevanti impegnati in attività professionali che implicano un conflitto di interesse. Le misure prescritte si intendono necessarie ma non sempre sufficienti: qualora non assicurino il grado richiesto di indipendenza, alternative o aggiuntive misure si rendono necessarie.

questione dei conflitti di interesse nel caso in cui il gestore del fondo appartenga al gruppo societario del subcustode a cui è stata delegata la custodia. La domanda che si è posta la Commissione nella relazione della proposta di direttiva del parlamento europeo e del consiglio recante modifica della direttiva 2009/65/CE nel luglio 2012 è la seguente: è realistico aspettarsi che il gestore di un fondo si comporterà sempre in modo da tutelare gli interessi degli investitori del fondo quando egli è il subcustode delle attività in cui essi investono? La Direttiva non fissa alcuna norma che regoli le situazioni in cui la funzione di gestione e la funzione di depositario vengono delegate al medesimo terzo. Tra le proposte di modifica della Commissione, così, al Considerando 19 si suggerisce che *le disposizioni assicurino in particolare una chiara separazione dei compiti e delle funzioni tra il depositario, l'OICVM e la società di gestione*. Inoltre si propone di sostituire il secondo paragrafo dell'art. 25 stabilendo che *un depositario non svolga attività in relazione all'OICVM o alla società di gestione per conto dell'OICVM che possano creare conflitti di interesse tra l'OICVM, gli investitori dell'OICV, la società di gestione e lo stesso depositario, a meno che non abbia separato, sotto il profilo funzionale e gerarchico, l'esercizio delle sue funzioni di depositario dalle altre sue funzioni potenzialmente configgenti, e i potenziali conflitti di interesse non siano adeguatamente identificati, gestiti, monitorati e comunicati agli investitori dell'OICVM*.

A tale proposito, si noti che mentre l'art. 17 Direttiva 2010/43/UE prescrive dei criteri minimi per la determinazione di conflitti lesivi gli interessi degli OICVM (rimanendo fedele al modello proposto dal Regolamento congiunto ex art. 24 che si è precedentemente analizzato), l'art. 18 impone agli organi di elaborare una politica "mirata" per individuare quelle circostanze che *generano o potrebbero generare un conflitto di interesse che possa ledere gravemente gli interessi dell'OICVM o di altri clienti*.

Un'altra delle misure adottate, stando a quello che scrive il Considerando 13, è quella che impedisce ai propri dipendenti con conflitti di interesse (o in possesso di informazioni privilegiate) di effettuare operazioni personali; all'art. 13, infatti, si elencano le attività che non possono essere svolte da tali soggetti.

L'art. 20 regola la gestione delle attività che fanno sorgere conflitti di interesse che possono recare pregiudizio a uno o più OICVM o altri clienti attraverso la stesura di un registro che riporti codeste attività.

Se le disposizioni organizzative o amministrative sin qui descritte non sono sufficienti a prevenire, con ragionevole certezza, il rischio di danneggiare gli interessi dell'OICVM e dei relativi detentori di quote, l'alta dirigenza o l'organo competente della società di gestione devono essere tempestivamente informati al fine di poter garantire, come ricorda anche il Considerando 15, un equo trattamento; le decisioni prese vanno motivate attraverso un supporto durevole. Tuttavia, precisa il Considerando 17, la società di gestione e gli OICVM è sempre e comunque tenuta a segnalare *le situazioni per le quali le disposizioni [...] sono state insufficienti*, anche nel caso in cui i dirigenti o gli organi di controllo ricevano l'informazione che gli permette di prendere la decisione necessaria.

1.11 Regolamento consulenti finanziari

Nel gennaio 2010 la Consob, sentita la Banca d'Italia, ha dato attuazione agli artt. 18-*bis* e 18-*ter* TUF attraverso la delibera n. 17130/2010 ed elaborato il Regolamento dei principi e dei criteri che i consulenti finanziari sono tenuti ad adottare (da non confondere con il d. 24 dicembre 2008, n. 206 del Ministero dell'economia e delle finanze, che rappresenta il Regolamento di disciplina dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali per l'iscrizione all'albo delle persone fisiche consulenti finanziari).

Il titolo IV (artt. 12-26) è la parte più corposa del regolamento nonché quella che rileva ai fini della trattazione, poiché raccoglie le indicazioni per il comportamento dei consulenti finanziari in quanto persone fisiche e società; in particolare il tema dei conflitti di interessi è trattato negli articoli 12 e 25. Non si ravvisano altre norme nazionali che regolino il comportamento dei consulenti finanziari giacché nemmeno il TUF nell'art. 21 fa riferimento a loro quando disciplina i comportamenti dei soggetti abilitati: essi, infatti, non rientrano nell'elenco di tali soggetti e la disciplina del loro comportamento è demandata alla CONSOB tramite l'art. 18-*bis* comma 7 lett. *d*) TUF.

L'attività di consulenza finanziaria, secondo la definizione comunitaria, interamente ripresa dal legislatore nazionale tanto nel TUF (Art. 1, comma 5-*septies*) quanto nel regolamento, consta nel *la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario*. Tali raccomandazioni sono da intendersi personalizzate quando sono create sulla base delle caratteristiche del cliente e dunque adatte a lui, mentre non sono personalizzate se vengono diffuse al pubblico mediante canali di distribuzione.

Per meglio comprendere le preoccupazioni del legislatore, si ricorda che i consulenti operano, a differenza degli altri intermediari, *senza detenere*

*somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti*⁸⁴ e non agiscono come finanziatori per gli stessi; proprio perché in questo contesto le situazioni conflittuali sono più sfumate e quindi meno individuabili, la CONSOB si è preoccupata specificatamente di questi soggetti e della eventuale lesione degli interessi dei clienti.

Innanzitutto viene imposto ai consulenti, nella prestazione della loro attività e al fine di tutelare il fruitore del servizio, di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza,⁸⁵ richiamando chiaramente i concetti esposti nell'art. 21 TUF per lo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento e accessori. Questo comportamento deve essere mantenuto, dice espressamente la legge, per tutta la durata della prestazione, ossia dalla fase pre-contrattuale (o ancor meglio, nei primi incontri) alla cessazione del rapporto. Successivamente, alla lettera e) art. 12, si specifica *che essi agiscono nell'interesse dei clienti e, ogni volta in cui le misure organizzative adottate dalla gestione dei conflitti di interesse non siano sufficienti ad assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, li informano chiaramente, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del contesto in cui le situazioni si manifestano; si noti anche qui l'intento dell'autorità non tanto di eliminare le situazioni conflittuali quanto di gestirle e, qualora l'intento risultasse vano, solo in un secondo momento di comunicare l'esistenza del conflitto, senza peraltro fissare l'obbligo di astensione dall'esercitare la prestazione.*

L'art. 25 tratta più nel dettaglio il comportamento da seguire per tutelare i clienti⁸⁶ dalle situazioni conflittuali. Riprendendo concetti già

⁸⁴ Art. 18-bis, comma 1, TUF.

⁸⁵ All'art. 18-bis si specifica che *i requisiti di professionalità per l'iscrizione all'albo sono accertati sulla base di rigorosi criteri valutativi che tengano conto della pregressa esperienza professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative.*

⁸⁶ Si sottolinea che in questo articolo si utilizza il termine generico di cliente, ossia la persona fisica e giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori (ex art. 1 lett. o) del regolamento) senza distinguere tra cliente professionale e cliente al dettaglio.

analizzati per altri intermediari, anche i consulenti finanziari devono adottare ogni misura ragionevole per identificare *in primis* i conflitti che potrebbero sorgere e, in aggiunta rispetto a quanto previsto ad esempio dall'art. 21 TUF (che alla fine della disamina possiamo considerare matrice della disciplina di settore in tema di conflitti di interesse), per i consulenti si specifica come questa ragionevolezza delle misure utilizzate sia collegata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta (in conformità con le disposizioni comunitarie che utilizzano a tale proposito il concetto di ragionevolezza).

Come di consueto, a seguito dell'identificazione vi è l'obbligo di gestire le situazioni conflittuali (sempre utilizzando un comportamento equo, nell'accezione che si è già vista); tuttavia, il legislatore si premura di specificare che non sussistono obblighi di separazione delle attività, ma che l'intento dei consulenti deve essere quello di operare in modo indipendente nonostante essi possano svolgere molteplici funzioni che implicano un conflitto di interessi.

L'articolo prosegue, senza sorprese, ribadendo che se le misure non sono sufficienti ad assicurare con ragionevole certezza che sia sventato il rischio di danno degli interessi dei clienti, prima di agire per loro conto i consulenti devono informarli della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano decidere consapevolmente in merito al servizio.

All'ultimo comma, infine, si inserisce l'obbligo di istituire e aggiornare un registro contenente tutte le situazioni di probabile o effettivo conflitto ai danni degli interessi di uno o più clienti; merita di essere posto l'accento su quest'ultima affermazione, che sta ad indicare che il registro non deve contenere l'elenco di tutte le situazioni conflittuali, ma solo quelle rischiose per i clienti.

Conclusa così la panoramica sull'evoluzione della regolamentazione nazionale ed internazionale, è indispensabile studiare il modo in cui esse

siano state recepite dagli intermediari e, di conseguenza, che riflessi abbiano avuto sulla clientela.

2 IDENTIFICAZIONE DEI CONFLITTI

2.1 La nozione di conflitto di interessi nella normativa vigente

Prima di procedere metodicamente alla disamina delle situazioni caratteristiche da cui scaturiscono i conflitti, a seconda del soggetto intermediario coinvolto, è opportuno chiarire quando e tra quali soggetti il conflitto si manifesta.

La normativa in vigore affida queste considerazioni alla cosiddetta fase di identificazione, specificando che, ai fini della ricognizione, rilevano i comportamenti che recano al cliente un danno potenziale o, per dirlo in altro modo, un danno preventivo-astratto¹. La dottrina è sostanzialmente unanime nell'affermare che questi comportamenti rilevano anche ai fini dell'adozione di politiche di gestione e prevenzione, per l'apposizione di eventuali divieti o limiti all'operatività nonché per le sanzioni alle violazioni della norma, il che permette di affermare che nella giurisprudenza prevalente e attuale non si tiene conto del conflitto che si conclude in concreto con il danno all'investitore, se non sul piano del risarcimento dello stesso².

Prima di entrare nell'operatività degli intermediari è necessario soffermarsi ulteriormente sulle disposizioni normative, e precisamente sull'art. 21 D2 (integralmente riportato nel Regolamento congiunto nazionale) in cui, come evidenziato nel capitolo precedente, il legislatore comunitario fornisce i requisiti minimi per definire la situazione conflittuale.

Le ipotesi presenti nell'articolo possono essere riunite in due categorie: la prima, che racchiude i conflitti di interesse in senso stretto e la seconda,

¹ PRESTI G. e RESCIGNO M., *I conflitti di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, in ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), *op. cit.*, p. 25.

² Per un approfondimento si veda il capitolo quarto.

che ricomprende più genericamente i concorsi di interesse. I conflitti di interesse in senso stretto si possono manifestare internamente al rapporto cliente-intermediario allorché l'impresa cerca di trarre profitto ovvero di evitare perdite a danno di uno o più clienti (lett. *a*), nonché quando la suddetta cerca di trarre un vantaggio finanziario favorendo gli interessi di un cliente (o un gruppo) a discapito di un altro (cliente o gruppo di clienti) (lett. *c*). Alcuni autori³ sostengono che questo primo gruppo di ipotesi sia caratterizzato dalla causalità che intercorre tra il vantaggio economico dell'intermediario e il pregiudizio arrecato al cliente, pregiudizio che si sostanzia in maggior costo o minor utile conseguito.

Lo scontro esterno al rapporto intermediario-cliente, invece, si concreta quando una persona diversa dal cliente corrisponde un incentivo (sia esso in denaro o beni, in ogni caso diverso da commissioni e competenze fatturate per tale servizio) all'intermediario (lett. *e*).

Per la seconda categoria, l'attuale concorso d'interessi si manifesta *in primis* laddove l'intermediario abbia un interesse differente da quello del cliente nel risultato dell'operazione messa in atto o dal servizio prestato (lett. *b*), *in secundis* si rivela il concorso potenziale e "preventivo" di interessi quando clienti e soggetti pertinenti⁴ svolgono la stessa attività (lett. *d*).

³ Sulla questione: FUSETTI R., RECINE F., *La nuova legislazione comunitaria relativa ai conflitti di interesse nella prestazione di servizi di investimento*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, op. cit., p. 152. Citazioni tratte da VISMARA F., *La nozione di conflitto di interessi nel «sistema» Mifid (dir. n. 2004/39/Ce e n. 2006/73/Ce)*, in *Dir. Comunitario scambi internaz.*, 2008, p. 561.

⁴ Dall'analisi congiunta degli artt. 4 D1 e 2 D2, i destinatari di questa norma, ossia i soggetti pertinenti, sono, oltre all'impresa stessa, anche «*gli amministratori, i soci o equivalenti, i dirigenti o agenti collegati all'impresa; gli amministratori, i soci o equivalenti o dirigenti di un agente collegato all'impresa; gli impiegati di impresa o di un suo agente collegato, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'impresa o di un agente collegato all'impresa e che partecipi alla prestazione di servizi di investimento, e all'esercizio di attività di investimento da parte dell'impresa; le persone fisiche che partecipano alla prestazione di servizi all'impresa di investimento o al suo agente collegato nel quadro di un contratto di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte dell'impresa.*» (FUSETTI R., RECINE F., *La nuova legislazione comunitaria relativa ai conflitti di interesse nella prestazione di servizi di investimento* in ANOLLI, *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, op. cit., p. 153.

Purtroppo, nella realtà la distinzione in categorie per i conflitti è molto meno agevole di quanto la norma faccia trasparire; anzi, nella maggior parte dei casi le situazioni conflittuali risultano dalla commistione delle ipotesi predette, si pensi semplicemente alla situazione in cui un intermediario sia in possesso di azioni di una società e, avendo la facoltà di operare discrezionalmente nella gestione del portafoglio dei clienti, decida di vendere a questi le predette azioni, *sostenendone il prezzo e trasferendone il rischio*⁵. Da quest'operazione si può evincere sia che l'intermediario gode della possibilità di conseguire utili o evitare perdite a discapito del cliente, sia che gli interessi del venditore possono divergere da quelli dell'acquirente: il medesimo comportamento è quindi inquadrabile tanto nella fattispecie sub *a*, quanto nella fattispecie sub *b*.

Per dovere di cronaca, altri autori⁶ utilizzano una diversa distinzione dei conflitti di interessi, ossia da un lato individuano le situazioni che contrappongono i vantaggi dell'intermediario e del cliente all'interno dei tipici rapporti di natura gestoria (in particolare nell'agire per conto altrui) e dall'altro i conflitti di "doveri", generati perché l'intermediario deve sottostare ad una pluralità di obblighi, talvolta in contrasto tra loro, nei confronti di diversi clienti; questa suddivisione, per quanto interessante, risulta poco funzionale e per questo gli intermediari hanno preferito prendere spunto per l'articolazione delle loro politiche dalla prima impostazione.

Appaiono infine doverose altre due puntualizzazioni, che apparentemente potrebbero dar luogo ad interpretazioni inesatte. Con riferimento all'ambito della tutela del risparmio, è palese che le imprese di investimento e società di gestione del risparmio operino sempre di più in conglomerati finanziari o comunque in emanazione dei soggetti bancari. Questa considerazione porta con sé innanzitutto la necessità di non

⁵ VISMARA F., *La nozione di conflitto di interessi nel "sistema" MiFID*, op. cit., p. 565.

⁶ PICIARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 270, GIUFFRÈ', 2004., p. 46.

subordinare «le regole di trasparenza alla sottile distinzione fra interessi confliggenti e interessi compatibili»⁷, così come non pare giustificata un'interpretazione restrittiva del concetto di conflitto di interesse potenziale; le dimensioni, la molteplicità e, talvolta, l'opacità degli intrecci che si realizzano nei conglomerati rende necessaria un'interpretazione estensiva di conflitto, sempre e comunque finalizzata alla tutela dei clienti, volta a ricomprendere l'«astratta possibilità che la situazione di conflitto arrechi danno al cliente»⁸.

È inoltre necessario puntualizzare che, in questo panorama, l'autonomia giuridico - patrimoniale, voluta da quelle società che optano per il modello del gruppo bancario anziché per quello universale polifunzionale, non basta a garantire la prevenzione delle situazioni di conflitto; in altre parole, «allocare le varie attività a rischio di conflitto in varie società autonome di gruppo non è certo sufficiente per evitare il conflitto o per gestirlo efficacemente»⁹, mentre invece è indispensabile, come spiega l'art. 22 D2 che qualora l'impresa appartenga ad un gruppo essa debba considerare anche le circostanze, di cui l'impresa dovrebbe essere a conoscenza, che potrebbero causare un conflitto di interesse risultante dalla struttura e dall'attività degli altri membri del gruppo.

L'evoluzione del capitolo prende avvio dall'esame di quali sono le operazioni che le singole categorie di intermediari mettono in atto al fine di identificare i conflitti di loro pertinenza e a quali risultati hanno condotto tali operazioni. In questa fase di identificazione, si è resa necessaria per gli intermediari in primo luogo una ricerca statica, volta ad individuare le situazioni di conflitto in essere e in secondo luogo una ricerca dinamica, ossia di un metodo efficacemente in grado di monitorare e intercettare nel tempo i nuovi eventuali conflitti.¹⁰ In un secondo

⁷ PRESTI G. e RESCIGNO M., *op. cit.*, p. 26 ss

⁸ PRESTI G. e RESCIGNO M., *op. cit.*, p. 26 ss.

⁹ PRESTI G. e RESCIGNO M., *op. cit.*, p.26 ss.

¹⁰ ASSOSIM, Guida pratica sui conflitti di interesse agosto 2008, p.3.

momento si tratterà della politica attraverso la quale gli intermediari gestiscono i conflitti.

«Dall'attività svolta dalla Consob nell'ultimo decennio si evince che le aree che presentano maggiori criticità in materia di conflitti di interesse sono quelle relative ai servizi di gestione (individuale e collettiva), alla consulenza e alla ricerca; in particolare, le attività da cui deriva la maggior parte delle fattispecie di conflitti di interesse riguardano la partecipazione a operazioni di offerta al pubblico di titoli, il trattamento delle posizioni proprietarie, i finanziamenti concessi agli emittenti titoli e la consulenza. Particolare attenzione è dedicata anche al ruolo degli analisti finanziari che svolgono valutazioni e studi su società quotate in qualità di analisti interni o esterni.»¹¹

Entriamo nel dettaglio.

2.2 Identificazione dei conflitti nella gestione del risparmio

Per l'analisi dei criteri di individuazione messi in atto dalle società di gestione del risparmio è utile fare riferimento alle *raccomandazioni* in cui è articolato il Protocollo di Autonomia Per La Gestione Dei Conflitti Di Interessi, messo a disposizione e costantemente aggiornato da Assogestioni (associazione italiana che rappresenta la maggior parte delle società di gestione del risparmio italiane e straniere che operano in Italia, nonché alcune banche e imprese di assicurazione che svolgono gestione individuale e collettiva del risparmio). Tale documento costituisce uno dei principali strumenti di autoregolamentazione, sebbene l'adesione ad esso sia facoltativa.

Il protocollo tratta della prestazione:

- *«del servizio di gestione collettiva del risparmio;*

¹¹ PAMPURINI F., *Gli esposti della clientela e l'intervento sanzionatorio delle autorità*, in ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), *op. cit.*, p. 125.

- *della commercializzazione, anche fuori sede o a distanza, di quote o azioni di OICR da parte della SGR ovvero delle azioni di propria emissione effettuata dalla SICAV;*
- *del servizio di gestione di portafogli, servizio di consulenza in materia di investimenti e servizi accessori, nonché dell'offerta fuori sede o a distanza degli stessi, da parte della SGR.»*

Di seguito, in aggiunta a quanto decretato dalla norma (TUF e Regolamento congiunto), la guida indica i rapporti critici che possono dare adito a conflitti: si precisa che non solo gli intermediari o le società del gruppo, ma anche i soggetti rilevanti¹² e le parti correlate¹³ possono scontrarsi con gli interessi di uno o più OICR e degli altri clienti, così come si può sviluppare un conflitto non solo quando divergono gli interessi degli OICR (e del resto della clientela), ma anche quando uno o più OICR hanno interessi contrapposti ad uno o più portafogli gestiti su base individuale.

Come nella disciplina bancaria è alta l'attenzione per la molteplicità delle attività svolte dagli intermediari, così anche per le SGR e le SICAV, nonché per le società del gruppo di cui esse fanno parte, la guida sollecita l'attenzione alla polifunzionalità. In particolare, in aggiunta a quando disposto dalla norma in questione, è da monitorare lo svolgimento congiunto di:

- a) «gestione collettiva;*
- b) gestione di portafogli;*
- c) consulenza in materia di investimenti;*

¹² Si rimanda alla nota 70 cap. I per la definizione.

¹³ Ai fini dell'analisi di queste politiche per le SGR si considerano correlati i soggetti che, direttamente o indirettamente controllano, sono controllati o sottoposti a comune controllo della società, detengono partecipazioni nella società o dei soci in modo da godere di un'influenza notevole su essi o esercitano effettivamente il controllo, le società collegate alla SGR ovvero ai soci, le *joint venture* partecipate da soci o da SGR, gli stretti familiari e le entità da loro controllate o partecipate per una quota non inferiore al 20%, i dirigenti (della SGR, di uno dei soci ovvero delle rispettive controllanti) con responsabilità strategiche nonché le entità da loro controllate o partecipate per una quota non inferiore al 20%.

- d) *commercializzazione di quote o azioni OICR o di terzi;*
- e) *ricerca in materia di investimenti;*
- f) *negoziazione per conto proprio;*
- g) *sottoscrizione e collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.»*

Suddette operazioni sono comunque monitorate con particolare attenzione anche se svolte singolarmente.

Dopo aver elencato i criteri minimi idonei ad identificare le situazioni di potenziale conflitto nel rispetto dell'art. 38 del Regolamento congiunto, l'Associazione indica le tre attività, tra quelle compiute dalla società di gestione, maggiormente passibili di conflitto d'interessi: la selezione degli investimenti, la scelta delle controparti contrattuali e l'esercizio di voto.

«*Nell'operazione di selezione degli investimenti si considerano foriere di potenziale conflitto le situazioni di:*

- a) *investimento in strumenti finanziari emessi o collocati da società del gruppo o da società partecipanti;*
- b) *acquisto di quote o azioni di OICR gestiti, istituiti o commercializzati dalla Società o da altre Società del gruppo o partecipanti, anche di diritto estero [e decisione di aumentare la durata dell'investimento in questo]¹⁴;*
- c) *investimento in strumenti finanziari oggetto di patti parasociali cui partecipano società del gruppo o società partecipanti;*
- d) *investimento in strumenti finanziari di un emittente nel quale una società del gruppo o una società partecipante abbia una partecipazione rilevante o di un emittente che abbia una partecipazione rilevante in una società del gruppo o in una società partecipante;*
- e) *investimento in strumenti finanziari per i quali una società del gruppo o una società partecipante svolge il ruolo di operatore specialista¹⁵;*

¹⁴ FONDO ITALIANO, *Policy Conflitto Di Interesse, Consiglio di Amministrazione del 17 maggio 2010, con modifiche del 26 gennaio e del 13 dicembre 2011 e del 18 dicembre 2012*), http://www.fondoitaliano.it/pdf/Policy_Conflitti%20_modificata_18_12_2012.pdf, p. 6.

¹⁵ L'operatore specialista è il soggetto tenuto ad assicurare in via continuativa, durante la fase d'asta, la liquidità del titolo, mentre durante la sessione fuori asta fornisce

- f) *investimento in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della Società o da società del gruppo ovvero da società partecipanti;*
- g) *investimento in strumenti finanziari emessi da società finanziate o garantite da società del gruppo o da società partecipanti, qualora dall'esito del collocamento dipenda la possibilità di rimborsare, in tutto o in misura rilevante, il finanziamento alla società del gruppo o alla società partecipante che ha erogato il credito;*
- h) *investimento in strumenti finanziari emessi da società alla quale è conferito l'incarico di esperto indipendente per la valutazione dei beni conferiti o acquisitati da fondi immobiliari, ovvero da una società incaricata di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti in fondi immobiliari rispetto alla politica di gestione e all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo;*
- i) *vendita o locazione, acquisto o conferimento di ogni altro bene o diritto a o da o per il tramite di, una società del gruppo, suoi soci ovvero società finanziate o garantite da società del gruppo o da società partecipante, qualora dall'esito della vendita o del conferimento dipenda la possibilità di rimborsare, in tutto o in misura rilevante, il finanziamento alla società del gruppo o da società partecipante che ha erogato il credito;*
- j) *concessione di finanziamenti da parte di società del gruppo o da una società partecipante in favore degli OICR gestiti dalla Società;*
- k) *investimento in strumenti finanziari di un emittente nei cui organi societari siano presenti soggetti rilevanti con deleghe operative;*
- l) *acquisto di beni da soggetti rilevanti;*
- m) *operazioni di compravendita di beni tra patrimoni gestiti dalla Società.»¹⁶*

indicazioni di prezzo che non sono impegnative.

¹⁶ ASSOGESTIONI, *Protocollo di Autonomia per la gestione dei conflitti d'interesse (english version included)*, <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,139,0,49,html>, pag. 20, 21

n) esistenza di posizioni di rischio quali le “partite incagliate” ovvero le “sofferenze” in capo ai soci e alle parti correlate della SGR verso OICR target e società target¹⁷.

«Nell’attività di selezione delle controparti contrattuali si considerano situazioni di conflitto d’interessi almeno le seguenti ipotesi:

- a) impiego di intermediari o di altri soggetti appartenenti a società del gruppo o a società partecipanti per lo svolgimento di servizi per conto dei patrimoni gestiti (ad es. banca depositaria, intermediari che prestano i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti, collocamento, ricezione e trasmissione di ordini, soggetti che svolgono funzioni di consulenza, property management, facility management, project management, agency, advisory ecc.);
- b) utilizzo di intermediari negoziatori che prestano alla Società servizi ulteriori rispetto a quello di negoziazione (ad es. servizi di custodia, amministrazione o distribuzione delle quote o azioni degli OICR gestiti, ricerca);
- c) affidamento agli esperti indipendenti, ovvero a dipendenti o dirigenti di questi ultimi, con riferimento ad un medesimo fondo, di incarichi ulteriori e non strettamente legati alla valutazione degli immobili (ad es. di property management, facility management, project management, agency, advisory);
- d) esecuzione di transazioni su strumenti finanziari effettuata su sedi di esecuzione gestite da una società partecipata in misura rilevante da una società del gruppo o da una società partecipante;
- e) esistenza di accordi di retrocessione di commissioni o di beni o servizi di altra natura non riconducibili alle commissioni o spese normalmente fatturate per il servizio o l’attività prestati.»¹⁸

I conflitti di interesse che possono emergere dalle situazioni appena descritte vengono ricercati già da quelle Funzioni aziendali che sono interessate a mettere in atto tali operazioni, per poi essere approfonditi nella fase di *due diligence* messa in atto dal *Team* di investimento; in questa

¹⁷ FONDO ITALIANO, *Policy Conflitto Di Interesse*, op. cit., p. 6.

¹⁸ ASSOGESTIONI, op. cit., pagg. 21,22.

fase, infatti, l'organo richiede la compilazione di una Dichiarazione (ossia un documento che le controparti non sono obbligate a compilare, ma la cui assenza o l'incompletezza corrispondono all'esistenza di un conflitto di interessi) e perviene a tutte le informazioni utili, comprese quelle rese pubbliche o comunicate da società del gruppo o partecipanti. Raccolta la Dichiarazione, il *Team* la trasmette alla funzione di *Compliance*, affinché valuti se la situazione rientra già in una di quelle inserite nella mappatura ovvero se è da inserire nel rispetto della norma vigente.

Anche esercitare il diritto di voto per le questioni inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei patrimoni gestiti può dare adito a situazioni di conflitto di interessi. Mentre, infatti, nell'attività di gestione individuale il diritto di intervento e di voto spetta al cliente, il quale è titolare degli strumenti finanziari gestiti, e la rappresentanza può essere conferita al gestore con le modalità di cui all'art. 24, comma 1, lett. c), TUF, nell'attività di gestione collettiva il cliente non è titolare degli strumenti nei quali il gestore investe e quindi il diritto di voto spetta a quest'ultimo; «*il diritto di voto è istituzionalmente attribuito a un soggetto diverso da quello nel cui interesse il voto deve essere esercitato*»¹⁹. Quando in particolare gli strumenti in questione sono emessi dalle società del gruppo o quelle con le quali la SGR, la SICAV, i suoi soci rilevanti o le società del gruppo intrattengono rapporti di natura strategica, gli interessi degli emittenti e degli investitori del patrimonio dalla società di gestione possono non essere coincidenti; alla già critica situazione in cui verte l'intermediario, ossia la necessità di favorire gli interessi degli investitori nei patrimoni gestiti, si aggiunge il fatto che le emissioni possono provenire da società con cui la SGR (o la SICAV) intrattiene rapporti.

2.3 Gli inducements, breve parentesi

¹⁹ RICHTER M.S. jr, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in GABELLI E., LENER R. (a cura di) *I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, 2010, p. 791.

Sebbene non sia il luogo per soffermarsi su una materia tanto vasta, pare comunque utile accennare brevemente a questa disciplina e soprattutto al legame degli incentivi con il tema dei conflitti di interesse.

Con il termine *inducement* si intende «ogni tipo di competenza, commissione o prestazione non monetaria versata o percepita da un intermediario finanziario in connessione con la prestazione ad un cliente di un servizio accessorio o anche di una loro combinazione»²⁰: nello specifico, il potenziale conflitto si identifica nel momento in cui la commissione è fornita da una persona diversa dal cliente, la quale potrebbe spingere l'intermediario, con la promessa dell'incentivo, a negoziare, collocare o solo raccomandare un determinato servizio, a prescindere dall'interesse del cliente.

Le disposizioni nazionali accordano la facoltà di fornire tre tipologie di incentivi: in primo luogo, nel caso in cui il fornitore agisca per conto del cliente, in secondo luogo quando gli incentivi sono considerati alla stregua di «compensi adeguati (pagati dal cliente o da terzi) che rendano possibile o siano necessari per la prestazione del servizio (quali in via esemplificativa i costi di custodia, i prelievi obbligatori o le spese legali) sempre che per loro natura non confliggano con l'obbligo dell'intermediario di agire in modo equo, onesto e professionale nel miglior interesse del cliente»²¹ ed infine nel caso in cui il fornitore sia un soggetto terzo ma il cliente ne sia preventivamente informato. Non basta tuttavia la conoscenza del cliente a rendere quest'ultimo tipo di incentivi "legali"; infatti, oltre a ciò si rende necessario che gli incentivi siano volti ad accrescere le qualità del servizio e comunque non ne ostacolino lo svolgimento: se uno dei tre requisiti non è rispettato, l'incentivo è illegale.

CESR e Consob sono entrate nel vivo della questione chiarendo che la soddisfazione di queste condizioni dipende *in primis* dalla tipologia di servizio di investimento o accessorio fornito e dal diverso valore che

²⁰ Il paragrafo si fonda sull'articolo di FORTUNATO S., *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, Banca, borsa ecc., 2009, I, p. 136.

²¹ FORTUNATO S., *op. cit.*, p. 145.

questo riveste per l'investitore, in seguito dalla diversa modalità con cui l'intermediario si avvicina al cliente a seconda dell'attività (esemplificando: gestione individuale, distribuzione con o senza consulenza, *execution only*). La CONSOB infatti, ritiene che esistano dei servizi ad alto valore aggiunto, quali la gestione del portafoglio, che ben si prestano alla valutazione di un aumento della qualità del servizio a seguito di incentivi, al contrario di quelli a basso valore, come possono essere le operazioni legate alla *execution only*, per le quali è più difficile percepire un miglioramento delle prestazioni legato alla percezione di incentivi.

Per chiarire cosa sia un servizio che apporta del valore aggiunto ad un altro servizio/attività è possibile fare alcuni esempi. Si pensi, ad esempio, alla retrocessione di commissioni che si realizza tra emittente/intermediario/cliente: è questo il caso di una SGR, ad esempio, che si accordi con un intermediario al fine di collocare i prodotti presso la clientela finale. In questa situazione sovente accade che il cliente paghi un prezzo alla società emittente che sconta una commissione che verrà retrocessa all'intermediario. Orbene, per verificare che la retrocessione della commissione non confligga con il dovere di svolgere le operazioni nell'esclusivo miglior interesse del cliente (e sia quindi lecitamente applicabile), si deve fare riferimento alle condizioni suddette; il miglioramento è visibile se, richiamando il Considerando 39 della D2²², all'esecuzione dell'ordine del cliente si accompagnano altri obblighi dell'intermediario, come ad esempio l'attività di consulenza ovvero l'ampliamento della gamma dei prodotti (rapporti che chiaramente

²² Direttiva 2006/73/CE della Commissione, Considerando 39: *ai fini delle disposizioni della presente direttiva riguardanti gli incentivi, la ricezione da parte dell'impresa di investimento di una commissione in relazione ad una consulenza in materia di investimenti o a raccomandazioni generali, in circostanze in cui la consulenza o le raccomandazioni non siano distorte a seguito della ricezione della commissione, deve essere considerata come volta a rafforzare la qualità della consulenza in materia di investimenti data al cliente.*

devono essere formalizzati, così come deve essere data preventiva informazione della commissione).

Un'ipotesi dove non è invece possibile ravvisare un miglioramento della qualità del servizio, e quindi dove non è possibile l'erogazione di incentivi, è quella in cui la retrocessione avviene nei confronti di un intermediario che svolge il servizio di gestione individuale di portafogli, da parte di una società emittente o gestore SGR; in questo caso, infatti, il servizio di assistenza fornito dall'intermediario nel corso del rapporto non può essere considerato un miglioramento poiché esso è parte integrante del servizio offerto dall'intermediario.

2.4 Identificazione dei conflitti nell'intermediazione mobiliare

Anche ASSOSIM, l'Associazione Italiana degli Intermediari Mobiliari che rappresenta la maggior parte di questi operatori nel mercato italiano, ha predisposto per i suoi associati una Guida pratica sui conflitti di interesse.

Nelle intenzioni di suddetta guida devono essere monitorati i rapporti che vedono coinvolti, oltre che l'intermediario stesso, anche i soggetti rilevanti nella società, nonché tutti coloro che hanno un controllo diretto o indiretto con i soggetti appena elencati e, per finire, gli *altri clienti*, comprendendo con questa espressione tutti quei soggetti che l'intermediario ritiene corretto monitorare.

Data la vastità della materia dove l'intermediario si troverebbe a svolgere le proprie ricerche, la Guida richiama alcuni "filtri", ossia dei criteri di individuazione, i quali possono soccorrere gli intermediari nel discernimento. Sebbene questi filtri vengano trattati in questo paragrafo inerente alle SIM, sono utilizzati anche nella fase di individuazione di tutti gli altri intermediari finanziari.

Innanzitutto, richiamando l'art. 4 del Regolamento congiunto, il principio di proporzionalità sottolinea che, a seconda della complessità e sofisticatezza dell'attività dell'intermediario, i rischi di danno alla clientela da monitorare aumentano e, al crescere delle dimensioni e delle capacità finanziarie dello stesso, devono aumentare l'impegno e le risorse che l'intermediario dedica.

Specificazione del "filtro" appena descritto è il richiamo all'art. 23 Regolamento congiunto, allorché si richiede l'utilizzo di misure ragionevoli e di una politica adeguata in relazione a natura, dimensioni e complessità dell'attività svolta.

Ad ultimo, il "filtro" della pericolosità del conflitto restringe l'ambito di ricerca in quanto porta a domandarsi, di fronte ad un situazione critica, se *«il conflitto, di cui si dovesse andare alla ricerca, sarebbe o meno di un genere tale da compromettere seriamente gli interessi dei clienti»*²³.

Ma quali sono più nel dettaglio le attività che la guida consiglia di porre sotto lente di ingrandimento?

2.4.1 Gestione dei portafogli

Una delle attività più critiche è ritenuta la gestione dei portafogli, poiché l'intermediario gode di una sostanziale autonomia nelle scelte di investimento per conto del cliente (pur rimanendo all'interno delle linee guida da quest'ultimo fornite); il rischio è che, attraverso acquisti e sottoscrizioni di determinati strumenti, il servizio risulti funzionale agli interessi della società o di terzi anziché a quelli del cliente.

La guida propone degli esempi di investimenti che possono essere scelti dall'intermediario mettendo in secondo piano l'interesse del cliente:

²³ ASSOSIM, Guida, p. 5.

- i. *«strumenti finanziari collocati dallo stesso intermediario o da società del suo gruppo (Società Affiliate) - lucrando o permettendo alle Società Affiliate di lucrare le relative commissioni di collocamento;*
- ii. *strumenti finanziari emessi dallo stesso intermediario o da Società Affiliate, che hanno evidentemente interesse a collocarli;*
- iii. *strumenti finanziari che l'intermediario o Società Affiliate negoziano per conto proprio (potendo così lucrare la differenza tra prezzo di acquisto pagato per acquistare lo strumento al momento dell'inserimento nel portafoglio di proprietà e prezzo applicato per la vendita a favore del portafoglio del cliente gestito);*
- iv. *strumenti finanziari emessi da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate hanno concesso prestiti (in questo caso il vantaggio per l'intermediario o la Società Affiliata potrebbe essere costituito dall'approvvigionamento di mezzi finanziari garantito al soggetto affidato, con una conseguente maggiore probabilità di restituzione del prestito accordato) o forniscono servizi di consulenza alle imprese (con il vantaggio di rendere eventualmente possibili le operazioni societarie consigliate dall'intermediario in veste di consulente d'impresa);*
- v. *quote di fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate - che lucrerebbero le relative commissioni di sottoscrizione delle quote.»*

2.4.2 Consulenza

Un altro servizio dove l'intermediario può entrare in conflitto di interessi è la consulenza ai singoli soggetti, nel quale si incontrano, a detta della guida, problematiche analoghe a quelle che rilevano nella gestione dei portafogli, posto che attraverso la consulenza l'intermediario non effettua direttamente gli investimenti, ma si limita a fornire suggerimenti di acquisto o vendita; l'intermediario potrebbe consigliare strumenti finanziari da lui collocati o negoziati per conto proprio da lui o da società affiliate, emessi da società con cui lui o le società affiliate intrattengono

rapporti di finanziamento o di consulenza nonché fondi gestiti dalle società affiliate.

Stesso ragionamento deve essere svolto per la consulenza alle imprese, in luogo del quale tuttavia la guida si sofferma ad elencare alcune situazioni tipiche:

- a. *«l'intermediario o le Società Affiliate hanno una posizione nel portafoglio di proprietà su titoli emessi da una società target la cui eventuale acquisizione è oggetto della consulenza d'impresa prestata a un determinato cliente, ovvero i titoli della società sono inseriti nei portafogli gestiti dall'intermediario o da Società Affiliate ovvero in fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate;*
- b. *l'intermediario colloca i titoli della società target, ovvero presta un servizio di consulenza alle imprese ad altro cliente, del pari interessato all'acquisizione della società target, ovvero ha concesso un prestito a questa;*
- c. *l'intermediario presta una consulenza d'impresa al Cliente in relazione a eventuali scissioni o spin-off di rami d'azienda, e nel contempo presta consulenza d'impresa ad altro cliente, potenzialmente interessato all'acquisto della società risultante dalla scissione o del ramo d'azienda dismesso;*
- d. *l'intermediario presta una consulenza d'impresa al Cliente, in relazione a un eventuale aumento di capitale, ed è nel contempo incaricato del collocamento delle azioni eventualmente emesse, oppure presta consulenza d'impresa ad altro cliente, interessato a entrare a far parte della compagine azionaria del Cliente.»²⁴*

2.4.3 Ricerca

Per una corretta comprensione di questo servizio è indispensabile precisare la differenza tra l'attività di consulenza in materia di investimenti e le raccomandazioni frutto degli studi e delle ricerche. Il Regolamento Emittenti all'art. 65 comma 2, in conformità con la Direttiva

²⁴ ASSOSIM, *op. cit.*, p. 8 ss.

2003/125/CE, definisce le raccomandazioni come «ricerche o altre informazioni, destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, intese a raccomandare o a proporre, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento²⁵ in merito ad uno o più strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 2, lettera a), del Testo unico o a emittenti finanziari, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti»²⁶; queste informazioni, dunque, si distinguono dal servizio di consulenza perché sono divulgate tra il pubblico e non sono perciò personalizzate in funzione di determinate peculiarità del cliente; infatti, le raccomandazioni personalizzate, in altre parole la consulenza, vengono disciplinate separatamente in quanto non coinvolgenti l'ampia platea.

La ricerca in materia di investimenti è un servizio accessorio dove possono insidiarsi interessi conflittuali in quanto il giudizio emanato attraverso lo studio, a seconda della positività o negatività che lo contraddistingue, influenza le scelte di investimento della clientela a cui è divulgato e quindi spinge gli analisti che lo emettono a compiere valutazioni circa il come e il cosa rendere noto della ricerca svolta, privando così l'attività del suo requisito di imparzialità. Esempi eclatanti dell'uso improprio di questa attività da parte degli analisti sono stati gli scandali finanziari dell'ultimo decennio tra cui spiccano i *default* di Enron e World Com, nonché i *crack* di Parmalat e Cirio; in queste situazioni il contributo degli analisti fu rilevante poiché emisero giudizi positivi ovvero sostennero i titoli delle società anche quando esse erano già *decotte*,

²⁵ Alla lettera b) del medesimo articolo si precisa quali siano le ricerche e le altre informazioni intese a raccomandare o a proporre una strategia di investimento: *le informazioni elaborate da un analista finanziario indipendente, da un'impresa di investimento, da un ente creditizio, da soggetti la cui principale attività consiste nell'elaborazione di raccomandazioni ovvero da loro dipendenti o collaboratori, con cui, direttamente o indirettamente, viene formulata una particolare raccomandazione di investimento in merito ad uno strumento finanziario o ad un emittente strumenti finanziari; informazioni elaborate da soggetti diversi dai soggetti di cui al precedente alinea intese a raccomandare direttamente una particolare decisione di investimento in uno strumento finanziario.*

²⁶ Art. 65, comma 2, lett. a), Regolamento Emittenti.

celando informazioni che potevano essere rilevanti ovvero non comunicando al pubblico i conflitti di interessi dei quali erano portatori.

Per la ricerca, consapevole dei rischi che questa attività comporta, il legislatore ancor prima dei regolamenti si è premurato di fornire norme supplementari, che implementano quelle già vevoli per gli altri servizi. La caratteristica di queste disposizioni sta nel fatto che esse non prescrivono dei semplici criteri generali a cui gli intermediari devono fare riferimento per regolamentare la loro politica di gestione, bensì constano di puntuali divieti che devono essere imposti all'intermediario per neutralizzare le situazioni potenziali di conflitto di interessi.

L'implementazione della norma si è avuta soprattutto in considerazione dei seguenti aspetti:

- l'attività in questione svolta in conflitto di interessi, quindi svolta in modo non indipendente, riesce facilmente nel suo intento influenzando, con un giudizio positivo o negativo, il corso dei titoli oggetto della ricerca (e di conseguenza l'emittente) e quindi danneggiando i clienti-destinatari della suddetta;
- gli analisti entrano in possesso di informazioni privilegiate riguardo l'emittente, di cui spesso il mercato non dispone²⁷;

²⁷ L'informazione privilegiata è il "bene" tutelato dalla disciplina dell'*insider trading* scaturita dalla Direttiva 2003/6/CE. L'art. 181 TUF ne fornisce una definizione: «un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.» La precisione dell'informazione consegue alla necessità che il fatto, da cui scaturisce l'informazione, non per forza si sia effettivamente compiuto, ma sussistano ragionevoli possibilità perché esso si realizzi (è implicita la considerazione che tale ragionevolezza sarà relativa ai principi di diligenza dei soggetti). Il terzo comma del medesimo articolo indica la soglia minima al di sotto della quale non è possibile parlare di informazione privilegiata, ossia la potenzialità dell'informazione di trarre considerazioni circa gli impatti di un evento sui prezzi di uno strumento finanziario. Infine, il concetto di influenza dell'informazione sui prezzi non comprende solo l'impatto quantitativo della stessa, quanto piuttosto la sua capacità di influenzare il processo di investimento di un investitore ragionevole.

- il rischio di un danno (sia in termini reputazionali che sull'andamento della quotazione) a seguito di un risultato negativo della ricerca spinge facilmente l'emittente a cercare di influenzarlo.

L'intermediario, o i soggetti collegati al suo gruppo, per trovarsi in situazione di conflitto, devono svolgere o essere intenzionati a svolgere un ruolo attivo in occasione di particolari operazioni compiute dell'emittente, in qualità ad esempio di *sponsor, global coordinator, lead manager, advisor*, ovvero devono operare/avere posizioni (anche in qualità di *specialist*) sui titoli oggetto della ricerca²⁸. Queste alcune situazioni indicate nella Guida che potrebbero essere condizionanti:

- «l'intermediario o società affiliate hanno una posizione nel portafoglio di proprietà su titoli dell'emittente, ovvero i titoli dell'emittente sono inseriti nei portafogli gestiti dall'intermediario o da società affiliate ovvero in fondi comuni di investimento gestiti da società affiliate;*
- l'intermediario colloca i titoli dell'emittente;*
- l'intermediario presta un servizio di consulenza alle imprese all'emittente, ad es. in relazione a un aumento di capitale, o altre operazioni, che beneficerebbero di un rialzo dei corsi dei Titoli dell'Emittente;*
- l'intermediario, o sue società affiliate, hanno erogato un prestito all'emittente».*

2.4.4 Negoziazione

Il conflitto di interessi che si può evidenziare nella negoziazione per conto proprio risulta dalla possibilità di lucrare (specialmente nel caso di asimmetrie informative) sullo *spread* tra il prezzo di acquisto dello strumento e il prezzo della vendita.

Infatti, il lucro si verifica tipicamente quando il negoziatore è in possesso di informazioni preziose che ha acquisito attraverso attività di

²⁸ ONADO M., SABATINI G., *I conflitti di interesse negli intermediari finanziari*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti d'interesse*, op. cit., p. 67 ss.

consulenza o ricerca che gli permettono di vendere gli strumenti ad un prezzo più alto rispetto all'effettivo valore. (si pensi al classico caso in cui l'intermediario detenga obbligazioni il cui prezzo sa si abbasserà molto presto; egli potrebbe essere portato a disfarsi delle medesime offrendole al cliente al livello di mercato del momento).

2.5 Identificazione dei conflitti nelle banche

Il maggior interlocutore per i servizi e le attività di investimento nel contesto finanziario italiano è certamente la banca, e ciò a causa dei rapporti consolidati che la clientela (in particolar modo quella *retail*) ha instaurato nel tempo con questo intermediario piuttosto che con gli altri, viste le mutazioni del mercato finanziario che hanno portato ad una progressiva diminuzione del numero delle SIM, in seguito alle trasformazione di queste società in banche ed infine a causa del limitato numero di servizi di investimento che le SGR svolgono in confronto alle banche. È quindi più ampia la dottrina in materia rispetto a quella degli altri intermediari, così come è maggiore il numero di esposti degli investitori legati alle operazioni degli istituti bancari pervenuto dalla CONSOB.

Ma il maggior coinvolgimento nella disciplina dei conflitti di interessi si ha, nel concreto, perché questi istituti svolgono numerose di attività che, *«se da una parte comportano un evidente beneficio in termini di informazione e conoscenza del cliente, dall'altro possono generare situazioni in cui l'interesse della banca stessa può rivelarsi opposto a quello del cliente.»*²⁹

Avvalendosi dei documenti di *policy* sui conflitti di interesse e dei registri dei conflitti delle banche italiane, si possono identificare le

²⁹ PAMPURINI F., *Gli esposti della clientela e l'intervento sanzionatorio delle autorità*, in ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), *op. cit.*, p. 125
PAMPURINI F., *Gli esposti della clientela e l'intervento sanzionatorio delle autorità*, in ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), *op. cit.*, p. 136.

tipologie di conflitti che viziano l'attività bancaria e che dunque sacrificano l'interesse dell'investitore rispetto a quello della banca.

I soggetti che si considerano rilevanti per l'identificazione dei conflitti di interessi all'interno dell'attività bancaria sono:

- *«i componenti del Consiglio di Amministrazione;*
- *i componenti del Collegio Sindacale;*
- *i componenti della Direzione Generale;*
- *i dipendenti che sono nominativamente autorizzati dal Consiglio di Amministrazione alla prestazione delle attività e servizi di investimento ed accessori.*

Uno dei modi in cui la banca potrebbe essere in grado di individuare i conflitti che al suo interno si generano è avere congiuntamente riguardo per i seguenti parametri:

- *tipologia di investimento prestato;*
- *tipologia di strumento finanziario oggetto del servizio;*
- *unità organizzativa cui è attribuito il compito di erogare il servizio di investimento oggetto di analisi, secondo quanto previsto dalla documentazione aziendale;*
- *modalità operative di erogazione del servizio di investimento;*
- *Regolamento della struttura organizzativo - funzionale.»³⁰*

Nel perimetro di analisi dei conflitti che si possono generare all'interno delle operazioni di questo intermediario sicuramente rientrano:

- *«Ricezione e trasmissione di ordini;*
- *Negoziazione per conto proprio ed esecuzione per conto dei clienti;*
- *Gestione individuale di portafogli;*
- *Collocamento con o senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;*
- *Servizio di consulenza in materia di investimenti;*

³⁰ Banca di Ancona Credito Cooperativo, *Politica di gestione dei conflitti di interesse, versione 1.0*, p. 12.

- *Custodia e amministrazione di strumenti finanziari.*

Approfondendo poi quelli che sono i criteri minimi dettati dalla legge, è possibile supporre che gli interessi di diversa natura che sorgono durante la prestazione dei suddetti servizi di investimento siano di questo ordine:

- *Interesse a sviluppare affari o rapporti commerciali;*
- *Interesse a variare la proprio posizione creditizia;*
- *Interesse ad acquisire informazioni confidenziali.»³¹*

2.5.1 Ricezione e trasmissione

Entrando nel dettaglio dell'operatività, può essere occasione di conflitto la ricezione e trasmissione di ordini nel momento in cui, ad esempio, il servizio è prestato telefonicamente o allo sportello e la banca, non trasmettendo tempestivamente gli ordini nel rispetto della priorità di ricezione, privilegia un cliente a discapito di un altro. Le tipologie di interesse che portano l'intermediario a questo comportamento possono essere l'esistenza di un incentivo a privilegiare l'interesse di un determinato cliente, ovvero semplicemente il possesso di un interesse distinto da quello del cliente medesimo.

Sempre nell'ambito dell'attività di trasmissione, al fine di evitare un perdita finanziaria ovvero realizzare un guadagno a discapito del cliente, la banca potrebbe eseguire l'ordine di un cliente in contropartita con il portafoglio di proprietà (svolgendo dunque congiuntamente un'attività di negoziazione per conto proprio), anziché trasmettere l'ordine ad un *broker* terzo.

Qualora poi la stessa struttura organizzativa che fornisce il servizio eroghi consulenza in materia di investimenti, è possibile il verificarsi di un conflitto nel caso in cui la banca cerchi di evitare una perdita o

³¹ Banca di Ancona Credito Cooperativo, *Politica di gestione dei conflitti di interesse, versione 1.0*, p. 12.

realizzare un guadagno a discapito del cliente, ovvero porti un interesse distinto da quello della clientela nel risultato del servizio.

2.5.2 Negoziazione per conto proprio

Il conflitto può verificarsi anche nell'attività di negoziazione per conto proprio nel momento in cui l'intermediario ha la possibilità di determinare il prezzo degli strumenti in modo da favorire gli interessi di determinati clienti, ovvero quando esso è contemporaneamente emittente degli strumenti negoziati. Più in generale, l'attività di distribuzione dei prodotti finanziari è foriera di conflitti e, al fine di lucrare margini commissionali più alti, l'intermediario potrebbe scegliere la negoziazione piuttosto che il collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

Sebbene ci sia una parte della dottrina che reputa il conflitto di interessi *in re ipsa* all'attività di negoziazione per conto proprio stante il fatto che, «*ex art 1 co. 5-bis, l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari si svolge in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti*»³² (in altre parole, il semplice fatto che la banca si ponga come controparte diretta del cliente per cui opera, dovrebbe porre l'intermediario nel conflitto di interessi perché non si vede come esso potrebbe perseguire gli interessi del cliente a discapito dei propri), l'orientamento maggioritario afferma che il conflitto emerge solo nel caso in cui si dimostri che l'ordine impartito dal cliente è stato influenzato dal suggerimento dell'intermediario al fine di soddisfare interessi diversi da quelli del cliente.

In linea generale, le informative sulla politica di gestione dei conflitti affermano che gli oggetti la cui negoziazione tipicamente crea conflitto sono gli strumenti e i prodotti finanziari emessi dalla banca (come i

³² ACCETTELLA F., *Il conflitto di interessi derivante da rapporti di gruppo nella prestazione dei servizi di investimento*, commento alla sentenza del Tribunale di Milano, 7 luglio 2010 *Banca borsa titoli di credito*, 65(1), pp. 106-117.

prestiti), quelli emessi da soggetti con i quali intercorrono rapporti, alcune tipologie di titoli obbligazionari (titoli non quotati o illiquidi esclusi titoli di propria emissione)³³, a dimostrazione del fatto che non è l'attività in se a generare conflitti, ma la negoziazione di determinati prodotti.

A supporto di questa teoria interviene anche la giurisprudenza, come si può evincere dalla sentenza del Tribunale di Piacenza, 30 novembre 2010; in essa si afferma che, *«con riferimento alla vendita in contropartita diretta, questa non basta di per sé sola a dar luogo ad un conflitto di interessi, dovendosi altresì verificare altre circostanze, quali, ad esempio, il fatto che la banca avesse nel proprio portafogli un rilevante numero di titoli di quel tipo avendone acquistati in sovrabbondanza al momento della sottoscrizione, che facesse parte del consorzio di collocamento delle obbligazioni, che avesse finanziato (direttamente o per il tramite di una società del gruppo) la società emittente, tutte situazioni nelle quali l'intermediario potrebbe avere un concreto interesse a trasferire sul cliente il rischio di insolvenza dell'emittente.»*³⁴

A questa affermazione possono eventualmente seguire delle precisazioni, come dimostra la sentenza dell'appello di Torino, 31 marzo 2009: in essa infatti si afferma che *«non integra di per sé una situazione di conflitto di interessi il fatto che l'intermediario che vende al cliente determinate obbligazioni sia esposto verso una società del gruppo cui appartiene quella che ha emesso i titoli negoziati, specialmente nel caso in cui l'esposizione derivi da transazioni di carattere commerciale e non finanziario»*³⁵, poiché perché si verifichi il conflitto deve sussistere contemporaneamente l'interesse dell'intermediario che contrasti con quello del cliente.

Su questa impostazione, il Tribunale Palermo con la sentenza del 25 febbraio 2009 ritiene che la richiesta di annullamento per conflitto di interessi del contratto di acquisto di azioni di una società collegata alla Parmalat spa, la quale era fortemente indebitata nei confronti della banca

³³ Banca di Ancona Credito Cooperativo, *op. cit.*, p. 16.

³⁴ BENASSI F., Trib. Piacenza 30 novembre 2010.

³⁵ App. Torino 31 marzo 2009.

convenuta, che si trovavano nella disponibilità della banca (inoltre omettendo le adeguate comunicazioni al cliente), sia infondata.

Innanzitutto il Tribunale sostiene che *«l'esistenza di una esposizione creditoria della banca nei confronti dello stesso emittente non determina di per sé la sussistenza del conflitto nei confronti dello stesso emittente, [aggiungendo, a riprova dell'irrelevanza del rapporto tra intermediario e società controllata dalla emittente, che] deve escludersi anche la astratta possibilità di un conflitto di interesse nel caso, come il presente, in cui la convenuta non era direttamente creditrice, in particolare, della società emittente il prestito obbligazionario di cui è causa.[...] In ogni caso, poi, la situazione di conflitti di interessi rilevante agli effetti della contestazione di violazioni comportamentali è solo quella attuale, ossia una situazione in cui l'intermediario non solo potenzialmente, ma anche effettivamente, realizzi un suo interesse in conflitto con il cliente, cosa che nel caso di specie, non è stato provato sia avvenuto; non è provato, cioè, che il titolo venduto era già detenuto dalla banca, che anzi ha documentato di averlo acquistato solo per trasferirlo al cliente»³⁶.*

Per la verità, non è ravvisabile una situazione di conflitto di interessi in senso tecnico nell'ipotesi di negoziazione per conto proprio da parte dell'operatore nel caso in cui il titolo mobiliare sia acquistato per la successiva rivendita al fine di ricavarne uno *spread* oltre il compenso provvigionale³⁷; invero la Suprema Corte ha da tempo affermato che *«il conflitto di interessi che se conosciuto o conoscibile dal terzo rende annullabile il contratto concluso dal rappresentante su domanda del rappresentato, ricorre quando il rappresentante, anziché tendere alla tutela degli interessi del rappresentato, persegua interessi suoi propri o altrui, incompatibili con quelli del rappresentato di guisa che all'utilità conseguita o conseguibile dal rappresentante,*

³⁶ La sentenza in questione suscita tuttavia dubbi sotto più punti di vista, a partire dal fatto che reputa rilevante il conflitto di interessi effettivo e non solo quello potenziale; sebbene ciò possa sembrare ragionevole, non è tuttavia supportato da alcun principio normativo, dal momento che non solo nella normativa post - MiFID, ma anche in quella precedente, la potenzialità del conflitto o del danno arrecato è pilastro della disciplina.

³⁷ Trib. Ravenna, 18 ottobre 2011.

per se medesimo o per il terzo, segua o possa seguire un danno per il rappresentato. Non costituiscono, pertanto, cause di annullamento del contratto per conflitto di interessi, né la mera convergenza di interessi tra rappresentante e rappresentato, in nome del quale il primo agisca nell'ambito dei poteri conferitigli, né l'uso malaccorto o non proficuo che il rappresentante faccia di tali poteri, concludendo negozi di nulla o scarsa utilità per il rappresentato.»³⁸

Di più recente e sempre maggior peso nelle dinamiche economiche delle banche è la contrattazione in derivati *over the counter*. Gli elementi che rendono questa negoziazione rischiosa discendono «dal sommarsi in capo al medesimo soggetto delle qualità di offerente e consulente, dalla centralità, in relazione al futuro andamento del rapporto, della disciplina stipulata tra le parti; dal fatto che si tratta di prodotti di secondo livello strutturabili in funzione delle specifiche esigenze delle controparti quanto a scadenza, tipologia del sottostante, liquidazione di profitti e perdite, ecc.; dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale portatore di un proprio interesse economico, a costruire o proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato o rinegoziato in termini geneticamente o successivamente alterati in sfavore della controparte. In tema di derivati *over the counter*, il conflitto di interessi tra intermediario e cliente può derivare anche dal fatto che il primo può avere in essere operazioni di segno uguale o contrario con altri soggetti e dalla necessità di piazzare prodotti sul mercato anche solo per esigenze di riposizionamento o di propria copertura.»³⁹

La banca, in ultimo, può svolgere congiuntamente l'attività di negoziazione per conto proprio e l'attività di consulenza; in tal caso, il conflitto si annida nella possibilità di diminuire l'esposizione al rischio dell'intermediario (assunta attraverso l'attività di negoziazione) influenzando i clienti mediante raccomandazioni.

³⁸ Cass. 3 luglio 2000, n.8879, in *Mass. Giur. It.*, 2000.

³⁹ BENASSI F., Trib. Milano 19 aprile 2011.

2.5.3 Gestione di portafogli

Un'altra ipotesi di conflitto che si genera è quella in cui l'intermediario svolge per se stesso un'attività analoga a quella che svolge per il cliente: è questo il caso della prestazione di servizio di gestione di portafogli e lo svolgimento contestuale di un'attività di *proprietary trading* (per la quale si intende il *trading* che la banca svolge per sé e non per conto della clientela) avente ad oggetto la stessa tipologia di strumenti finanziari. Le scelte di investimento dell'intermediario per conto della clientela, in questo frangente, potrebbero essere influenzate dall'interesse connesso alla posizione di rischio assunta nell'attività di *proprietary trading*⁴⁰.

L'interferenza si può verificare anche quando l'intermediario che svolge l'attività di gestione offre contestualmente consulenza, poiché tramite quella può indurre, al fine di mantenere le relazioni con l'emittente, a favorire il collocamento nei portafogli dei clienti. Inoltre, la commistione tra collocamento di propri prodotti, gestione dei portafogli e consulenza (anche a livello informale) può accrescersi quando sono previsti incentivi per favorire tali attività.

2.5.4 Collocamento

Altra problematica che caratterizza le banche universali e i gruppi bancari è l'innata presenza di conflitto di interessi nell'attività di collocamento di titoli, sia esso con o senza assunzione a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente. Nell'ipotesi di collocamento senza assunzione a fermo ovvero assunzione di garanzia, l'intermediario non si fa carico dell'esito dell'operazione e assume l'obbligo di «ricercare presso il pubblico i soggetti interessati alla sottoscrizione o all'acquisto degli strumenti finanziari da collocare: il rischio di insuccesso nel

⁴⁰ BER BANCA, *Policy sui conflitti d'interesse*, p. 4.

*collocamento grava solo sull'emittente»^{41,42}: esso quindi si troverà in una posizione di terzietà rispetto all'emittente e all'investitore⁴³ e di conseguenza di maggior imparzialità, benché anche per questo tipo di operazioni possano sorgere conflitti di interessi legati alle commissioni di collocamento, per i quali si richiamano le considerazioni fatte nel paragrafo precedente in materia di *inducements*.*

L'attività di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione a garanzia nei confronti dell'emittente può spingere l'intermediario ad avere interessi distinti da quelli del cliente nel momento in cui gli strumenti collocati siano di propria emissione o qualora egli abbia interesse a collocare gli strumenti poiché emessi da un soggetto con cui si è instaurato un rapporto di credito (sia esso in misura rilevante, ovvero quando la linea di credito concessa al "gruppo economico" di tale soggetto e il patrimonio di vigilanza della banca stessa superi la soglia del 3%); in merito a ciò, la sentenza del Tribunale di Massa 26 settembre 2008 asserisce che versa in conflitto di interessi «*l'intermediario che faccia parte di un gruppo bancario che sia creditore nei confronti dell'emittente delle obbligazioni collocate e che, mediante il collocamento, ottenga l'effetto di spostare sui propri clienti l'esposizione debitoria dell'emittente medesimo (fattispecie in tema di obbligazioni Cirio)*»⁴⁴.

«*Nel caso in cui, invece, l'intermediario sottoscriva o acquisti egli stesso preventivamente i titoli, o comunque presti una garanzia per la riuscita*

⁴¹ Consob, *I singoli servizi di investimenti*, in www.consob.it.

⁴² Sebbene la Consob intenda questo servizio come una delle possibili modalità di svolgimento dell'attività di collocamento, è unanimemente riconosciuto come questo comporti un maggior coinvolgimento nell'attività di distribuzione al punto che, a titolo esemplificativo, il Regolamento della Banca d'Italia 4 agosto 2000 richiede per le SIM un capitale minimo maggiore (385.000 euro) nel caso in cui esse intendano prestare (anche congiuntamente) il servizio di collocamento di strumenti finanziari con assunzione a fermo o garanzia, il servizio di gestione di portafogli e quello di ricezione di trasmissione di ordini, rispetto a quello richiesto per le SIM che intendono prestare esclusivamente il servizio di consulenza.

⁴³ ENRIQUES L., *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. Soc.*, 1998, p. 1033.

⁴⁴ BENASSI F., Tribunale di Massa 26 settembre 2008.

dell'operazione, assume su di sé il rischio del buon esito dell'operazione. Se dovessero rimanere dei titoli invenduti l'intermediario collocatore ne resterebbe proprietario, se li aveva preventivamente acquistati, ovvero sarebbe obbligato ad acquistarli lui stesso qualora [avesse] assunto una garanzia in questo senso.»⁴⁵ Da ciò è evidente come l'intermediario avrà tutti gli interessi a vendere il maggior numero di titoli di cui è possessore, per evitare di dover assumere sui propri libri una grande quota.

Infatti, nella prestazione dell'attività di collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo l'intermediario si pone sin dall'inizio del rapporto come controparte del cliente, perseguendo un interesse «diverso e autonomo rispetto a quello dello stesso»⁴⁶ e affiancando le problematiche di questa attività a quelle della negoziazione per conto proprio⁴⁷. Qualora questa operazione abbia esito negativo (ossia non siano collocati tutti gli strumenti finanziari presso il pubblico), l'intermediario non solo si troverà penalizzato sotto il profilo delle commissioni pervenute, ma sarà oltretutto obbligato a detenere i titoli invenduti; nel tentativo dunque di minimizzare il rischio associato all'acquisizione, esso potrebbe avere interesse ad allocare gli strumenti presso i portafogli da lui gestiti, prescindendo dagli interessi del risparmiatore.

Più in generale la banca potrebbe ottenere il rimborso del finanziamento erogato mediante i proventi del collocamento. Oggetti in

⁴⁵ Consob, *I singoli servizi di investimenti*, in www.consob.it.

⁴⁶ SARTORI F., *Il servizio di collocamento*, in *Rivista di diritto bancario*, sintesi di un paragrafo della monografia SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004.

⁴⁷ Benché, come precisa SARTORI F., *Il servizio di collocamento*, *op. cit.*, richiamando ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Giapichelli, «il servizio di collocamento esercitato con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo si differenzia, sia pur non sempre in modo cristallino, dal servizio di negoziazione. Sul punto, come osservato in dottrina, il collocamento può avere ad oggetto non solo la vendita ma anche la sottoscrizione di strumenti finanziari di nuova emissione; esso si svolge tipicamente sul mercato primario, mentre la negoziazione sul mercato secondario; inoltre, le operazioni di collocamento si traducono esclusivamente in un'offerta all'investitore di acquistare o sottoscrivere strumenti finanziari e mai in un'offerta di vendita; infine, diversamente dalla negoziazione, nell'ambito del collocamento le "offerte" vengono rivolte ad un pubblico indifferenziato ed a condizioni uniformi e standardizzate.»

questo caso della collocazione/distribuzione possono essere gli strumenti e i prodotti finanziari emessi dalla banca (prestiti obbligazionari propri o certificati di deposito), i prodotti e gli strumenti finanziari, comprese le quote di OICR, i servizi di investimento e i prodotti finanziari a contenuto assicurativo (polizze di ramo III e V) per i quali la banca percepisce utilità da un soggetto diverso dal cliente nonché, come sopra detto, gli strumenti finanziari emessi da soggetti con i quali la banca ha rapporti di fornitura, le partecipazioni o altri d'affari.⁴⁸ Un'aggravante alla situazione (sia essa con o senza assunzione a fermo) è il caso in cui gli strumenti siano collocati da un *pool* consorziato di intermediari che partecipi al contempo alla fase di negoziazione degli stessi; questa fattispecie «*integra appieno un interesse all'esecuzione dell'operazione di investimento che va al di là di quello che sarebbe altrimenti individuabile in qualsiasi altro intermediario autorizzato non vincolato a quei rapporti infragruppo*»⁴⁹. A prescindere dall'esecuzione dell'operazione secondo le modalità correnti (in termini di prezzo di mercato dei titoli e di misura della provvigione percepita), il conflitto può sussistere solo per il fatto che l'intermediario potrebbe avere un interesse «*a far confluire nei portafogli dei clienti gli stessi titoli collocati dal proprio gruppo e da questo ancora detenuti.*»⁵⁰

Rilevano poi, nell'attività di collocamento (con o senza assunzione a fermo), quelle operazioni che hanno ad oggetto prodotti di investimento-finanziamento i quali non vengono negoziati su mercati regolamentati e il cui prezzo non è oggetto di contrattazione per il cliente ma è definito dalla banca⁵¹; l'interesse degli intermediari può essere quello di raggiungere un alto livello di emissione, sempre per lucrare sul differenziale di prezzo.

⁴⁸ Banca di Ancona Credito Cooperativo, *op. cit.*, p. 16.

⁴⁹ App. Torino 04 aprile 2011.

⁵⁰ App. Torino 04 aprile 2011.

⁵¹ Un caso specifico è quello delle operazioni effettuate nella fase di *grey market* su richiesta dei clienti, che nelle parole della CONSOB è «*la fase di mercato che si realizza dalla data di lancio di un'emissione sui principali circuiti telematici (Bloomberg, Reuter, ecc.) a quella di primo regolamento (cosiddetta closing) nella quale avviene la consegna dei titoli da parte dell'emittente contro il pagamento del prezzo di emissione da parte dei partecipanti al relativo*

Analogo discorso può essere fatto per gli strumenti emessi da un soggetto con il quale intercorrono rapporti di fornitura o partecipazioni, con il quale la banca abbia interesse a sviluppare affari o per il quale si effettui il servizio di consulenza ed assistenza all'emissione e al collocamento. E come per le altre attività di distribuzione, qualora al collocamento di questi strumenti sia legata la percezione di un incentivo (sia esso sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni previste normalmente), l'intermediario potrebbe nutrire interessi dannosi (o comunque non in linea con i principi della *best execution*) per il cliente.

Infine, qualora la medesima struttura organizzativa svolga l'attività di collocamento senza assunzione a fermo né garanzia ed eroghi il servizio di consulenza in materia di investimenti, potrebbe accadere che a seguito della valutazione delle istanze della clientela e delle opportunità offerte dal mercato, l'interesse della banca sia dominante rispetto a quello del cliente. Difficilmente, si capisce, l'attività di consulenza in materia di investimenti genera di per sé il conflitto di interessi, a meno che essa non venga abbinata ad altri servizi ovvero abbia ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione e/o emesse da società con la quale la banca ha rapporti quali la fornitura, la partecipazione o altri rapporti di affari.

2.6 Discriminazione

Non ultimo (e comune a tutti gli intermediari) è il fenomeno della discriminazione tra diverse tipologie di clienti, comportamento tristemente noto nella cronaca degli ultimi anni, si pensi alle polemiche americane sulle operazioni di *late trading* (ossia quelle effettuate dopo la chiusura dei mercati) che hanno permesso ad un numero privilegiato di clienti di ottenere la valorizzazione del proprio ordine al *net asset value* di quel giorno e quindi di sfruttare le informazioni pervenute nel frattempo,

consorzio di collocamento» (Comunicazione n. DME/9085378 del 1 ottobre 2009).

ovvero di *market timing*, ossia la possibilità, non vietata ma illecita se viola le norme di regolamento, di trarre beneficio dalle differenze di prezzo dei titoli quotati in mercati chiusi per effetto del fuso orario a favore di un numero limitato di clienti, così come si pensi agli accordi tra *brokers* e fondi comuni nei quali i *brokers* assicuravano determinati volumi di operazioni in cambio di adeguati *redevance*.⁵²

2.7 I consulenti e i promotori finanziari

I consulenti e i promotori finanziari affiancano gli intermediari alla stregua di operatori del comparto mobiliare, ma il loro comportamento non è regolato unicamente dal TUF⁵³.

Il promotore finanziario, secondo l'art. 31, 2° comma TUF è colui che «*in qualità di agente collegato ai sensi della direttiva 2004/39/CE, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente agente o mandatario.*» Tale soggetto può versare in situazioni di conflitto nel momento in cui svolge determinate attività societarie, ovvero quando opera per una molteplicità di intermediari.

Il consulente finanziario, invece, come decretato dall'art. 18-bis TUF, presta consulenza in «*materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.*». Nell'ordinamento italiano questo tipo di servizio (il quale, ricordiamo, può essere definito "a valore aggiunto", in contrapposizione con i servizi cd. "esecutivi" quali il collocamento, la negoziazione in conto proprio, l'esecuzione di ordini, la ricezione e trasmissione di ordini) può essere svolto in forma individuale ovvero societaria, contrariamente a quanto invece prevedeva la Direttiva MiFID, che aveva riguardo solo alle persone fisiche.

⁵² SARCINELLI M., *op. cit.* p. 18.

⁵³ Vedi capitolo precedente.

Quando una persona fisica opera per conto di un intermediario, la figura del promotore e quella del consulente possono unirsi, ed il soggetto può svolgere congiuntamente l'attività di consulente e quella di offerta fuori sede; in caso contrario, il soggetto opera "in proprio".

Con riguardo ad un soggetto che svolge sia l'attività di consulente che quella di promotore, la Consob, in merito alla prima attività, ha rilevato la potenziale presenza di conflitti di interessi in riferimento, ad esempio, ad un servizio di consulenza avente ad oggetto tipi di prodotti finanziari ulteriori rispetto a quelli «*distribuiti dall'intermediario preponente, in cui i promotori risultavano portatori di un interesse proprio a che i clienti sottoscrivessero i prodotti che gli stessi promotori erano incaricati di collocare*»⁵⁴.

Sempre nell'ipotesi in cui il consulente non svolga l'attività in proprio, si potrebbero verificare conflitti laddove esso riceva dall'intermediario abilitato incentivi volti al collocamento di determinati strumenti d'interesse, i quali potrebbero essere troppo costosi per la clientela o non adeguati al suo profilo, nonché laddove il consulente induca ad «*un'eccessiva attività di trading*»⁵⁵: in tal caso, egli trarrebbe vantaggio sia dall'attività di consulenza che dalla sottoscrizione.

⁵⁴Comunicazione n. DIN/1083623 del 7-11-2001 www.genesiuln.com, cfr. le comunicazioni Consob n. DIN/76878, del 18 ottobre 2000, n. DIN/64619, del 29 agosto 2000, n. DI/43152, del 2 giugno 2000, e n. DI/98096957, del 21 dicembre 1998.

⁵⁵GENTILE M., SICILIANO G., *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, Quaderni di Finanza, n.64, luglio 2009, p. 9.

3 POLITICHE DI GESTIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSI

3.1 Premessa

Se eliminare i conflitti d'interesse non è possibile, è tuttavia necessario gestirli.

Nel presente capitolo si fornisce un elenco di quelle che possono essere le misure adottate dagli intermediari per dirimere le situazioni conflittuali, senza tuttavia dimenticare che, come la legge prescrive e gli stessi intermediari affermano nei loro codici di disciplina, le porte sono aperte a qualunque misura sia ritenuta appropriata e necessaria per gestire la circostanza concreta qualora i regolamenti non fossero sufficienti. Non si trovano nella legislazione norme dettagliate e prescrittive su tale argomento, ma piuttosto dei principi generali che permettono notevole autonomia decisionale agli intermediari, in linea con le esigenze dettate dall'evoluzione dei mercati regolamentati; a tal proposito, infatti, la Consob si è giustificata asserendo che *«come già dichiarato dal Parlamento, è consapevole che nell'emanare la regolamentazione non coglierebbe il senso della riforma se alla delegificazione non facesse seguire una deregolamentazione: testi snelli, concepiti come regole di principio più che di una diminuzione precettistica; delega al mercato, alle associazioni e ai singoli soggetti di funzioni che possono essere da essi efficacemente svolte.»*¹

L'elaborazione di queste politiche comporta un costo ingente per le società, in particolar modo quando si manifestano più conflitti da gestire simultaneamente; è per questo che l'adozione deve essere fatta in misura appropriata e proporzionata alla natura, alla dimensione e complessità dell'attività della società e del gruppo considerando obiettivamente quale sia l'entità del rischio di danno che un determinato conflitto di interessi

¹ CONSOB, *Incontro annuale con il Mercato Finanziario*, Milano, discorso del Presidente Padoa Schioppa, 7 aprile 1998.

può arrecare ai clienti della società. A questo proposito illuminanti sono i due criteri-guida che l'Assosim elenca nella sua guida pratica, criteri che comunque sono ampiamente validi per tutti gli intermediari di cui si occupa:

- *«quanto più grave è il rischio di danno per i clienti, che scaturisce da una determinata situazione di conflitto, tanto più impegno e risorse si potrà pretendere, in linea di massima, che l'intermediario impieghi nella predisposizione di idonee misure di gestione; ma d'altra parte e per converso,*
- *quanto maggiore è il costo dell'adozione di determinate misure (sia economico, sia in termini di appesantimento e irrigidimento dell'apparato organizzativo dell'intermediario) tanto meno facilmente si potrà pretendere che quelle misure siano adottate dagli intermediari o che più misure siano adottate per gestire il conflitto. Nel valutare la capacità di un intermediario di adottare determinate misure, in relazione agli oneri che comportano, bisognerà tenere conto della dimensione dell'intermediario, della sua natura, della complessità dell'attività svolta, della tipologia e della varietà dei servizi prestati. E si potrà esigere l'adozione solo di quelle misure che, in rapporto a tutto ciò, appaiono ragionevoli.»²*

Il fine di queste politiche, ormai è chiaro, consiste nell'evitare il pregiudizio del cliente nonché, nel caso delle società di gestione del risparmio, degli OICR gestiti e dei loro partecipanti, in termini di maggiori oneri ovvero minor utili percepiti.

Per il perseguimento del suddetto obiettivo si rende necessario porre in atto delle politiche volte sì alla gestione del conflitto di interesse, ma più in particolare indirizzata a permettere ai soggetti rilevanti di operare nelle varie attività che implicano un conflitto con un grado di indipendenza che, per i criteri di proporzionalità già esposti e secondo quanto disposto (e successivamente recepito) dall'art. 22 D2, sia proporzionato alle

² ASSOSIM, *Guida pratica sui conflitti di interesse*, Agosto 2008, p. 9.

dimensioni e alle attività della società e del gruppo a cui essa appartiene, nonché anch'esso adeguato all'entità del rischio.³

In sintesi, va ricercato il giusto equilibrio tra la prescrizione di comportamenti possibile e l'efficienza del modello imprenditoriale.

I costi che l'intermediario deve sostenere per adottare queste politiche e più in generale per adempiere agli obblighi normativi imposti dalla MIFID sono ingenti e non trascurabili nelle valutazioni che esso svolge in merito al come e al quanto applicarsi. In particolar modo, risulta onerosa la creazione delle funzioni addette al monitoraggio della conformità alle norme (*Compliance* e *Internal Audit*)⁴ e di conseguenza la presenza di situazioni paralizzanti⁵ (c.d. *overdeterrence*) previsti in caso di grave e sistematica violazione. L'incidenza di tali costi è certamente più rilevante negli intermediari di piccole e medie dimensioni e ciò conduce a valutazioni in merito alla sostenibilità di tali costi e di conseguenza alle considerazioni legate alla concorrenzialità nel mercato di queste società. Nel misurarsi con questa problematica la MiFID ha utilizzato «*un duplice*

³ Si veda, in tal proposito, il capitolo I.

⁴ *Ex* art. 6 D2 gli intermediari hanno l'obbligo di istituire, applicare e mantenere politiche che individuino il rischio di mancata osservanza della normativa MIFID nonché i rischi che da essa derivano; inoltre, sono tenuti a mettere in atto misure e procedure idonee a minimizzare tale rischio. Tale funzione di verifica dell'adempimento deve essere permanente, efficace, indipendente e investita delle seguenti responsabilità: controllare e valutare regolarmente l'adeguatezza e l'efficacia della procedure e delle misure adottate per rimediare, fornire consulenza ed assistenza ai soggetti rilevanti incaricati dei servizi di investimento. Per fare ciò, la funzione di *Compliance* deve disporre dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie, nonché dell'accesso alle informazioni, deve dotarsi di un responsabile, i soggetti che partecipano a tale funzione devono godere delle caratteristiche di indipendenza (ossia non devono partecipare a quelle attività che sono chiamati a controllare), sono remunerati in modo tale da non compromettere l'obiettività del loro lavoro. L'art. 8 D2 rubricato *Audit* interno, spinge le imprese di investimento, in relazione alla loro natura, dimensione e complessità dell'attività svolta, a predisporre una funzione separata ed indipendente dalle altre alla quale sono attribuite le seguenti responsabilità: l'adozione, l'applicazione e il mantenimento di un piano per la valutazione dell'adeguatezza e dell'efficacia dei sistemi di controllo interno, la formulazione di raccomandazioni relative alle operazioni suddette e il comunicare del questioni relative all'*Audit* interno.

⁵ Come può essere ad esempio la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dei servizi di investimento.

*criterio di flessibilità»*⁶: da un lato la predisposizione normativa ad indicare lo scopo delle disposizioni organizzative messe in atto, e non piuttosto il mezzo per il conseguimento del fine (fine che, nel caso in questione, è l'evitare che i conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti), dall'altro la previsione del principio di proporzionalità di cui si è già discusso.

Anche la guida ASSOSIM evidenzia questa problematica, spiegando come elevati costi di gestione dei conflitti d'interessi possano condurre a un irrigidimento e appesantimento della struttura finanziaria; a tal proposito, dunque, indica sinteticamente quelli che possono essere i presidi meno onerosi («*vigilanza separata, retribuzione dipendenti, misure atte ad impedire influenze indebite*») e quelli maggiormente onerosi («*divieto di partecipazione simultanea di servizi, barriere informative, divieto di operare in conflitto, restricted e watch list*»).

Le procedure che gli intermediari mettono in atto si suddividono sostanzialmente in due filoni: da un lato le misure organizzative di cui le società si dotano e dall'altro gli obblighi di comunicazione.

3.2 I presidi organizzativi

È l'art. 22 della Direttiva MiFID che disciplina la politica di gestione dei conflitti di interesse, cercando di delineare una serie di comportamenti generali ma al tempo stesso esaustivi e chiari che l'intermediario deve mantenere nelle operazioni suscettibili di generare conflitti di interessi; se infatti da un lato il legislatore cerca di conciliare le sue "premere" con il principio di discrezionalità di applicazione delle norme comunitarie in materia, dall'altro sorprende per il suo tentativo di creare una casistica dei conflitti e di delineare le linee guida delle politiche.

⁶ PERRONE A., *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, in ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), *op. cit.*, p. 65.

Le politiche in questione ruotano prevalentemente attorno alla necessità di rendere ai soggetti rilevanti⁷ e non, coinvolti nell'attività in conflitto di interessi, l'indipendenza necessaria ad operare nel migliore interesse dei clienti attraverso molteplici mezzi, non più limitati esclusivamente alla separazione delle attività mediante le cosiddette muraglie cinesi, come accadeva nella precedente normativa, ma demandati all'autonomia organizzativa. In ogni caso, *«le misure volte ad assicurare l'indipendenza dei vari comparti possono rivelarsi di scarso aiuto alla clientela, se la cultura aziendale dell'intermediario non è, per così dire, a prova di conflitto di interessi. Per esempio, è di solito di dominio pubblico la notizia che una banca sta assistendo una società in una sollecitazione all'investimento. Per quanto possano essere indipendenti gli incaricati del collocamento presso la clientela sulla carta, essi saranno tentati di piazzare gli strumenti finanziari nei portafogli della clientela, se pensano che ciò sarà valutato positivamente dai vertici aziendali»*⁸. E in aggiunta a ciò, si consideri che sovente i dipendenti mettono in atto operazioni in conflitto di interessi in assoluta buona fede, influenzati inconsapevolmente dal contesto nel quale sono inseriti.⁹

Anche per questo motivo, affinché i presidi elaborati siano pienamente efficaci, gli intermediari si organizzeranno in modo tale da dare l'opportunità a tutti i soggetti che potrebbero trovarsi in situazioni di conflitto d'interesse (quindi non solo i soggetti rilevanti) di conoscere le procedure da eseguire nell'esercizio delle loro funzioni.

Elemento comune a queste politiche, infine, è quello di prescindere dallo *status* di cliente utilizzatore del servizio, aspetto che si può desumere

⁷ Per la definizione di soggetti rilevanti, si veda l'Art. 2 Regolamento Congiunto ovvero il Capitolo 1.

⁸ ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, op. cit., p. 844/1 ss.

⁹ ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, op. cit., p. 844/1 ss; MOORE, LOEWENSTEIN, TANLU E BAZERMAN, *Conflict of Interest and the Unconscious Intrusion of Bias*, in Social Sciences Research Network Library, 2002.

dal fatto che il riferimento in tutta la normativa è agli interessi di «*uno o più clienti, senza nessun criterio distintivo circa la categoria di appartenenza*»¹⁰.

Con ciclicità annuale, ovvero con maggiore frequenza se si verificano circostanze che possono incidere sulla «*capacità di assicurare in modo duraturo l'efficace gestione dei conflitti d'interessi*»¹¹, l'organo preposto alla supervisione strategica riesamina le procedure adottate ed eventualmente propone modifiche.

3.2.1 Le procedure delle società di gestione del risparmio

Per garantire l'indipendenza dell'attività gestoria e l'operatività nell'esclusivo interesse dei sottoscrittori, le SGR adoperano alcune politiche di gestione dei conflitti di interesse che sono caratterizzanti la loro attività, altre invece che possono essere ricomprese nelle procedure messe in atto dagli intermediari finanziari in generale per la gestione dei conflitti nelle attività e nei servizi di investimento.

3.2.1.1 L'autonomia e l'indipendenza decisionale dei soggetti rilevanti

Nella SGR, l'organo di supervisione strategica, incaricato di definire le politiche di gestione dei conflitti di interessi, deve essere composto da un numero di consiglieri proporzionato alle dimensioni della società che, ove lo ritengano opportuno, offrano suggerimenti per la fase di identificazione dei conflitti, per l'organizzazione delle politiche a presidio e più in generale pareri sulle misure adottate.

¹⁰ RUSSO B., *La trasparenza delle condizioni contrattuali e la gestione del conflitto d'interesse a tutela del consumatore*, in ALPA G., ANDNAS M., ANTONUCCI A., CAPRIGLIONE F., MASERA R., MONTEDORO G. (a cura di), *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, supplemento, 2010 n.2, p. 27.

¹¹ ASSOGESTIONI, *op. cit.*, pag. 17.

Tali soggetti sono dotati del requisito d'indipendenza, oltre che delle caratteristiche di professionalità e autorevolezze necessarie per assicurare il continuo confronto tra i membri per la formazione delle decisioni.

Essere indipendenti, nella guida dell'ASSOGESTIONI, significa che tali consiglieri «*non intrattengono, né hanno intrattenuto, neppure indirettamente, con la Società o con i soggetti legati alla Società, relazioni tali da condizionare l'autonomia di giudizio*». Per dimostrare ciò, i consiglieri sono tenuti a dichiarare la loro condizione e fornire tutte le informazioni necessarie per una corretta valutazione, nonché i casi in cui tale requisito venga loro meno; essi non sono considerati indipendenti quando, ad esempio, all'interno dell'organizzazione dell'intermediario dove operano, ovvero di una società controllante, sono in grado di esercitare un'influenza notevole sulle decisioni, detengono quote di diritto di voto rilevanti ovvero partecipano a patti parasociali che garantiscano il controllo nelle decisioni prese dalla società. Il consigliere indipendente non può aver svolto (o svolgere) cariche di dirigente della società, così come non può intraprendere con essa o con una società del gruppo un'operazione commerciale significativa, né può ricevere dalle società che gravitano nel gruppo compensi ulteriori rispetto a quelli previsti dalla sua mansione di consigliere. Il requisito di indipendenza può anche prevedere un numero di anni massimo entro i quali è possibile esercitare la carica ed al tempo stesso può impedire di svolgere l'attività nella società incaricata della revisione contabile ed infine di svolgerla qualora sia un familiare stretto di un soggetto che si trova in una delle situazioni appena citate. Il controllo dei loro requisiti deve essere svolto periodicamente dall'organo con funzione di supervisione strategica.

Per garantire l'indipendenza delle società di gestione del risparmio sono poi previsti limiti al cumulo delle funzioni anche per i componenti di supervisione strategica e di quello con funzione di gestione, per il direttore generale e i titolari di deleghe operative e per il presidente (munito di

deleghe) dell'organo con funzione di supervisione strategica: ad essi è proibito assumere qualunque delle cariche di cui sopra (ossia cariche che implicino responsabilità strategiche o comunque un'attiva partecipazione alla gestione e alla supervisione strategica) in società di gruppo che non siano SGR ma che svolgano l'attività di distribuzione di quote o azione OICR della loro SGR, in società del gruppo che prestino alla loro SGR le funzioni di banca depositaria, le attività e i servizi di investimento nonché i servizi accessori di cui al TUF (ma anche i servizi di *property management, facility management, project management, agency, advisory*) e in società di cui gestiscano gli strumenti finanziari.

Oltre ai requisiti di indipendenza, nei codici di comportamento possono essere predisposti altri vincoli che i soggetti rilevanti devono osservare, e si può prevedere il controllo della partecipazione simultanea in attività o servizi distinti, laddove questo comprometta la gestione dei conflitti.

3.2.1.2 Scelta delle controparti contrattuali

Altre procedure per la gestione dei conflitti messe in atto dall'organo con funzione di supervisione all'interno della SGR riguardano le valutazioni sul rapporto instaurato con le controparti contrattuali. Sentito quindi il parere dei consiglieri indipendenti, l'organo pone in atto misure volte a enucleare dei criteri generali per la scelta delle controparti e congiuntamente misure che identifichino l'idonea mansione per il dato soggetto. Tra i criteri di scelta, Assogestioni consiglia in particolare di monitorare le motivazioni che spingono la SGR a scegliere la controparte e le condizioni economiche che gli offre, affinché esse non si discostino da quelle di mercato o *standard* (ossia quelle normalmente praticate per operazioni di eguale natura, entità e rischio nei confronti di soggetti simili, ovvero quelle basate su prezzi regolamentati dalla legge) «e consentano di

*assicurare condizioni di equilibrio reddituale della società»*¹². Queste misure vengono infine periodicamente riesaminate ed aggiornate, così come un monitoraggio periodico viene fatto per le prestazioni non monetarie o le commissioni che la società offre o riceve in relazione al servizio di gestione collettiva o agli altri servizi che fornisce.

Infine, le valutazioni in merito alle controparti contrattuali servono anche per poter identificare quali funzioni aziendali esternalizzare per salvaguardare l'autonomia della società e così garantire l'interesse di clienti e OICR.

3.2.1.3 L'esercizio del diritto di voto

Nelle società di gestione del risparmio, la tutela dell'interesse dei partecipanti agli OICR passa anche per le strategie volte a disciplinare l'esercizio di voto. Una documentazione, anche in forma sintetica, racchiude le scelte strategiche dell'intermediario e le ragioni adottate quando esercita il diritto di voto connesso alle attività che gestisce, ottemperando così alle necessità di trasparenza in questa tipologia di operazione; la guida di Assogestioni propone per questa situazione la redazione di un prospetto da pubblicare in Internet, ovvero una relazione al rendiconto, magari da pubblicare entro trenta giorni dalla data di approvazione del bilancio.

Le politiche racchiuse in questo documento sono elaborate dall'organo con funzione di supervisione strategica che, *ex art. 32 Regolamento congiunto*, elabora, attraverso una valutazione costi-benefici, *«le modalità e i tempi per l'eventuale esercizio dei diritti di intervento e di voto.»*¹³

Infine, è sconsigliato all'SGR l'esercizio del diritto di voto sulle *«azioni di pertinenza dei patrimoni gestiti di cui essa è direttamente o indirettamente*

¹² ASSOGESTIONI, *op. cit.*, p. 28.

¹³ Art. 32 Regolamento Congiunto.

*controllante»*¹⁴, così come non è consentito che deleghi l'esercizio a una società del gruppo (a meno che non sia una società di gestione a sua volta) o ad un esponente.

La verifica della corretta applicazione è come sempre in mano ai consiglieri indipendenti.

3.2.1.4 Presidi di gestione dei conflitti nell'attività di gestione collettiva del risparmio

Non essendo un servizio o un'attività di investimento, l'operazione di gestione collettiva presenta alcune peculiarità dal punto di vista della gestione. A seguito infatti della rilevazione da parte della Funzione di *Compliance* (organo di cui si dirà in seguito) della sussistenza di una fattispecie di conflitto, il responsabile di questa Funzione richiede il parere del Comitato per la Gestione dei Conflitti di Interesse¹⁵ in merito alla «(i) *compatibilità dell'operazione con gli interessi del Fondo coinvolto; (ii) insussistenza del rischio che il conflitto di interessi possa arrecare pregiudizio al Fondo interessato dall'operazione e/o ai partecipanti al medesimo»*¹⁶, il quale potrà essere favorevole o sfavorevole. Nel caso in cui l'operazione sia reputata "idonea", l'operazione verrà deliberata dagli organi sociali secondo quanto previsto dallo Statuto, mentre nel caso in cui l'operazione sia reputata non "idonea", il Consiglio di Amministrazione potrà deliberare la sua effettuazione solo a seguito dell'adozione di ulteriori presidi, quali ad esempio «*l'assunzione della delibera a maggioranza qualificata*

¹⁴ ASSOGESTIONI, *op. cit.*, p. 29.

¹⁵ Composto dal responsabile della Funzione di Compliance, un amministratore indipendente, un membro del consiglio di Amministrazione designato dai soci non investitori nei fondi istituiti dalla SGR.

¹⁶ FONDO ITALIANO, *POLICY CONFLITTO DI INTERESSE, Consiglio di Amministrazione del 17 maggio 2010, con modifiche del 26 gennaio e del 13 dicembre 2011 e del 18 dicembre 2012*,

http://www.fondoitaliano.it/pdf/Policy_Conflitti%20modificata_18_12_2012.pdf, p. 10.

di cinque sestimi dei presenti (...), l'astensione della componente in conflitto (...), la verbalizzazione [della delibera] (...)»¹⁷.

Qualora poi il conflitto si verifichi non tra SGR e Fondo, ma tra due Fondi gestiti dalla società, i presidi utilizzati possono prevedere che siano formalizzate le procedure adottate per quegli investimenti che possono interessare diversi fondi gestiti, anche attraverso degli indicatori sintetici oppure che sia demandata all'Amministratore Delegato la stesura di un *report* contenente l'analisi delle caratteristiche dei Fondi in conflitto e della società/OICR *target*. Sottoposto tale documento al Consiglio di Amministrazione, esso individua con delibera quale sia il Fondo al quale assegnare l'opportunità di investimento.

Infine, non si esclude la possibilità di un coinvestimento (tanto tra Fondi di investimento quanto tra OICR gestiti e azionisti dell'SGR), sempreché le caratteristiche dei Fondi siano compatibili e che sussistano determinati rapporti percentuali di coinvolgimento.

3.2.2 Contro le influenze indebite

E' bene eliminare l'influenza di quei soggetti che possono essere portatori di interessi in conflitto nell'ambito del servizio svolto.

Per raggiungere questo obiettivo, una strategia utilizzata è quella di imporre ai soggetti preposti alla consulenza una selezione di investimenti da consigliare esclusivamente in base alle analisi messe a loro disposizione; un'altra strategia potrebbe essere quella di vietare l'emanazione di direttive o linee guida sugli investimenti da consigliare ai clienti da parte dei vertici aziendali (in particolare modo se gli investimenti riguardano società affiliate o finanziate), operazione che purtroppo oramai è prassi nell'attività degli intermediari.

¹⁷ FONDO ITALIANO, *POLICY CONFLITTO DI INTERESSE*, *op. cit.*, p. 10.

3.2.3 La vigilanza separata

Gli organi di vigilanza, ad esempio i responsabili d'area, devono essere separati dai soggetti che alla stessa sono sottoposti, fermo restando che la vigilanza generale può rimanere unitaria.

3.2.4 Le attività e i servizi di investimento

Quando la società di gestione del risparmio si trova a dover valutare in merito alle scelte di investimento nei patrimoni in cui è ravvisabile un conflitto di interessi, l'organo con funzione strategica ha il compito di identificare le politiche a cui tali scelte devono conformarsi, tenuto conto del parere fornito dai consiglieri i quali devono essere preventivamente muniti delle informazioni necessarie.

Alcune banche che svolgono l'attività di gestione dei portafogli prevedono l'eliminazione delle commissioni retrocesse alle stesse da parte delle società di gestione del risparmio, limitatamente alle quote OICR (emesse da queste ultime) che fanno parte del patrimonio del cliente; in altre parole, la banca in questione sceglie di non ricevere più incentivi (di qualsivoglia tipo) a fronte di una gestione del portafoglio del cliente che sia favorevole alla società che emette le quote OICR presenti nel portafoglio. Questa rinuncia potrebbe addirittura prescindere dalla considerazione circa l'effettività del conflitto tra interessi della SGR e interessi del cliente; basta infatti rilevare la potenzialità del conflitto tra gli interessi della Banca ad ottenere gli incentivi e quelli del cliente a veder gestito il suo portafoglio nel suo migliore interesse.

In generale l'intermediario mette in atto *«procedure per l'esecuzione degli ordini che garantiscono al cliente il rispetto di precise regole, vietando ogni*

discrezionalità nella fase di esecuzione delle disposizioni impartite dallo stesso¹⁸» tramite istruzioni che disciplinino l’inserimento degli ordini nella procedura e garantiscono il rispetto delle priorità di inserimento/trasmissione. L’importanza della materia è tale che gli intermediari (nella fattispecie le banche) solitamente (oppure sono obbligati??) redigono e opportunamente pubblicizzano la *Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini*; essa potrebbe indicare le modalità con cui un servizio di investimento è messo in atto, in quale sede e tramite quale broker a seconda dello strumento che viene trattato nell’operazione con il cliente.

La strategia, al fine di soddisfare al meglio le esigenze del cliente secondo il principio della *best execution*¹⁹, può prevedere che l’intermediario banca deroghi alla propria politica per eseguire l’ordine specifico impartito dal cliente ovvero le istruzioni parziali da lui fornite²⁰; in tal modo, essa è «*sollevata dall’onere di ottenere il miglior risultato possibile per il cliente*»²¹, previa informazione al cliente del fatto che, eseguendo l’ordine come richiesto, potrebbe non essere garantito il medesimo risultato che si otterrebbe attraverso la strategia di esecuzione della banca.

Qualora l’intermediario segua pedissequamente, tra gli altri, gli obblighi in materia di conflitti di interesse²², il Regolamento Intermediari

¹⁸ BANCA SISTEMA, *Politica di gestione dei conflitti di interesse, documento di sintesi*, http://www.bancasistema.it/it/pdf/trasparenza/Policy_Gestione_Conflitto_Interessi.pdf.

¹⁹ Alcuni fattori rilevanti per il raggiungimento del migliore risultato possibile per il cliente, in ottemperanza con la normativa comunitaria, sono: il prezzo dello strumento finanziario, il costo dell’esecuzione dell’ordine (commissioni proprie, oneri discali, costi di accesso, ...), la velocità nell’esecuzione, la possibilità di esecuzione e la probabilità di regolamento (in altre parole, il rischio di non riuscire a portare a termine l’operazione). (fonti: *Strategia di ricezione e trasmissione degli ordini* Unicredit e Banca Popolare Etica)

²⁰ Si riporta per chiarezza espositiva l’esempio di cui in BANCA POPOLARE ETICA, *Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini*, gennaio 2012: il cliente potrebbe, all’interno di un ordine specifico, «*indicare la sede di esecuzione su cui acquistare gli strumenti finanziari, la quantità, il prezzo*», ovvero in quelli parziali «*ordini con limiti di prezzo senza tuttavia indicare la sede di esecuzione*».

²¹ BANCA POPOLARE ETICA, *op. cit.* p. 10.

²² Le altre condizioni menzionate nell’art. 43 Regolamento Intermediari che devono

accorda la possibilità di eseguire l'ordine anche senza ottenere le informazioni circa l'esperienza e le conoscenze dei clienti in merito al servizio richiesto, e senza l'obbligo di effettuare alcuna valutazione sulla prestazione del servizio.

All'attività di trasmissione e ricezione degli ordini si possono affiancare le operazioni di negoziazione in conto proprio e consulenza in materia di investimenti. Per quello che riguarda la commistione con la prima operazione, una scelta adottata è quella di lasciare a disposizione del cliente un paniere di prodotti da cui vengono esclusi titoli emessi dall'intermediario stesso, affinché la sua scelta venga "dirottata" sui titoli che non soggiacciono al rischio di conflitto di interessi. Per la commistione con il servizio di consulenza, invece, il numero di ordini ricevuti o trasmessi in relazione a specifici strumenti finanziari o a specifici emittenti non deve influenzare la prestazione del servizio di consulenza.

Più in generale, in tutti i casi in cui l'intermediario svolge molteplici attività, l'obiettivo dei presidi è quello di garantire l'indipendenza dei soggetti che operano nelle distinte unità, e per fare ciò un'altra valida soluzione è quella di mantenere separati i sistemi retributivi, nonché quella di creare barriere che tengano distinti i vari settori, come verrà precisato in seguito.

Per evitare di entrare in conflitto di interessi con la clientela nelle operazioni di negoziazione per conto proprio, la negoziazione di obbligazioni emesse dall'intermediario, di strumenti finanziari non quotati

essere congiuntamente rispettate sono: a) i suddetti servizi sono connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, a strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di debito (escluse le obbligazioni o i titoli di debito che incorporano uno strumento derivato), OICR armonizzati ed altri strumenti finanziari non complessi; b) il servizio è prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente; c) il cliente o potenziale cliente è stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato.

o di pronti contro termine gli intermediari adottano una «politica di determinazione dei prezzi trasparente e non soggetta ad asimmetrie informative che potrebbero alterare il livello di consapevolezza degli investitori»²³.

Anche la negoziazione per conto proprio con i clienti è soggetta all'obbligo inerente l'esecuzione delle condizioni migliori per il cliente, obbligo che coinvolge «tutti i tipi strumenti finanziari, siano essi quotati o meno su mercati regolamentati e siano essi negoziati su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o al di fuori di essi (over the counter). Tuttavia, tale obbligo deve essere applicato in modo da tenere conto delle diverse circostanze collegate all'esecuzione degli ordini aventi ad oggetto particolari tipi di strumenti finanziari»²⁴ (si pensi ad esempio alla differenza di trattamento che possono avere le operazioni su OTC personalizzati e le operazioni che hanno ad oggetto le azioni negoziate sui mercati regolamentati o sugli MTF).

Rimane sempre valida poi la strategia che elimina alla radice la causa del conflitto di interesse, analogamente a quanto può essere fatto nel momento in cui si prevede l'astensione dall'operazione; nel caso della negoziazione per conto proprio, eliminare l'elemento causativo significa scegliere, da parte dell'intermediario, solo alcune categorie di strumenti finanziari da negoziare: si potrebbe, ad esempio, prevedere di negoziare solo strumenti quotati e contemporaneamente prevedere l'autorizzazione specifica (ed informata) per gli OTC.

La prevenzione dei conflitti nella commistione dell'attività di negoziazione per conto proprio con quella di collocamento senza assunzione a fermo né garanzia nei confronti dell'emittente si può ottenere svincolando i compensi «degli operatori front office rispetto alle performance

²³ BANCA DELLA BERGAMASCA, *Documento informativo di sintesi relativo alla politica di gestione dei conflitti di interessi*, <http://www.bccbergamasca.it/easysite15/images/files/Conflict%20Policy%20Sintesi.pdf> p. 7.

²⁴ BANCA POPOLARE ETICA, *op. cit.*, p. 12.

conseguite dalla banca nell'ambito del collocamento»²⁵ e imponendo agli operatori comportamenti onesti, professionali ed equi nelle operazioni (particolarmente critiche per la molteplicità di interessi presenti potrebbero essere le negoziazioni di obbligazioni emesse dall'intermediario, come pure le negoziazioni di quote OICR o di polizze assicurative rami III e V. Qualora poi siano negoziati strumenti che necessitano del prospetto informativo (vedi sopra), la comunicazione preventiva può essere sostituita dall'apposizione «della formulazione di conflitto nel documento di sottoscrizione/negoziazione».²⁶

Lo svolgimento contemporaneo dell'attività di negoziazione e il servizio di consulenza sarà privo di potenziali conflitti nel momento in cui le due operazioni rimarranno separate dal punto di vista organizzativo e dal punto di vista retributivo.

Di maggiore difficoltà è la prevenzione dei conflitti di interesse nell'attività di collocamento assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente. A causa della difficoltà di enumerare idonee misure organizzative per questa attività, i documenti delle politiche degli intermediari rimandano alla trattazione degli obblighi di comunicazione da parte dell'intermediario, fermo restando che, nell'ipotesi in cui il collocante pervenga ad incentivi da persona diversa dal cliente, l'operazione chiaramente versa in conflitto di interessi.

Quando a questa attività si affianca l'attività di consulenza si utilizzano i codici di autodisciplina e le politiche di indipendenza del sistema retributivo; su questo punto, in particolare, le *performance* del collocamento non devono essere influenzate dall'attività di consulenza.

²⁵ SCOTTI CAMUZZI S., *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MiFID, in Banca Borsa etc.*, 2007, I, p. 129.

²⁶ BCC Ancona, *Politica di gestione dei conflitti di interessi, versione 1.0* http://www.ancona.bcc.it/attachments/article/10/Politica_gestione_conflitti_interesse.pdf.

Anche relativamente all'attività di consulenza pura e semplice si ravvisa la difficoltà dell'intermediario a svolgere questa attività scevro di interessi che possono essere conflittuali con quelli del cliente. Questa considerazione porta come conseguenza l'obbligo di svolgere un'adeguata *disclosure*, pratica della quale si dirà in seguito. In ogni caso, i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza, nonché i requisiti patrimoniali²⁷, minimizzano il rischio di danno al cliente. Per il consulente finanziario, inoltre, sono state elaborate delle ipotesi di incompatibilità con la sua professione al fine di impedire che lo svolgimento congiunto di queste attività possa favorire il conflitto di interessi.²⁸

Ad oggi, la disciplina italiana per i consulenti finanziari, non risulta soddisfacente, soprattutto per ciò che riguarda la protezione dell'investitore dai conflitti di interesse di questi soggetti, al punto che nel 2009 solo il 20% delle famiglie italiane usufruiva regolarmente di quei servizi di consulenza riconducibili alle disposizioni di cui alla Direttiva MiFID²⁹. Molti studi, tra cui anche quello delle Banca d'Italia, ravvisano la tendenza, in particolar modo per coloro che si avvalgono della consulenza passiva³⁰, seguiti da quelli che sfruttano la consulenza generica, a non

²⁷ Il consulente finanziario è tenuto a stipulare per tutto il periodo di iscrizione nell'albo un'assicurazione che copra almeno 1.000.000 euro per ogni richiesta di indennizzo e 1.500.000 euro all'anno per l'importo totale delle richieste. Essa deve coprire i danni causati dall'eventuale negligenza professionale.

²⁸ Esse sono: l'attività di agente di cambio, l'intermediario assicurativo, l'agente in attività finanziaria nonché tutti gli incarichi o le attività che si pongano in contrasto con lo svolgimento ordinario (CRISCUOLO L., *Collaboratori esterni all'attività finanziaria*, in *L'ordinamento finanziario italiano* (a cura di), CAPRIGLIONE F., CEDAM 2010, p. 749 ss).

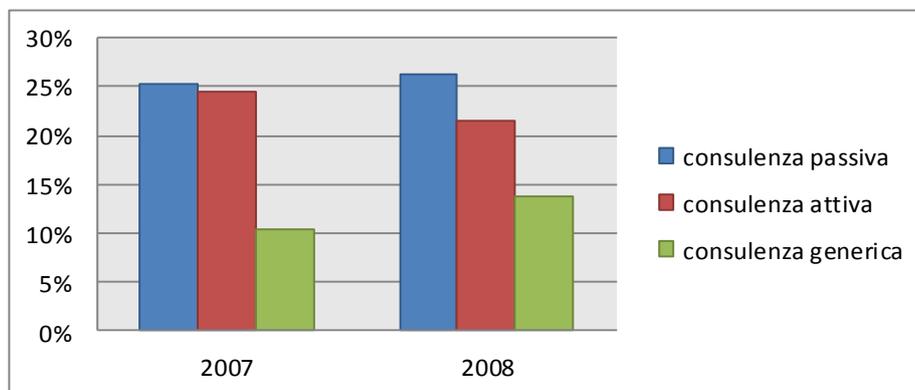
²⁹ GENTILE M., SICILIANO G., *op. cit.*, p. 13 ss.

³⁰ Sulla base del questionario GfK Eurisco, Gentile e Siciliano definiscono:

<i>Definizione sintetica</i>	<i>Definizione estesa</i>
Consulenza attiva	La famiglia ha ricevuto proposte relative a specifici strumenti o prodotti finanziari dal consulente di fiducia negli ultimi 12 mesi
Consulenza generica	La famiglia è stata contattata negli ultimi 3 mesi dal consulente di fiducia ma non ha ricevuto proposte relative a specifici prodotti o strumenti finanziari
Consulenza passiva	La famiglia ha un consulente di fiducia ma non ha ricevuto proposte né contratti

apprezzare il servizio poiché frutto degli interessi della banca/istituzione per cui il consulente opera piuttosto che degli interessi del cliente (Fig. 1).

Fig. 3.1 *Investitori retail che ritengono che il proprio consulente finanziario sia in conflitto di interessi*



Fonte: elaborazioni su dati del sondaggio GfK Eurisko su un campione di circa 2.500 famiglie italiane. (GENTILE M., SICILIANO G., *op. cit.*, p. 17)

Ma questo problema è sentito anche negli altri stati della Comunità Europea, e proprio mentre si redige questo testo, nel Regno Unito entra in vigore una normativa a dir poco rivoluzionaria, che non trova corrispettivi negli obblighi comunitari attuali e nemmeno in quelli potenziali (il riferimento è alla nuova direttiva MiFID II che dovrebbe entrare in vigore nel 2015). Nella *Retail Distribution Review*, infatti, è previsto che «*gli intermediari che prestano consulenza agli investitori privati siano remunerati esclusivamente dai clienti con parcelle (fees) e non dalle case prodotte (come le società di gestione di fondi comuni) con commissioni*»³¹, a meno che non siano operatori *restricted* (ossia che propongono soluzioni in un limitato insieme di prodotti) offerenti una “consulenza base”.

Nulla di ciò è previsto nella legislazione italiana. Tuttalpiù, si possono adoperare politiche restrittive per l’attività di consulenza (come per quella di collocamento) che potrebbero prevedere il divieto per gli intermediari di svolgere operazioni sugli strumenti emessi da società finanziate, per la

Nessuna consulenza	La famiglia non ha un consulente finanziario di fiducia
--------------------	---

³¹ LIERA M., *Risparmiatori a caccia del consulente «giusto»*, in *Il sole 24 Ore*, 6 gennaio 2013.

SIM sui titoli emessi dalle società del gruppo cui appartiene lei, ovvero di uno o più componenti, o infine per la banca il divieto di svolgere consulenza o collocare titoli presso quelle società con cui ha intrattenuto determinati rapporti professionali, come possono essere l'assistenza alla fusione.

Invece, per quel che concerne l'altro operatore finanziario, il promotore, per tutelare i clienti dal rischio di conflitto di interessi, la legge gli impedisce di operare nell'interesse di più soggetti attraverso il principio del cosiddetto monomandato, ovvero l'esistenza di un contratto di agenzia o di mandato con un unico intermediario abilitato all'offerta fuori sede. Inoltre, la Consob ha individuato anche per il promotore quali sono le attività incompatibili³² e, in maniera analoga a quella predisposta per il consulente finanziario, prevede obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza, nonché regole sulla riservatezza delle informazioni e sulle comunicazioni da effettuare.

Un discorso più lungo deve farsi per l'attività di **ricerca** svolta dagli intermediari poiché, come si è già avuto modo di evidenziare, è una delle aree più critiche in tema di conflitti di interessi, soprattutto nel momento in cui l'esito della ricerca viene distribuito alla clientela *retail*. Nel panorama internazionale, l'evento che segnò un punto di svolta, e impose alle banche un drastico cambiamento per recuperare la credibilità, fu il *Global Settlement* emanato nel 2003, un atto emanato dalla SEC a seguito di controlli a tappeto svolti tra le banche di Wall Street durante lo scandalo

³² Esse sono: lo svolgimento delle funzioni di sindaco, il responsabile o l'addetto al controllo interno presso soggetti abilitati, l'esercizio di funzioni di amministratore, dipendente o collaboratore di un intermediario abilitato non rientrante nel gruppo al quale appartiene quello per il quale opera il promotore, la qualità di socio, amministratore, sindaco o dipendente di società di revisione incaricata della certificazione del bilancio dell'intermediario, la qualifica di agente di cambio (CRISCUOLO L., *op. cit.*, p. 43).

Enron³³. Alcune misure che vennero promosse per ridurre il problema del conflitto di interesse all'interno delle imprese di investimento coinvolte nell'accordo furono:

- *«una maggiore separazione tra le aree business all'interno delle banche così da prevenire lo scambio di informazioni;*
- *la separata definizione del budget per l'ufficio studi da qualsiasi considerazione riguardante i ricavi della divisione di investment banking;*
- *l'eliminazione di ogni legame diretto tra gli incentivi agli analisti e i risultati della divisione investment banking;*
- *il divieto per gli analisti di sollecitare i rapporti di investment banking;*
- *il divieto di spinning, cioè l'allocazione di azioni in sede di IPO ai clienti dei dipartimenti di corporate banking;*
- *il finanziamento congiunto di un programma di educazione degli investitori e la creazione di un fondo di indennizzo per gli investitori;*
- *la formazione di team di ricerca indipendenti e di analisti buy-side (al servizio degli investitori);*
- *l'obbligo di fornire le proprie raccomandazioni azionarie a società che si occupano di seguire e tenere traccia della documentazione delle aziende produttrici di studi e ricerche;*
- *l'offerta gratuita da parte degli intermediari di ricerche/studi condotti da almeno tre società di analisi indipendenti agli investitori individuali accanto alle ricerche svolte dai propri uffici studi.»³⁴*

³³ Scrive Guido Rossi (*Il conflitto epidemico, op. cit.*, p. 38) a proposito del caso Enron: «il consiglio di amministrazione di Enron non è riuscito a proteggere gli azionisti e ha contribuito al collasso della settima più grande public company degli Stati Uniti permettendo che Enron adottasse contabilità azzardate e scorrette, realizzasse operazioni inadeguate in palese conflitto di interesse e importanti attività rimaste occulte alle scritture sociali versando altresì compensi eccessivi ad amministratori e dirigenti. Il consiglio ha infine deliberatamente ignorato qualunque prova, a danno degli azionisti, dei dipendenti e di tutti coloro che erano in rapporto con Enron.» (*The role of the board of directors in Enron's collapse, Report of United States Senate*, 8 luglio 2002).

³⁴ ZUCHELLI D., *L'evoluzione recente dei modelli organizzativi delle banche italiane*, in ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), *op. cit.*, p. 95 ss.

Entrando nel dettaglio della normativa italiana, l'art. 28 del Regolamento congiunto propone le misure da adottare per la tutela della clientela, precisando innanzitutto che le norme generali di cui all'art. 25 sono da considerare valide anche per la ricerca in materia di investimenti, sebbene esse siano derogabili qualora l'intermediario divulghi al pubblico o ai propri clienti una ricerca (quindi una raccomandazione) prodotta da terzi, a condizione che il produttore sia estraneo al gruppo dell'intermediario e quest'ultimo adotti dei comportamenti corretti nei confronti del terzo e della clientela (in altre parole, a condizione che essi non spaccino la ricerca come propria, non la correggano in modo rilevante e verifichino la coincidenza sostanziale degli obblighi dell'autore della ricerca in relazione alla sua produzione).

Segue al secondo comma l'elenco di divieti atti a scongiurare i conflitti di interessi incominciando, per quegli analisti e quei soggetti rilevanti che sono a conoscenza degli esiti (effettivi o presunti) della ricerca in corso prima che lo sia il pubblico, dall'impedimento a realizzare operazioni personali o eseguire ordini, *«relativi [agli] strumenti finanziari oggetto [della] ricerca in materia di investimenti o ad essi correlati, ad eccezione di ordini non sollecitati»*; il divieto vale sino al momento in cui i destinatari della ricerca non hanno la possibilità di agire consapevolmente sulla base della stessa.

In ogni caso (quindi anche nel caso in cui essi non siano a conoscenza degli esiti della ricerca) ai ricercatori è proibito effettuare operazioni personali che siano contrarie alle raccomandazioni correnti da loro stessi proposte, a meno che a ciò non siano autorizzati dalla funzione di controllo di conformità. Inoltre, le bozze delle ricerche che contengono raccomandazioni o prezzi di riferimento non devono essere per nessuna ragione visionate da soggetti diversi dagli analisti, men che meno dagli emittenti degli strumenti studiati, né con lo scopo di verificarne l'accuratezza né per fini diversi dalla verifica degli obblighi

regolamentari. È appena il caso di ricordare che, come per le altre figure rilevanti, anche per questi soggetti è proibita la percezione di incentivi che non abbiano valore modico o comunque superino le misure imposte dalla politica di gestione dei conflitti e non è concesso effettuare trattamenti di favore agli emittenti degli strumenti finanziari.

Gli analisti finanziari sono assoggettati anche ad un'altra importante disciplina, quella sugli abusi di mercato, allorquando entrano in contatto con informazioni cosiddette privilegiate³⁵; sebbene nel concreto non sempre sia agevole attribuire ad un comportamento illegale la corretta fattispecie di infrazione, è importante non confondere il conflitto di interessi con l'utilizzo improprio delle informazioni privilegiate, poiché anche i profili sanzionatori sono molto differenti l'uno dall'altro (è prevista la sanzione amministrativa per le operazioni in conflitto di interessi, mentre l'abuso di informazioni privilegiate è «*punito con la reclusione da una a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni*»³⁶).

L'affermazione appena fatta non deve però condurre a considerare le due norme completamente separate e senza punti in comune: questo sarebbe altrettanto sbagliato, e una prova ne sono le molte norme nel Capo "Comunicazioni al pubblico", Sezione II "Raccomandazioni", ove si ritrovano le modalità attraverso le quali le raccomandazioni devono essere emesse per poter essere definite corrette, caratteristica imprescindibile per assicurare la trasparenza nella comunicazione richiesta sia dalla disciplina sugli abusi di mercato che da quella inerente la gestione dei conflitti.

In particolare, dopo le indicazioni formali su come devono essere fatte, sono elencati i rapporti che devono essere specificati nelle raccomandazioni, rapporti che potrebbero essere forieri di conflitti di

³⁵ Per la definizione si rimanda alla nota 27 del capitolo precedente.

³⁶ Art. 184 comma 1 TUF.

interesse e congiuntamente potrebbero condurre il ricercatore al possesso di informazioni privilegiate che potrebbero distoglierlo da una retta condotta.

A partire dall'art. 69, il quale specifica la necessità di assumersi le responsabilità delle ricerche da parte dell'intermediario e quindi apporvi la propria identità, gli articoli seguenti trattano dunque della correttezza delle raccomandazioni³⁷, degli obblighi di comunicazione in caso di conflitti di interessi e di diffusione presso il pubblico, terminando con il neo 69-*novies* sostituito con delibera n. 18214 del 9.5.2012, il quale al primo comma impone a tutti coloro che pubblicano raccomandazioni di inviarne contestualmente una copia alla Consob.

In presenza di conflitti di interesse, intesi in questo campo come «*i rapporti e le circostanze che possono essere ragionevolmente ritenuti tali da compromettere l'obiettività, con particolare riguardo al caso in cui i soggetti pertinenti abbiano un rilevante interesse finanziario in uno o in più strumenti finanziari oggetto della raccomandazione o un rilevante conflitto di interesse derivante da rapporti con l'emittente*»³⁸, i soggetti pertinenti³⁹ sono tenuti a comunicarli nella raccomandazione stessa, non essendovi un rapporto diretto con la clientela per cui la comunicazione degli stessi possa avvenire a livello individuale/contrattuale (come si vedrà in seguito).

Seguendo forse quella che è l'impostazione comunitaria in tema di conflitti di interesse, il legislatore propone al comma seguente un catalogo minimale che il soggetto pertinente è tenuto a riportare nella raccomandazione, qualora esso sia una persona giuridica. *Ex art. 69-quarter* co. 2, le informazioni che almeno devono essere comprese in queste circostanze sono:

³⁷ Per un approfondimento su tali obblighi, si rimanda a F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 440.

³⁸ Art. 69-*quarter*, comma 1, Regolamento Emittenti.

³⁹ Per soggetti pertinenti si intendono coloro che hanno preparato la raccomandazione e la persona giuridica che si è resa responsabile della sua produzione, siano o meno soggetti abilitati al servizio.

- a) *gli interessi o i conflitti di interesse del soggetto pertinente o delle persone giuridiche collegate che siano accessibili o che si possono ragionevolmente ritenere accessibili ai soggetti che partecipano alla preparazione della raccomandazione;*
- b) *gli interessi o i conflitti di interesse del soggetto pertinente o delle persone giuridiche collegate di cui siano a conoscenza i soggetti che, pur non avendo partecipato alla preparazione della raccomandazione, avevano accesso o di cui si possa ragionevolmente ritenere che avessero accesso alla raccomandazione prima che essa venisse diffusa ai clienti o al pubblico.⁴⁰*

Altre informazioni relative agli interessi ed ai conflitti di interessi di analisti finanziari indipendente, da un soggetto abilitato, da persone giuridiche collegate, o da altri soggetti la cui attività principale consiste nella produzione di raccomandazioni, che devono essere obbligatoriamente indicate in modo chiaro e visibile, sono:

- a) *partecipazioni significative esistenti tra il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate, da una parte, e l'emittente dall'altra, almeno quando:*
 - i. *il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate detengono una quota di partecipazione nell'emittente superiore al 2% del totale del capitale azionario emesso; o*
 - ii. *l'emittente detiene una quota di partecipazione nel soggetto pertinente o nelle persone giuridiche collegate superiore al 2% del totale del capitale azionario emesso;*
- b) *altri interessi finanziari rilevanti detenuti dal soggetto pertinente, o dalle persone giuridiche collegate, in rapporto all'emittente;*
- c) *se del caso, una dichiarazione attestante che il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate operano come market maker o come fornitore di liquidità per gli strumenti finanziari dell'emittente;*
- d) *se del caso, una dichiarazione attestante che nei precedenti dodici mesi il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate hanno svolto funzioni di*

⁴⁰ Art. 69-quarter, comma 2, Regolamento Emittenti.

lead-manager o di co-lead-manager nell'ambito di un'offerta pubblica di strumenti finanziari dell'emittente;

- e) *se del caso, una dichiarazione attestante che il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate sono parte di un qualsiasi altro accordo con l'emittente relativo alla prestazione di servizi di finanza aziendale, purché ciò non comporti la comunicazione al pubblico di informazioni commerciali riservate e l'accordo sia stato in vigore nel corso dei precedenti dodici mesi o abbia dato luogo, nel corso dello stesso periodo, al pagamento o alla promessa di pagamento di un compenso;*
- f) *se del caso, una dichiarazione attestante che il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate sono parte di un accordo con l'emittente relativo alla produzione della raccomandazione;*
- g) *nel caso in cui il soggetto pertinente sia un soggetto abilitato, la raccomandazione indica, in relazione alle persone fisiche o giuridiche che lavorano per tale soggetto sulla base di un contratto di lavoro o altro e qualora tali ultime persone abbiano partecipato alla preparazione della raccomandazione:*
 - i. *se la remunerazione di tali persone sia legata ad operazioni di finanza aziendale effettuate dal soggetto pertinente o dalle persone giuridiche collegate⁴¹; e*
 - ii. *il prezzo al quale le azioni sono state acquistate e la data dell'acquisto, nel caso in cui tali persone hanno ricevuto o acquistato le azioni dell'emittente prima di un offerta pubblica di tali azioni.⁴²*

Oltre alle indicazioni che devono essere inserite nelle raccomandazioni viziate dai conflitti di interesse, per queste situazioni sono richieste altre comunicazioni al pubblico, ossia l'esplicazione di tutte le politiche adoperate dal soggetto abilitato nonché, con scadenza trimestrale, la tipologia di raccomandazione fornita (acquistare, mantenere, vendere) e la

⁴¹ E' questo un modo per garantire l'indipendenza e l'obiettività degli analisti finanziari.

⁴² Art. 69-*quinquies* Regolamento Emittenti.

percentuale di coloro cui la raccomandazione si riferisce che hanno usufruito del servizio di finanza aziendale (in misura rilevante) offerto dagli analisti negli ultimi dodici mesi. Per garantire una trasmissione diretta ed efficace è previsto per queste l'utilizzo di Internet o di altro mezzo che garantisca la medesima agevole consultazione e che richiami chiaramente la consultazione virtuale.

3.2.5 Criteri di remunerazione

Per ridurre la presenza delle situazioni di potenziale conflitto gli intermediari predispongono un sistema di incentivazione per i lavoratori basato su fattori diversificati e volto soprattutto ad impedire che l'attività di un'area dell'impresa non influenzi la remunerazione dei dipendenti di una seconda area⁴³; sul tema della percezione degli incentivi, si richiama quanto detto nel paragrafo 3.3 del capitolo precedente.

La remunerazione dei componenti dell'organo con funzione di gestione, del direttore generale e dei direttori con deleghe operative, nonché quelle dei gestori, è monitorata dall'organo con funzione di supervisione strategica e dai consiglieri indipendenti, in modo che essa non sia in *«contrasto con le politiche di prudente gestione del rischio e sia coerente con le strategie di lungo periodo»*⁴⁴.

Pur rimanendo coerenti con i principi di sana e prudente gestione, le politiche degli intermediari non sono stringenti al punto da vietare ogni tipo di gratificazione retributiva; di norma, infatti, l'intermediario accorda la percezione di bonus legati alla performance complessiva ed alcuni reputano leciti e non rischiosi per l'indipendenza del soggetto anche i doni e l'ospitalità da parte dei soggetti con cui l'intermediario intrattiene rapporti; è questo il caso, ad esempio, di IG Market Limited, impresa di

⁴³ Banca Di Ancona Credito Cooperativo, *Politica di gestione dei conflitti di interesse*, *op. cit.*

⁴⁴ ASSOGESTIONI, *op. cit.*, p. 29.

investimento comunitaria con succursale, la quale precisa «soltanto nella misura in cui secondo il parere del nostro direttore o dei vertici aziendali tale condotta non risulti troppo generosa o eccessiva e soltanto laddove la stessa non infici il nostro obbligo di operare salvaguardando al meglio gli interessi dei nostri clienti o non contravvenga ai nostri doveri di natura giuridica o normativa»⁴⁵.

3.2.6 I codici e le regole deontologiche

L'obiettivo di evitare che le decisioni dei clienti fossero influenzate dai comportamenti scorretti di quei soggetti (amministratori, sindaci, dipendenti, collaboratori esterni,..) che prediligono il conseguimento di interessi (personali e non solo) contrastanti con quelli della clientela ha spinto le società ad elaborare codici di comportamento e regole deontologiche attraverso documenti in cui spicca la volontà di garantire la trasparenza delle attività e dei servizi di investimento, garantendo al cliente la tutela dell'integrità, imparzialità, indipendenza, correttezza, competenza, professionalità, onestà e diligenza dei funzionari, nonché vietando le operazioni nel caso di interessi personali che conducano al possibile conflitto.

A tale proposito, nel codice di Autodisciplina predisposto dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI), si vieta agli esponenti aziendali e ai dipendenti l'utilizzo di informazioni confidenziali per svolgere operazioni personali, anche se esse non fossero viziate dal conflitto di interessi; in particolare il dipendente, qualora «ritenga di trovarsi in conflitto di interessi, ne dà notizia ai propri responsabili i quali valutano l'opportunità di sollevare il dipendente dallo specifico incarico».⁴⁶

⁴⁵IG Markets Limited, Informativa Sul Conflitto Di Interessi, settembre 2012, http://www.igmarkets.it/content/dam/publicsites/itm/files/account/120400_IGM_SummaryConflictPolicy_IT.pdf.

⁴⁶ABI, Art. 1.2, Codice di autodisciplina dell'Associazione Bancaria Italiana.

Nei codici vengono anche disciplinate le modalità con cui prevenire lo scambio di informazioni riservate tra le diverse aree.

3.2.7 Le barriere

Presidio fortemente auspicato dal CESR già dal primo *Consultation Paper* del 2004, anche le barriere hanno il compito di garantire l'indipendenza di quei soggetti che, assumendo decisioni, possono recare danno al cliente preponendo il proprio interesse ovvero quello della società. In realtà la proposta di questo strumento venne criticata dagli "addetti ai lavori" al punto che già nella *Second Consultation* il CESR dovette giustificare le sue scelte: coloro che criticavano, per garantire la flessibilità dell'organizzazione, avrebbero preferito la creazione, da parte dell'organo, di un elenco di esempi di possibili metodologie all'interno del quale l'impresa avrebbe potuto scegliere, piuttosto che la "semplice" disposizione di mantenere separate determinate aree. In risposta, il CESR replicò che il nocciolo del problema era manifestare gli intenti dei soggetti e quindi la prevenzione e la gestione dei conflitti; ciò chiarito, le politiche adottate potevano essere discrezionali e non limitate all'utilizzo dell'elenco fornito dalla norma, tenendo però a mente che le barriere informative, come le *chinese walls*, benché non obbligatorie, dovevano fungere da paragone per l'efficienza delle altre politiche messe in atto⁴⁷.

Ad oggi, anni in cui queste barriere hanno molto successo ma non sono più gli unici presidi adoperati, la società valuta la possibilità di istituire:

- barriere «di tipo informativo e procedure interne atte a prevenire o controllare lo scambio di informazioni tra soggetti rilevanti impegnati in attività che possono dare origine a conflitti di interessi;

⁴⁷ CESR, *CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, 1st Set of Mandates, Second Consultation Paper, November 2004, p. 8,9.

- *barriere di tipo gerarchico (direzione separata delle strutture che svolgono attività tra loro conflittuali) e segregazione di funzioni.»⁴⁸*

Esempi di adozione di queste *chinese walls* sono l'impedimento alla circolazione delle informazioni tra le unità deputate alla gestione dei portafogli e quelle adibite alla negoziazione in conto proprio, ovvero la separazione tra aree di ricerca in materia di investimenti e quelle di *corporate finance*⁴⁹; in merito poi alla separazione fisica dei soggetti rilevanti, queste barriere implicano il divieto di scambiare informazioni, ovvero procedere ad archiviazioni separate (anche elettroniche) delle medesime.

Tali barriere, comunque, devono essere costantemente monitorate per evitare reazioni opposte; un'errata circolazione delle informazioni porterebbe alla tardiva (ovvero nulla) rilevazione delle situazioni di possibile conflitto; ciò potrebbe essere causato da un'"altezza inadeguata" delle barriere, ovvero dalla completa assenza di procedure atte a consentire, possibilmente in via eccezionale, il loro superamento.⁵⁰ Una soluzione può essere, come è previsto per la politica di gestione dei conflitti di interesse indicata dall'ASSOSIM, predisporre per la consultazione la documentazione relativa ad un eventuale conflitto, magari previa autorizzazione da parte dei superiori e grazie all'utilizzo di password ed accorgimenti simili.⁵¹

Benché oggi tali barriere siano diventate componenti fisse delle procedure per la gestione dei conflitti, il contributo apportato risulta modesto; sebbene esse limitino il flusso delle informazioni, e la recente legislazione abbia ampliato il loro peso, non riescono ad evitare

⁴⁸ ASSOGESTIONI, *op. cit.*, p. 30.

⁴⁹ FUSETTI R., RECINE F., *La nuova legislazione comunitaria relativa ai conflitti di interesse nella prestazione di servizi di investimento*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, *op. cit.*, p. 158.

⁵⁰ SASSI P., *Presidi organizzativi alla limitazione dei conflitti di interessi: la Funzione di Compliance*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse op. cit.*, p. 191

⁵¹ ASSOSIM, *Guida pratica sui conflitti di interesse*, 2008, p.9.

l'esistenza dei conflitti di interesse, né al tempo stesso riescono a ispirare un comportamento virtuoso degli addetti.⁵²

Certo, possono evitare l'utilizzo di informazioni sensibili pervenute a favore di interessi propri o di altri clienti (che porterebbero quindi ad un comportamento illecito) ma questi sono solo una piccola parte dei conflitti esistenti. Inoltre, le informazioni rilevanti per le operazioni di investimento non sempre possono essere separate dalle *chinese walls* o da altre misure interne. Come può una barriera evitare che la divisione di *Asset Management* venga a conoscenza che la divisione di *investment banking* sta sottoscrivendo titoli e sta valutando se è nell'interesse dell'impresa piazzare questi titoli nei portafogli di controllo?

E che dire poi di quelle situazioni di conflitto che sono di dominio pubblico e quindi non arginate dalle *chinese walls*? Si può sostenere a cuor leggero che, in quanto informazioni pubbliche, l'intermediario non sfrutterà a proprio vantaggio la situazione? «Può ben farlo contando sull'ignoranza del cliente e sulla fiducia di questi nell'integrità dell'intermediario (fiducia che ben può essere mal riposta)».⁵³

Infine, i confini non possono essere né troppo ampi (all'interno delle aree si formerebbero altri conflitti di interessi) né troppo opprimenti, poiché in tal caso non si annullerebbero i vantaggi apportati dal lavoro di gruppo⁵⁴ e più in generale dalla organizzazione in conglomerati.⁵⁵

⁵² A tale proposito sono stati anche compiuti degli studi scientifici sulla "resistenza" delle *Chinese Walls*. E' questo il caso di un articolo di ricerca firmato Lehar e Randi, *Chinese walls in German Banks*, in Social Sciences Research Network Library, 2003 nel quale si è cercato di elaborare una regressione al fine di determinare l'esistenza o meno di faglie nelle barriere. Il risultato dell'analisi è stato positivo e ha dimostrato che le barriere, le quali dovrebbero limitare il passaggio di informazioni dall'area dell'analisi finanziaria, in realtà poco svolgono la loro mansione. La presenza di queste distorsioni, secondo l'articolo, si evince in primo luogo dal fatto che le analisi su titoli di società partecipate dalle banche tedesche siano più precise rispetto alle altre; in secondo luogo, dai comportamenti strategici degli analisti, i quali cercano di dare evidenza ai *report* positivi e di minimizzare (o potendo, evitano di emettere) i *report* negativi.

⁵³ ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, op. cit., p. 853/1.

⁵⁴ BELTRAMI P., *I servizi di investimento e I conflitti di interesse in Germania: un'analisi giuridica*, in ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), op. cit., p. 331.

A proposito dello scetticismo sull'uso di questi strumenti, si riportano le osservazioni di Crockett *et al.* (pag. 72): «*benché muraglie organizzative consistenti siano considerate da molti cruciali nel sistema di banche universali che sta attualmente emergendo negli Stati Uniti, l'opinione prevalente è che unità indipendenti dal punto di vista legale o operativo non siano effettivamente indipendenti. Esistono forti incentivi ad utilizzarle come unità integrate per sfruttare le economie di produzione congiunta piuttosto che come una squadra di unità separate. Gli studi sulle holding che controllano le unità operative, dimostrano che le politiche gestionali sono normalmente centralizzate. Inoltre, le banche universali hanno incentivi a proteggere le società controllate dal rischio di fallimento, per timore del rischio reputazionale*». ⁵⁶

3.2.8 Restricted list e watch list

Dal momento che l'intermediario potrebbe essere in possesso di informazioni confidenziali riguardanti strumenti con i quali svolge servizi e attività di investimento, nonché potrebbe avere determinati interessi sul loro collocamento e sulla loro sottoscrizione (interessi che possono non essere gli stessi della clientela), si prende spunto dalla Guida ASSOSIM per individuare un'altra possibile politica di gestione del conflitto, ossia l'utilizzo di elenchi non segreti di «*strumenti finanziari per i quali l'intermediario pone dei limiti (parziali o totali) all'attività svolta dalle strutture preposte*»⁵⁷; in altre parole, intermediari e gestori di patrimoni possono autoimporsi di non svolgere determinate attività, come l'investimento o il disinvestimento, su particolari strumenti. Si rileva quindi la triplice

⁵⁵ PERRONE A., in ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), *op. cit.*, p. 57; M. KRUIHOF, *Conflict of Interest in Institutional Asset Management; Is the EU Regulator Approach Adequate*, Financial Law Institute, December 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=961338.

⁵⁶ CROCKETT *et al.*, *Conflicts of interest in the financial services industry*, traduzione tratta da ORLANDO M. e SABATINI G., *I conflitti di interesse negli intermediari finanziari*, in ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G. e RESCIGNO M. (a cura di), *op. cit.*, p. 68.

⁵⁷ ASSOSIM, *op. cit.*, p. 10.

funzione di queste liste: innanzitutto sono atte a prevenire la comparsa di situazioni conflittuali, consentono poi alla clientela di essere informata circa le scelte dell'intermediario ed infine, specialmente per quegli intermediari che effettuano servizi ed attività anche al di fuori dei confini nazionali, di violare norme locali.⁵⁸

Le *watch lists*, invece, sono elenchi dei medesimi strumenti di cui si detengono informazioni confidenziali, finalizzati però non ad conferire dei limiti, ma ad «attribuire ad una funzione aziendale il compito di monitorare l'attività svolta dalle strutture preposte allo svolgimento dei servizi di investimento, al fine di individuare eventuali anomalie»⁵⁹; sono dunque elenchi non disponibili al pubblico. Per questi titoli non sono comunque previsti limiti operativi, si elencano solo affinché la Funzione di Compliance possa monitorarli con maggior efficacia.

Esemplificando, procede la Guida, si potrebbero creare degli elenchi di strumenti emessi dalle società affiliate oppure dagli emittenti a cui l'intermediario eroga finanziamenti e concede consulenza, e dunque rispetto ai quali è in possesso di informazioni privilegiate.

3.2.9 Divieto di agire in situazioni di conflitto

La norma non ha previsto la possibilità di soprassedere all'esecuzione dell'operazione quando il danno in questione possa essere particolarmente elevato; pur senza esservi obbligati, tuttavia, gli intermediari non escludono questa opzione nel momento in cui tutte le operazioni messe in atto (*disclosure* compresa) non si rivelano idonee a prevenire il rischio.

In merito a ciò, sottolinea l'Assosim, l'intermediario deve avere la capacità di giudicare quali siano quei servizi di investimento che, messi in

⁵⁸ BELTRAMI P., *I servizi di investimento e la gestione dei conflitti di interessi in Germania*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, op. cit., p. 331; EISELE D., *Verhaltensregeln und Compliance*,

⁵⁹ ASSOSIM, op. cit. p. 10.

atto, ingenerano un rischio, e quelli che invece arrecano con sufficiente certezza un danno al cliente; è prassi condivisa ritenere che, in questa seconda situazione, l'intermediario sia legittimato a non svolgere quel servizio o quell'attività⁶⁰.

Soluzione a questo scostamento della prassi operativa dalla norma potrebbe essere la concessione di un'autorizzazione del cliente ad operare, atto che dimostrerebbe l'idoneità dell'operazione al miglior soddisfacimento del cliente, a prescindere dall'esistenza di un interesse conflittuale dell'intermediario. Questa autorizzazione, tuttavia, non va in alcun modo a dispensare la società né dai suoi obblighi in materia di conflitto di interessi, né tantomeno «dall'obbligo più generale di servire al meglio gli interessi della clientela»⁶¹.

3.2.10 La *best execution*

Anche questa "filosofia" potrebbe essere adottata come politica di gestione dei conflitti, specialmente nei settori in cui le ordinarie politiche potrebbero aver meno effetti. Avendo infatti questa strategia l'obiettivo di soddisfare l'interesse del cliente nel migliore dei modi, i conflitti di interesse dovrebbero essere eliminati per definizione nel momento di esecuzione degli ordini ed adempimento dei servizi.

La *best execution*, tuttavia, può eliminare la presenza dei conflitti di interesse soltanto in determinati servizi e attività di investimento, come possono essere ad esempio la scelta, all'interno di un gruppo, dell'intermediario finanziario a cui far eseguire un ordine, mentre non

⁶⁰ Scrive BELTRAMI P. *I servizi di investimento e la gestione dei conflitti di interessi in Germania*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, op. cit., p. 373, a proposito: «La borsa di Londra ha, ad esempio, emanato un Model Code per le società quotate, in base al quale per determinati periodi (c.d. close periods) prima della pubblicazione di un rapporto sono impediti operazioni ai manager.»

⁶¹ ASSOSIM, op. cit., p. 11.

possono eliminarla in quelle attività e servizi la cui *fase genetica*⁶² può essere viziata dal conflitto, come ad esempio può esserlo il servizio di consulenza.

3.2.11 L'ultima strada

Ultimo rimedio è colpire con sanzioni amministrative lo sfruttamento di interessi a vantaggio dell'intermediario o dei suoi *manager*. Si tratterà approfonditamente dell'argomento nel quinto capitolo.

3.3 La comunicazione e il rapporto dialettico col cliente

In un contesto dove il rapporto tra investitore ed impresa viene sempre più mediato dalla figura di un'impresa di investimento, si sono rese necessarie nuove regole di trasparenza e correttezza affinché queste siano spinte ad adottare comportamenti prudenti e corretti; uno dei mezzi di maggiore efficacia è l'informativa che rende il cliente un investitore consapevole in uno scambio continuo di nozioni con la banca, non più un semplice cliente-risparmiatore passivo e disinformato.

3.3.1 Descrizione della politica di gestione

Gli intermediari quindi sono portati a rendere edotta la clientela al dettaglio circa la formazione dei prezzi dei loro prodotti, le condizioni contrattuali praticate (anche in fase precontrattuale⁶³), nonché in generale le informazioni inerenti i servizi di investimento in generale, le politiche adottate per l'esecuzione di essi, nonché le politiche di gestione dei conflitti fin qui esaminate (compresi i criteri adottati nella fase di identificazione).

⁶² ASSOSIM, *op. cit.*, p. 12.

⁶³ La disciplina per le strutture creditizie è dettata dal titolo VI, artt. 115-128 TUB.

L'informativa in questione è fornita su un supporto duraturo consegnato prima di agire per conto dei clienti ovvero secondo altre modalità qualora la società lo ritenga necessario⁶⁴ (es. trasmissione telematica: se l'operazione è avvenuta telefonicamente, la conversazione deve rimanere incisa su nastro magnetico).

La comunicazione, che si inserisce nel quadro più ampio dell'informativa precontrattuale, è disciplinata dall'art. 29 del Regolamento Intermediari che scrive «*gli intermediari forniscono ai clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio [...] una descrizione, anche in forma sintetica, della politica seguita dall'intermediario in materia di conflitti di interessi e ogni qualvolta il cliente lo richieda, maggiori dettagli circa la politica in materia di conflitti di interessi su un supporto duraturo o tramite il sito Internet dell'intermediario [...]»*; inoltre, la norma comunitaria accorda la possibilità di redigere un documento standardizzato (con tutti i limiti che tale scelta può portare), e gli autori a commento precisano che accanto alle politiche di gestione occorre anche comunicare la natura e/o le fonti di tutti i possibili conflitti in cui l'intermediario incorre o potrebbe incorrere⁶⁵.

⁶⁴ L'aggettivo "duraturo" indica un supporto che permette al cliente di conservare le informazioni, di poterle agevolmente recuperare entro determinato arco di tempo e nello stesso la riproduzione non subisca mutamenti. In tali strumenti si ricomprendono i *floppy disc*, i CD-ROM, i DVD e il disco rigido del computer del cliente. Il *Technical Advice* specifica poi che non sono compresi nella definizione i siti internet. L'art. 36 Regolamento intermediari inoltre precisa che per supporto duraturo si intende tanto quello cartaceo quanto uno diverso a condizione che la modalità risulti appropriata al contesto in cui avverranno le trattative tra intermediario e cliente e a condizione che nel momento in cui è data la facoltà di scegliere il supporto che più gli si confà, il cliente scelga il secondo. Se poi lo strumento in questione è il sito internet, devono ricorrere alcune condizioni: l'utilizzo dello strumento deve risultare appropriato al contesto (poco appropriato ad esempio potrebbe essere il richiedere ad un anziano di accedere al sito internet per consultare l'informativa), il cliente deve acconsentire a reperire autonomamente le informazioni (non può pretendere che l'intermediario gli fornisca un computer con il quale accedere al sito internet), al cliente viene inviato elettronicamente (*conditio sine qua non* è quindi la facoltà del cliente di accedere regolarmente ad Internet, prova ne sarà l'e-mail che esso fornirà all'intermediario) l'indirizzo del sito e la sezione in cui trovare l'informativa, la quale deve essere consultabile nel sito per tutto il periodo in cui ragionevolmente il cliente può averne bisogno.

⁶⁵ ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria*

Il CESR nel *Technical Advice* del 2005 precisò inoltre che la comunicazione non poteva limitarsi alle informazioni di base e doveva essere equilibrata alle caratteristiche del servizio o dello strumento, ma al tempo stesso non doveva avere un carattere troppo dettagliato affinché fosse compresa dalla clientela *retail*. Nella prassi, purtroppo, ci si limita a fornire una descrizione *sommatoria e di carattere generale*⁶⁶, sempre tuttavia con il monito che questi strumenti non diventino delle *fictio iuris*, ossia pratiche di legalizzazione per esercitare le attività in conflitto di interesse, giustificate da una biblioteca cartacea data da leggere al cliente.

In merito a questa comunicazione, scrive la direttiva MiFID all'art. 19, le informazioni (comprese le comunicazioni di marketing) indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti, devono essere chiare e non fuorvianti (nel senso che, ad esempio, le comunicazioni fatte con obiettivi promozionali, giustappunto le comunicazioni di marketing, devono essere agilmente identificabili come tali), predisposte in modo tale che siano ragionevolmente intese e grazie ad esse possano essere prese decisioni consapevoli. Per rispettare le esigenze di chiarezza e comprensibilità volute dalla norma *ex art 28*, tale comunicazione può essere redatta secondo un approccio intuitivo e immediato, utilizzando tabelle, elenchi puntati, diagrammi.

Attraverso questa politica di aumento della trasparenza, il legislatore intende ridurre così l'asimmetria informativa attraverso il palesamento del conflitto: quali grandi progressi si potrebbero fare semplicemente informando il cliente, ad esempio, del vincolo in capo alla banca di acquistare i titoli invenduti oppure che i titoli che la banca cerca di collocare sono stati già acquistati?

Questa misura imposta dalla normativa si distingue dalle politiche predette per il fatto di non essere limitata all'ambito dei conflitti che

dei servizi d'investimento, op. cit., p. 844/1 ss.

⁶⁶ ASSOSIM, *op. cit.*, p.18.

arrecano un *grave* danno al cliente, ma il suo raggio di azione comprende tutti i conflitti in cui l'intermediario può imbattersi.

Al fine di consentire alle Autorità competenti il monitoraggio delle misure che le imprese mettono in atto per rafforzare l'integrità del mercato, con particolare riferimento anche all'abuso delle informazioni di privilegiate e alla manipolazione del mercato, è predisposta la registrazione dell'informativa precontrattuale, come prescritto dall'art. 25 MiFID, registrazione che quindi comprende anche l'informativa in merito ai conflitti di interesse ma che deve essere inviata anche al cliente per ciò che concerne i servizi prestati.

L'informativa, nonché le numerose politiche di cui si è parlato finora, non sempre si rivelano sufficienti a prevenire i conflitti di interesse. In particolare, è stato dimostrato da uno studio di economia comportamentale⁶⁷ che la descrizione della politica di gestione può avere degli effetti controproducenti e perversi sul comportamento delle parti del rapporto. Può accadere, infatti, che il cliente proprio in forza della *disclosure*, sia portato a dare maggiore peso al consiglio datogli dall'intermediario convinto del fatto che "rivelargli" l'esistenza del conflitto sia per l'intermediario prova di sincerità e lealtà; il cliente è indotto a pensare che il consiglio fornitogli sia particolarmente sincero dal momento che l'intermediario si assume l'onere di comunicarla. Quest'ultimo, invece, potrebbe non ragionare come il cliente pensa, ed anzi potrebbe sentirsi legittimato a fornire consulenza in pieno conflitto di interesse proprio in forza dell'adeguata avvertenza data al cliente dell'esistenza. Ciò accade, ha dimostrato lo studio, perché la clientela (soprattutto quella *retail*) sostanzialmente ignora la materia in questione, e dunque tende ad affidarsi con minore razionalità al suo intermediario.

⁶⁷ CAIN, LOWENSTEIN, MOOREXX, *The dirt on coming clean: Perverse Effects of Disclosing Conflict of Interest*, in 34 J. Legal Stud, 2005, <http://sds.hss.cmu.edu/media/pdfs/loewenstein/DirtOnComingClean.pdf>.

3.3.2 La comunicazione dei conflitti di interesse nei servizi e nelle attività di investimento

Non essendo sempre possibile gestire i conflitti, qualora nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento l'intermediario ritenga che non sia possibile con ragionevole certezza escludere il rischio di pregiudizio al cliente, l'intermediario è obbligato a comunicare questo limite ed, eventualmente, attendere l'autorizzazione del cliente, invece che forzarsi a non compiere l'incriminata operazione come invece accadeva nella precedente regolamentazione. Non può tuttavia esimersi dal cercare di mantenere un comportamento equo e di trasparenza nei confronti del cliente.

Cosa comunicano gli intermediari in tal caso? Quando la ragionevole certezza non è conseguita, essi informano il cliente, come scrive l'art. 23 Regolamento congiunto, *«prima di agire per loro conto della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano»*. La norma a questo punto non specifica se, una volta informato, il cliente abbia la possibilità di revocare l'ordine, ovvero se svolto questo obbligo di *disclosure*, l'intermediario sia automaticamente autorizzato a dare corso all'operazione o ad astenersene senza attendere una formale accettazione; l'Assosim, ad esempio, non ritiene necessario raccogliere il consenso del cliente, benché dal canto suo consigli una firma scritta che attesti, se non l'autorizzazione formale, quantomeno il recepimento della comunicazione.

Altra questione che il legislatore lascia irrisolta riguarda l'ampiezza dell'autorizzazione che il cliente fornisce secondo quanto detto sopra: deve essere autorizzata ogni singola operazione ovvero è sufficiente un'autorizzazione generale? L'estremizzazione di queste due linee di

pensiero condurrebbero a pensare che nel primo caso serva il consenso per ogni specie di operazione, addirittura anche quelle non caratterizzate da effettiva conflittualità ma pur sempre foriere di potenziali conflitti, mentre all'estremo opposto si affermerebbe la tesi che ritiene sufficiente mettere in guardia il cliente circa la possibilità da parte dell'intermediario di trovarsi in situazioni di conflitto, bastando così l'assenso del cliente affinché la società operi anche in queste situazioni (sempre salvaguardando l'interesse del cliente).

A tale proposito, il documento dell'ABI datato 18 ottobre 2007 di Risposta alla consultazione della Banca d'Italia e della Consob sulla regolamentazione congiunta di recepimento della MiFID propone l'adozione dei seguenti criteri:

- *«per gli eventuali conflitti di interessi relativi al servizio di collocamento (con o senza assunzione a fermo), vista la specificità di tali situazioni di conflitto, l'informativa dovrà essere resa in occasione di ogni singola operazione;*
- *per gli eventuali conflitti relativi alla prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti, ricezione e trasmissione degli ordini, esecuzione di ordini per conto dei clienti, negoziazione per conto proprio, generalmente meno rilevanti rispetto alla casistica precedente, pare sufficiente un'informativa resa livello contrattuale;*
- *per gli eventuali conflitti di interesse relativi alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, vista la concreta impraticabilità di un'informativa resa su ogni singola operazione ed in coerenza con quanto previsto nella normativa previgente, l'informativa potrà essere contenuta nel contratto.»⁶⁸*

«Se ne desume dunque che la decisione del cliente, cui l'informazione è strumentalmente ordinata, abbia a vertere sul punto se, data la situazione di conflitto denunciata (...) l'intermediario possa (= sia autorizzato a) prestare il servizio, o debba astenersene.»⁶⁹

⁶⁸ ABI, Risposta alla consultazione della Banca d'Italia e della Consob sulla regolamentazione congiunta di recepimento della MIFID, 18 ottobre 2007, p. 14.

⁶⁹ SCOTTI CAMUZZI S., *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari*, op. cit., p.

Dunque, la decisione informata altro non è che l'autorizzazione (esplicita o implicita) a compiere l'operazione, per cui in assenza della stessa l'intermediario è tenuto ad astenersi dall'operare. A fronte di queste considerazioni, quindi, si potrebbe parlare di un ritorno del principio di *disclosure or abstain*, principio tuttavia valevole solo in ambito circoscritto (ossia quelle operazioni in cui i presidi organizzativi dell'intermediario non sono risultati sufficienti per la gestione del conflitto di interessi).

Come si è già detto, però, l'ampia libertà lasciata agli intermediari ha fatto sì che non venissero adottate politiche omogenee nemmeno nelle modalità di comunicazione dei conflitti di interessi; e mentre l'Associazione Bancaria proponeva un'informativa al livello contrattuale, l'Associazione delle SIM suggeriva alle sue di fornire la *disclosure* nell'ambito dell'informativa precontrattuale, quindi prima di prestare il servizio al cliente, magari in calce alla politica di gestione.

Inoltre, l'art. 21 comma 1 lett. b) TUF specifica che l'informazione dovuta al cliente⁷⁰ verte sulla natura generale⁷¹ e/o sulle fonti dei conflitti (ossia sulle specifiche caratteristiche dei conflitti e/o sulle loro origini), benché il contemporaneo utilizzo di congiunzione e disgiunzione possa risultare forviante; l'art. 23 comma 3 del Regolamento congiunto parla di una decisione informata circa i "servizi prestati". Da questa analisi congiunta alcuni autori hanno dedotto che l'informazione debba essere «*correlata ad una o più operazioni determinate, dal momento che una decisione informata relativa ad una situazione di conflitto di interessi per così dire aperta, correlata cioè ad una qualsivoglia futura operazione coinvolgente quel tipo di conflitto (peggio, certi tipi di conflitto, e ancor peggio, qualsiasi tipo di conflitti),*

301.

⁷⁰ Sempre nel caso in cui le misure adottate non siano idonee a prevenire con ragionevole certezza la lesione degli interessi del cliente.

⁷¹ Nell'art. 23 del Regolamento congiunto, al contrario di quanto scritto nell'art. 21 TUF, si rivede la terminologia e si cassa l'aggettivo "generale" precedentemente utilizzato, dal momento si ha motivo di credere che il concetto di natura incorpori già al suo interno le generalità del conflitto di interessi di cui l'informazione andrà a parlare: informare circa la "natura generale" non sarebbe che un appesantimento.

*costituisce un'autorizzazione in bianco, inadatta allo scopo.»*⁷² Contrariamente a ciò, Assosim invece ha consigliato ai suoi associati di fornire una comunicazione che non riguardi lo specifico servizio, ma piuttosto quello generale, come mostra nell'esempio:

*«[intermediario] può effettuare investimenti, nell'ambito del servizio di gestione di portafogli a calere sui portafogli gestiti, in strumenti finanziari collocati dallo stesso intermediario o da società affiliate.»*⁷³

Sebbene poi si legga nella D2 al considerando 27 specifiche che *«la comunicazione dei conflitti da parte di un'impresa di investimento non deve esentarla dall'obbligo di mantenere e applicare le disposizioni organizzative»* (e tale considerazione è da espandersi a tutti gli intermediari finanziari), non è escluso che alcuni soggetti abusino della stessa per svincolarsi dagli altri obblighi. D'altro canto, è molto sottile lo spartiacque tra il vantaggio personale dell'intermediario e il perseguimento dell'interesse del cliente nella scelta di comunicare l'impossibilità: quando è tutela del cliente e quanto invece prevale il desiderio di "deresponsabilizzazione" da parte della società?

3.3.3 La comunicazione dei conflitti nella prestazione del servizio di gestione collettiva

Se l'intermediario in questione svolge l'attività di promozione e gestione dei fondi di investimento e attraverso le politiche di cui sopra non è in grado di escludere, con ragionevole certezza, che il conflitto di interesse possa ledere gli interessi degli OICR gestiti e dei loro partecipanti, la società è tenuta a trasmettere le informazioni di cui è in possesso all'organo con funzione di supervisione strategica affinché esso

⁷² SCOTTI CAMUZZI S., *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari*, op. cit., p. 301.

⁷³ ASSOSIM, op. cit., p. 19.

possa, con il parere dei consiglieri, deliberare in modo da garantire un equo trattamento di tutti gli OICR gestiti e dei partecipanti.

Analizzando le informative sulla politica di gestione dei conflitti di interessi, a mio avviso, traspare nella maggior parte dei casi l'intento di salvaguardare gli interessi propri piuttosto che quelli del cliente, questo tuttavia senza violare alcuna norma. Alcune informative contengono elenchi davvero lunghi di operazioni che l'intermediario non è in grado di privare dei conflitti di interesse, mentre in altre l'elenco può essere ristretto ma molto generico; in altre ancora, traspare sinceramente l'intento di ridurre queste operazioni in confronto a quelle gestibili. Tuttavia, l'analisi non può limitarsi al confronto di un solo paragrafo dell'informativa, ma deve considerare il documento nel suo intero. È allora possibile riconoscere altri limiti delle informative, come ad esempio il fatto che in alcune di esse sussista una sostanziale coincidenza tra la "mappatura" dei conflitti e gli obblighi di *disclosure*; essa dichiara sì di mettere in atto le procedure necessarie per tutelare l'interesse del cliente nelle operazioni interessate, ma riconosce che per nessuna di esse è in grado di eliminare il rischio di pregiudizio.

Se l'analisi delle politiche di gestione si focalizzasse sull'affidabilità che queste inducono nel cliente, allora si potrebbe affermare che le misure predisposte, proprio quelle disciplinate dalla normativa comunitaria, non appaiono efficaci: non lo sembra l'autorizzazione data dal cliente ad operare, né l'ammontare di pagine (oppure il numero ristretto ma con carattere di scrittura infinitamente piccolo) che elencano tutte le operazioni in cui l'intermediario non sa gestire opportunamente il conflitto di interessi.⁷⁴

⁷⁴ ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, op. cit., pag. 844/1 ss.

3.4 La funzione di Compliance

L'evoluzione del mercato (in termini di offerta di prodotti e concorrenza) ha portato ad una crescente difficoltà di gestione di queste politiche. In guisa di ciò, il regolatore ha introdotto una nuova funzione all'interno dell'intermediario allo scopo di presidiare il rischio di non conformità, ossia «*il rischio di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni di reputazione in conseguenza di violazioni di norme imperative (di legge o di regolamenti) ovvero di autoregolamentazione*».75

La Funzione di *Compliance*, chiamata a valorizzare il rapporto fiduciario con la clientela e con gli *stakeholders*, ha un ruolo fondamentale nella definizione dei presidi organizzativi per la gestione dei conflitti di interesse, attività che si origina non nel momento in cui si verifica concretamente il conflitto di interesse, ma solo in virtù della consapevolezza che potenzialmente i servizi e le attività di investimento sono foriere di tali dissidi. La mancata attuazione delle politiche può rappresentare da un lato una violazione della normativa che comporta l'emissione di sanzioni amministrative in capo ai soggetti responsabili, dall'altro, potrebbe incidere profondamente sulla reputazione dell'intermediario e quindi sull'azione commerciale poiché una lesione all'immagine potrebbe avere conseguenze sul potere contrattuale e sul rapporto di fiducia col cliente, sulla risoluzione di contenziosi, sul livello di prestazioni76.

Per evitare questi danni all'intermediario, la Funzione di *Compliance*, dunque, ha il compito di monitorare innanzitutto le fattispecie conflittuali individuate dallo stesso e di conseguenza le procedure e le soluzioni

⁷⁵ BANCA D'ITALIA, Disposizioni di Vigilanza - La funzione di conformità (compliance), 12 luglio 2007, in http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/normativa/disposizioni/provv/provv_9_7_07.pdf

⁷⁶ SASSI P., *Presidi organizzativi alla limitazione dei conflitti di interessi: la Funzione di Compliance*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse op. cit.*, p. 182.

organizzative adottate per la gestione, misure che sono logicamente più complesse in proporzione alla complessità della fattispecie. Non ci si deve dimenticare poi che la *Compliance* svolge anche un monitoraggio sul rispetto e sull'adeguatezza dei flussi informativi e degli obblighi di *disclosure*, essenziali perché «consentono la completa definizione tassonomica dei rischi insorgenti dai processi. In loro assenza, infatti, anche le *best practices* più efficienti potrebbero rivelarsi inadeguate se, internamente al periodo societario, le informazioni non dovessero consentire l'identificazione delle tipologie e delle casistiche esistenti o potenziali del conflitto e non fossero correttamente identificati i soggetti responsabili della loro supervisione»⁷⁷.

Le azioni che caratterizzano questa funzione, ossia quella di verifica e quella di monitoraggio preventivo si svolgono, come cita il Principio 8 delle "Linee Guida per la Funzione di *Compliance*" pubblicate dall'Associazione Italiana *Compliance* (AICOM) attraverso un «processo trasversale che consta di presidi organizzativi e operativi atti ad evitare disallineamenti con l'insieme delle regole interne ed esterne. Il processo, opportunamente formalizzato, può riguardare la sola capogruppo/più aziende del gruppo/l'intero gruppo di riferimento.»

Ergo, dopo aver identificato quali sono le norme in materia di conflitti applicabili all'intermediario e quale è l'area a rischio, l'organo di *Compliance* si occupa di costituire le procedure organizzative necessarie per il contenimento del rischio attraverso la sollecitazione delle funzioni preposte ed in ultima istanza verifica che le procedure siano efficaci ed efficacemente applicate⁷⁸ attraverso un'azione preventiva di tipo consultivo e propositivo⁷⁹, sino a correggere eventuali lacune riscontrate.

⁷⁷ SASSI P., *Presidi organizzativi alla limitazione dei conflitti di interessi: la Funzione di Compliance*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse op. cit.*, p. 184.

⁷⁸ TARANTOLA A. M., *La funzione di compliance nei sistemi di governo e controllo delle imprese bancarie e finanziarie*, intervento al Workshop CeTIF_Univeristà Cattolica del Sacro Cuore, Milano, ottobre 2007, www.cetif.it/cm/Docs.aspx?Nome=DocID268_ModWK_ID38_ggID133.pdf, p. 7.

⁷⁹ SASSI P., *Presidi organizzativi alla limitazione dei conflitti di interessi: la Funzione di Compliance*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse op. cit.*, p. 186.

La funzione di *Compliance* non opera da sola nell'organizzazione delle limitazioni ai conflitti di interesse; in particolar modo, certamente a causa dell'utilizzo delle medesime metodologie di intervento, essa sfrutta le sinergie che si vengono a creare con la funzione di *Internal Audit*⁸⁰. Oltre a questa collaborazione, la *Compliance* sfrutta anche i rapporti che intercorrono con i Comitati di Controllo Interno, l'Organismo di Vigilanza, con il top management e con l'Organizzazione delle aree *business*.

In sostanza, nell'ordinario processo di gestione del conflitto⁸¹, la Funzione di *Compliance* garantisce l'efficienza e l'efficacia delle misure adottate e, partecipando alle attività collegiali, è in grado di valutare tempestivamente la congruità delle stesse con i riferimenti normativi.

Un utile esempio di supporto alla gestione può essere fornito dalla seguente tabella:

Tab. 3.1. Funzioni e procedure adottabili dalla Funzione di Compliance

Funzioni/procedure	Caratteristiche operative
<ul style="list-style-type: none"> • Registro delle situazioni in potenziale o reale conflitto di interessi 	<ul style="list-style-type: none"> • Frequenza di alimentazione
<ul style="list-style-type: none"> • Alimentazione manuale o automatica 	<ul style="list-style-type: none"> • Periodicità di identificazione automatica e dinamica di nuovi conflitti/ aggiornamento di quelli esistenti
<ul style="list-style-type: none"> • Identificazione delle misure di gestione del caso 	<ul style="list-style-type: none"> • Evoluzione del caso nei diversi stati

⁸⁰ Le differenze tra le due funzioni non sono tuttavia irrilevanti. La *Compliance* svolge un controllo sulla conformità *ex ante*, mentre l'*Internal Audit* monitora *ex post* e svolge un controllo più in generale, anche sull'attività di *Compliance*. La collaborazione tra le due funzioni è essenziale in quanto rendono possibile lo svilupparsi di piani d'azione complementari, sebbene tale rapporto possa essere viziato da conflitti di interesse a sua volta; in guisa di ciò, la formalizzazione del mandato sancisce l'indipendenza e l'autonomia della funzione di *Compliance* rispetto all'organo di *Internal Audit* e rispetto alle altre strutture operative.

⁸¹ Tale processo può essere sintetizzato nei seguenti punti:

- Identificazione delle potenziali situazioni di conflitto;
- valutazione del livello di rischio e del livello di gravità implicito;
- adozione di vincoli e procedure, nonché di obblighi di comunicazione;
- sviluppo di un piano di formazione per le funzioni aziendali.

<ul style="list-style-type: none"> • Produzione di report di “white list”, “restricted list” e “black list” 	<ul style="list-style-type: none"> • Controlli automatici per gli algoritmi di <i>matching</i> standard ovvero personalizzabili a richiesta per specifiche esigenze
<ul style="list-style-type: none"> • In caso di mancata gestione collegamento ai sistemi di <i>front</i> per le opportune segnalazioni di disclosure 	<ul style="list-style-type: none"> • Modulo ad hoc ma integrabile in piattaforma di Compliance multi direttiva.
<ul style="list-style-type: none"> • <i>Workflow</i> del caso per evoluzione delle situazioni di conflitto 	
<ul style="list-style-type: none"> • Registrazione delle persone rilevanti e delle transazioni personali 	

Fonte: CeTIF, MiFID/2008: scenari e opportunità per le imprese di investimento nella fase di consolidamento della direttiva, Rapporto di ricerca, 2008

3.5 Il Registro

All’intermediario non è demandato solo il compito di gestire le situazioni di conflitto di interesse già esistenti, ma anche quello di predisporre misure per individuare/gestire nuove situazioni di conflitto di interessi che dovessero manifestarsi.

A cavallo dunque tra le misure di identificazione e quelle di gestione dei conflitti è obbligatorio ed utile, nel rispetto dell’art 23 D2 (poi recepito dall’ordinamento italiano *ex art. 26* Regolamento Congiunto), predisporre il registro, uno strumento nel quale sono riportate, a fronte delle attività e dei servizi coinvolti, le situazioni per le quali è sorto ovvero si prevede che sorgerà un conflitto idoneo a ledere gli interessi di clienti.

La Funzione di *Compliance*, incaricata dalla funzione di supervisione strategica, svolge un ruolo attivo nella predisposizione del registro nonché nella dimostrazione di gestione dei conflitti.

Essa predisporre il registro partendo da un confronto tra le fonti che possono originare una situazione di conflitto, avendo in particolar modo riguardo per:

- «l'analisi dei conflitti di interesse in un'ottica di gruppo;
- l'identificazione automatica e dinamica dei casi;
- la creazione di un workflow a supporto del processo;
- la conservazione con funzionalità di audit trail delle modifiche, la segregazione delle informazioni e degli accessi e la messa a fattor comune dei dati utili;
- la predisposizione di controlli periodici e automatici⁸²», attraverso i quali riferire agli organi aziendali gli sviluppi⁸³(art. 16 Regolamento congiunto⁸⁴).

Dal punto di vista logistico, tale strumento recepisce ed identifica, su base continuativa, i conflitti nell'ordine in cui i flussi informativi sono percepiti e secondo l'operatività che la società intende porre in essere.

Chiaramente il dialogo e lo scambio di informazioni privilegiate tra la funzione di *Compliance* e le unità organizzative, «tra gli organi e le funzioni aziendali, i soggetti rilevanti e la società»⁸⁵ è imprescindibile al fine di annotare puntualmente le suddette situazioni, sebbene finora si sia scritto dell'importanza delle barriere informative tra un'area e l'altra; per favorire questo dialogo, è bene bilanciare il timore che gli operatori agiscano in conflitto di interessi con la necessità di pervenire a informazioni complete, nonché incentivare la competenza del personale e dei responsabili sulla normativa in tema di conflitti e sugli obblighi che ne derivano. A tal proposito la guida ASSOSIM propone l'obbligo di divulgazione, da parte della funzione di *Compliance*, della politica adottata dall'intermediario

⁸² CeTIF, *MiFID/2008: scenari e opportunità per le imprese di investimento nella fase di consolidamento della direttiva*, *Rapporto di ricerca*, 2008, p. 57-58

⁸³ Rimane tuttavia compito degli organi di supervisione strategica, gestione e controllo dare attuazione alle misure più opportune.

⁸⁴ Regolamento Congiunto, art. 16, comma 3: la funzione di controllo di conformità presenta agli organi aziendali, con periodicità almeno annuale, le relazioni sull'attività svolta. Le relazioni illustrano, per ciascun servizio prestato dall'intermediario, le verifiche effettuate e i risultati emersi, le misure adottate per rimediare a eventuali carenze rilevate nonché le attività pianificate. Le relazioni riportano altresì la situazione complessiva dei reclami ricevuti, sulla base dei dati forniti dalla funzione incaricata di trattarli, qualora differente dalla funzione di controllo di conformità.

⁸⁵ ASSOGESTIONI, *op. cit.*, p. 31.

nella materia, nonché di ulteriori corsi di approfondimento ove necessario. L'obiettivo finale sarà quello di garantire ad ogni dipendente la possibilità di rilevare la conflittualità di una situazione nell'ambito di sua competenza, nonché l'opportunità di conoscere le procedure da eseguire per un'adeguata prevenzione.

In ultima istanza, le situazioni di conflitti di interessi identificati ed iscritti nel registro vengono monitorati dall'organo di supervisione strategica generalmente con frequenza almeno annuale e in via eccezionale in occasione di mutazioni della compagine del gruppo o dell'intermediario, specialmente quando quest'ultimo si accinge ad iniziare nuove attività.

4 I RIMEDI AI COMPORTAMENTI INADEMPIENTI DEGLI INTERMEDIARI ATTRAVERSO LA STORIA E LE SENTENZE

4.1 Premessa

Le problematiche circa le azioni che i clienti al dettaglio, professionali ovvero qualificati, promuovono contro gli intermediari finanziari sono state ridotte. La nascita dei cosiddetti contratti-quadro, ha fatto sì che nulla fosse «*lasciato al caso*»¹ ma tutto (o quasi) regolato per iscritto, consentendo in tal modo al cliente di conoscere puntualmente gli obblighi e le responsabilità in capo all'intermediario, le caratteristiche dei servizi e delle attività che si accinge a sottoscrivere (con particolare attenzione per la consulenza), i profili di remunerazione, la riservatezza sulle informazioni ed anche il comportamento da tenere in presenza di conflitti di interessi.

A questo si aggiunge, con il recepimento della direttiva MiFID, un altro strumento di conoscenza per la clientela al dettaglio, professionale ovvero qualificata, che consiste nell'obbligo di informare chiaramente il cliente della natura generale e/o delle fonti dei conflitti qualora non sia possibile (con le politiche messe in atto) prevenire il nocimento dell'interesse del cliente.

È da rilevare, però, che per alcuni autori questa intervenuta trasparenza dell'operatività dell'intermediario rischia di assumere non tanto i profili di tutela della controparte debole come la *ratio* vorrebbe, quanto più l'aspetto di «*lasciapassare o esenzione da responsabilità per il compimento di un'attività di investimento per la clientela in conflitto di interessi*»². È chiaro infatti che la

¹ INCORVATI L., *EFFETTO MIFID/ Nel contratto tutti i dettagli*, febbraio 2008, www.ilsole24ore.com.

² G. PRESTI e M. RESCIGNO, *I conflitti di interesse nelle prestazione dei servizi di investimento*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, p. 35.

possibilità di informare il cliente in merito ai conflitti potenziali ed effettivi, senza tra l'altro avere più l'obbligo legale di astenersi dall'operare in tali circostanze fintanto che non sopraggiunga l'autorizzazione (benché la dottrina prevalente consideri questo comportamento desumibile in via interpretativa³), apporta un notevole beneficio all'impresa in termini di responsabilità, beneficio che il legislatore cerca di bilanciare con richieste di serietà, severità e specificità nei comportamenti, tanto nelle politiche adottate quanto nella *disclosure*; le richieste tuttavia alle volte non sono esaudite.

A proposito di ciò, il TUF indica il profilo sanzionatorio dei comportamenti illegali all'art. 190 TUF, garantendo sanzioni amministrative pecuniarie che variano dai duemilacinquecento euro ai duecentocinquanta mila euro nel caso in cui i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione e i dipendenti di società o enti abilitati, così come i consulenti finanziari, non osservino le disposizioni previste dall'art. 21 TUF ovvero le disposizioni generali emanate dalla Banca d'Italia o dalla Consob in base ai medesimi articoli; per inciso, si può notare che per la violazione delle norme comportamentali connesse al conflitto di interessi, ad oggi non sono previste sanzioni penali, pratica che invece un tempo era prevista dall' art. 38 d. lgs. 415/96 (decreto Eurosim), per il quale era punito con l'arresto da sei mesi a tre anni e l'ammenda da dieci a duecento milioni di lire colui che, nella gestione di portafogli di investimento, violava le disposizioni regolanti i conflitti di interessi arrecando danno al cliente.

A parte questo, però, né il legislatore nazionale né i regolamenti elaborano una disciplina sanzionatoria specifica per violazioni delle norme di comportamento nell'ambito dei conflitti di interessi, ovvero per la responsabilità dell'intermediario in siffatte circostanze; non l'aveva fatto

³ Sul punto, MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina Midif del conflitto di interessi*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2008, I, p. 581.

il Regolamento n. 11522 allorquando disponeva il divieto di operare in difetto di consenso informato e non lo fa l'attuale Regolamento Congiunto né in merito alle politiche di identificazione e gestione, né in merito agli obblighi di comunicazione in caso di carenti politiche.

Ciò ha contribuito a creare una vastissima giurisprudenza talvolta contraddittoria ed artificiosa, sino alla pronuncia della Cassazione in Sezioni Unite delle c.d. sentenze gemelle (o sentenze Rordof, dal nome del loro estensore) le quali hanno «*posto fine alla situazione di incertezza sui rimedi contrattuali in relazione alla questione del risparmio tradito*»⁴.

Nella giurisprudenza, il primo significativo atto di tutela nei confronti del cliente è stato quello della dichiarazione di nullità del contratto nel caso in cui sia stipulato in violazione delle norme di comportamento. Gli orientamenti dottrinali si sono poi rivolti alla più moderata dichiarazione di annullamento, per approdare infine al rimedio del risarcimento del danno correlato, nelle situazioni più gravi, alla risoluzione del contratto.

4.2 La nullità

Essere inadempienti all'obbligo di comunicazione ovvero, in passato, all'obbligo di astensione in mancanza di autorizzazione determinava una violazione delle norme in tema di trasparenza che comportava «*l'applicazione di una sanzione sul piano del rapporto contrattuale inter partes*»⁵

Il dibattito sulla tutela della clientela prese avvio dalla diffusa opinione che non rispettare queste norme potesse condurre alla nullità del

⁴ DE LUCA A. *Sezioni Unite della Cassazione sulla condotta degli intermediari finanziari: uno sguardo di analisi economica del diritto*, 2009, www.diritto.it ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento, (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)* in *Contratto e impresa*, 2005, fasc. 3, pp. 896-910.

⁵ D. MAFFEIS, *Gestione individuale di patrimoni e conflitto di interessi: i rimedi a disposizione del cliente*, sintesi del paragrafo (n. 3, cap. VI intitolato "Gestione individuale di patrimoni e conflitto di interessi") contenuto nella monografia dell'Autore dal titolo "Conflitto di interessi nel contratto e rimedi", Giuffrè, Milano, 2002. www.diritto bancario.it/node/198/pdf, p. 3.

contratto, in forza di quella nullità relativa prevista dall'art. 23 TUF, nonché degli artt. 26-32 del previgente Regolamento n. 11522; la giurisprudenza fece ricadere tali comportamenti anche nell'alveo degli artt. 1375, 1175 e 1176 c.c. poiché riteneva corretto estendere l'incidenza delle norme in materia di diligenza, correttezza e buona fede anche agli adempimenti di informazione e tutela della cosiddetta parte debole⁶.

Si caldeggiò tale rimedio per il desiderio innanzitutto di vedere risarcito *«non solo l'ammontare della somma oggetto dell'investimento (maggiorata degli interessi legali), ma anche eventuali accessori (quali, ad esempio, il ristoro di presunti danni biologici subiti in conseguenza al trauma causato dalla perdita dei propri risparmi)»*⁷ ed inoltre di tutelare l'investitore, considerando tali trasgressioni da parte dell'intermediario come le irregolarità più gravi che essi potessero commettere, punite dunque con l'invalidità degli effetti giuridici dei contratti così stipulati.

E così, ampiamente si è dibattuto anche sul tema della nullità virtuale, di cui all'art. 1418 c.c., disposizione che si applica qualora sia violata una norma imperativa e non si abbia diversa sanzione prevista dalla legge.

Nell'applicazione della nullità virtuale, primaria questione era stata quella di verificare se le norme di comportamento previste per l'intermediari finanziari che operavano in situazioni conflittuali potessero considerarsi imperative. Le prime sentenze sul merito (tra le quali si annovera quella esaminata dal Tribunale di Mantova in data 18 marzo 2004, in merito alla vendita nel 2001 di bond argentini, in violazione dell'obbligo di comportamento diligente e di informazione, nonché di quello di agire in assenza di conflitti) erano di questo avviso, *«in considerazione del fatto che gli interessi tutelati, individuati nell'obbligo di diligenza degli intermediari e nella conseguente tutela del risparmio, hanno*

⁶ PELLEGRINI M., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in *L'ordinamento finanziario Italiano*, (a cura di) CAPRIGLIONE F., Tomo II, p. 829 ss.

⁷ PELLEGRINI M., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, op. cit., op. 829.

*natura generale, e sono quindi diretti a soddisfare interessi pubblici»*⁸. Stabilita l'imperatività della norma, la nullità del contratto per violazione dei doveri di informazione dell'intermediario voleva apparire scontata dalla lettura dell'art. 1418 c.c..

Rimaneva però ancora da risolvere la problematica circa l'impatto di questi comportamenti irregolari sulla validità del contratto oltre che sulla responsabilità contrattuale dell'intermediario (di cui era manifestazione l'art. 23 TUF). A ciò alcuni autori, che attribuivano grande valore alla connessione tra le regole di responsabilità e regole di validità, rispondevano sostenendo che non si doveva distinguere tra «*l'illiceità del comportamento e la validità degli atti conseguiti qualora questi siano la diretta conseguenza di comportamenti vietati perché socialmente dannosi*»⁹. In tal senso, la violazione del dovere di informare i clienti era passiva di influenzare non solo la natura della fattispecie negoziale (poiché il negozio concluso senza informazione avrebbe poggato su elementi non corretti), ma anche la funzione economico sociale del contratto, poiché il comportamento era riconducibile a una violazione della buona fede, principio normalmente adottato per la tutela dell'ordine pubblico.

Si dimostrava così che gli effetti dei comportamenti irregolari non si fermavano alla fase prenegoziale (nel qual caso non si sarebbe potuta far valere l'ipotesi di nullità ma soltanto l'azione di responsabilità precontrattuale *ex art. 1337 c.c.*)¹⁰ ma penalizzavano anche la formazione della volontà negoziale.

⁸ FIORIO P., Torino, 1991, p. 5 e segg.

⁸ FIORIO P., *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini* (Nota a T. Mantova, 18 marzo 2004, Gambuti Menani c. Banca agr. Mantovana), Giur. it., 2004, p. 2128

⁹ BIANCA C.M., *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv.Div. Civ.* 1983, I, p. 206; BENATTI, *Art. 1175*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Cendon, IV, Torino, 1991, p. 5 ss

¹⁰ FIORIO P., *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule*, *op.it*, p. 2128; sul punto anche ROSA, *I regolamenti attuativi in materia di sim: pluralità di competenze e varietà di scopi*, in *La regolazione dei soggetti finanziari nell'attività normativa delle autorità*, (a cura di) CERA, Milano 2002, p. 155 ss.

Sempre a dimostrazione di come la dottrina passata interpretava la violazione delle norme di comportamento come un danno al requisito di forma intrinseco alla fattispecie negoziale, si cita come esemplificativa la sentenza del Tribunale di Venezia in data 22 ottobre 2007, anche se essa concerne un'operazione inadeguata¹¹ (su titoli Cirio) e non la disciplina del conflitto di interessi. La sentenza, che aveva come riferimenti il TUF e il Regolamento attuativo n. 11522, distingueva *«le norme che stabiliscono veri e propri criteri di validità e sono volte quindi ad imporre all'intermediario l'osservanza di obblighi di forma [da] le norme che si limitano ad imporre obblighi comportamentali»*. Le norme di quest'ultima categoria (che possono essere informazioni su rischi generali, tipologie e caratteristiche delle operazioni) dirimevano, a detta del Collegio, gli obblighi contrattuali che l'intermediario deve tenere successivamente alla conclusione del contratto quadro e per questo motivo erano passive di azione di responsabilità da parte del cliente.

Le disposizioni di cui al primo elenco, invece, erano da reputarsi norme imperative secondo l'art. 1418 1° comma c.c. in considerazione degli interessi pubblicistici che esse preservavano attraverso i principi di diligenza e tutela del risparmio.

E quindi, qualora fosse stata violata la prescrizione della forma scritta per l'avvertenza relativa all'operazione inadeguata (essendo questo obbligo ricondotto alla prima categoria di cui sopra), era possibile dichiarare nullo il contratto di negoziazione; la violazione degli obblighi di comunicazione poteva essere trattata nei medesimi termini.

Anche i giudici del Tribunale di Milano del 14 febbraio 2009, elencando a titolo introduttivo le sentenze che avevano preceduto la loro deliberazione (anchessa relativa ad operazioni inadeguate invece che conflitti di interesse), ricordavano come in precedenza si potesse giungere

¹¹ Le operazioni inadeguate si concretizzano nella violazione di specifici obblighi comportamentali riguardanti l'acquisizione delle informazioni circa la situazione patrimoniale e la conoscenza delle materie finanziarie da parte della clientela.

a dichiarare nullo il contratto non solo qualora mancasse il requisito della forma scritta (e quindi la sostanziale assenza) per la comunicazione all'investitore, ma anche qualora il cliente non avesse proceduto all'autorizzazione, affermando che «*la mancanza di avvertimento e di autorizzazione scritta da parte dell'investitore*» era causa di nullità dell'operazione.

Si ricordi però che tale impostazione ora non è più ipotizzabile, considerando che non vige più il divieto normativo di operare in mancanza di autorizzazione.

Nella giurisprudenza fin qui indicata, la richiesta di nullità poggiava sulle disposizioni congiunte dei commi 1 e 3 art. 23 TUF, le quali promuovevano la nullità del contratto, fatta valere solo dal cliente, nei casi di inosservanza della forma scritta.

Tra coloro che ravvisavano la possibilità di dichiarare nullo il contratto per i vizi di comportamento (tra cui rilevavano l'omessa o lacunosa informazione circa i conflitti di interessi e, prima delle modifiche poste dalla direttiva, anche la mancata autorizzazione ad operare da parte del cliente) alcuni sostenevano che la violazione, disobbedendo a norme imperative, dovesse essere sì punita con la nullità, ma una nullità del contratto assoluta e non relativa, (ossia fatta valere solo dal cliente come da art. 23 comma 3 TUF) poiché, a suo avviso, quest'ultima non riguardava la tutela di interessi *pubblici*, ma piuttosto quelli *privati* dell'investitore¹².

Critica ulteriore nei confronti della nullità *relativa* è stata la sentenza del Tribunale di Milano febbraio 2009, già sopra citata, nella quale si spiegava che la dichiarazione della nullità relativa del contratto avrebbe fornito al cliente una sorta di «*ius vitae ac necis sul contratto da parte di quest'ultimo, il quale o si [avvaleva] subito nell'atto introduttivo del giudizio del potere di far*

¹² D. MAFFEIS, *Gestione individuale di patrimoni e conflitto di interessi: i rimedi a disposizione del cliente*, op. cit. p. 3.

caducare l'operazione per vizio di forma o lo [perdeva]»¹³. Il giudice che avesse accertato una nullità fatta valere solo dal cliente, in altre parole, avrebbe assunto una decisione viziata da ultrapetizione, ossia dall'accordare alla parte più di quanto domandato.

Le conclusioni a cui si sarebbe giunti con un simile giudizio sarebbero state poco chiare sotto il profilo sistematico: *«da un lato il contratto che fosse affetto da nullità relativa in mancanza della domanda o eccezione della parte legittimata produrrebbe i suoi effetti come se fosse annullabile; dall'altro risulterebbe impossibile sostenere il carattere meramente dichiarativo del pertinente accertamento, in quanto l'invalidità opererebbe non già ipso iure, bensì ope exceptionis»¹⁴. In altre parole, in primo luogo il potere del cliente era tale per cui solo a seconda che egli avesse fatto o meno domanda di nullità il contratto stipulato con comportamento vizioso dell'intermediario avrebbe potuto essere valido o meno ed in secondo luogo il giudice avrebbe dovuto accertare la nullità in forza dell'eccezione posta dal cliente e non dalla legge.*

A conclusione della dissertazione la sentenza affermava che la nullità non poteva essere considerata un rimedio dal momento che essa era una premessa al giudizio, ossia un presupposto logico quando si giudicavano le conseguenze di un contratto; la nullità doveva essere interpretata come *«la dichiarazione di inesistenza di un rapporto giuridico, non la caducazione dei relativi effetti giuridici.»¹⁵ Stando così le cose, la richiesta di nullità o l'eccezione di essa erano svincolate dai principi di corrispondenza tra chiesto e giudicato (ex art. 1421 c.c.) e di conseguenza dell'ultrapetizione¹⁶; infine, essendo la nullità un presupposto, si sarebbe dovuto parlare di giudicato *«unicamente in relazione all'esistenza o meno del diritto controverso**

¹³ DE IULIIS C. M., Nullità «relativa» del contratto-quadro e conflitto d'interessi (Nota a T. Milano, 14 febbraio 2009), Società, 2009, p. 1278.

¹⁴ DE IULIIS C.M., *op. cit.*, p.1283.

¹⁵ DE IULIIS C.M., *op. cit.*, cita CONSOLO, *Spiegazioni di diritto processuale*, p. 1283.

¹⁶ Poiché essendo necessaria la corrispondenza tra chiesto e pronunciato, il giudice deve decidere esclusivamente su tutta la domanda ma non oltre i limiti di essa.

sul cui titolo si è appuntata la relativa questione»¹⁷. I giudici esemplificavano la questione citando l'operazione di compravendita: dato che il contratto era nullo, il giudicato avrebbe dovuto formarsi sull'inesistenza del diritto delle parti a ottenere i titoli e ricevere il corrispettivo. Per questi motivi la sentenza non dichiarava la nullità del contratto né l'annullamento o la risoluzione, ma solo il risarcimento dei danni.

Di diverso avviso era invece l'autore del commento, il quale disapprovava la fretta e l'approssimazione con cui il Tribunale aveva emesso questa sentenza. La sua critica si articolava principalmente su due punti: il primo confutava la tesi avversa alla nullità relativa, il secondo metteva in evidenza come i rimedi proposti dal Tribunale apparissero riduttivi.

In merito alla prima questione, infatti, ricordava come, sebbene fosse corretto affermare che la nullità *ex art. 23 TUF* era una tutela posta esclusivamente a vantaggio della controparte debole, era altresì vero che costui non godeva dell'esclusiva disponibilità dell'interesse. Ed infatti, per le questioni che non attenevano alla forma scritta e ai rinvii agli usi, qualora il giudice avesse deciso di rilevare la nullità d'ufficio (c.d. nullità di protezione), era legittimato a farlo *ex art. 36 del Codice del Consumo*, sempreché dall'accertamento la parte protetta traesse interessi positivi.

In merito al secondo punto, l'autore criticava la scelta di utilizzare come rimedio il risarcimento e l'ipotesi dell'annullamento del contratto quadro per vizi del consenso (di cui meglio si tratterà nel paragrafo successivo) in quanto l'atto che qui si contestava, ossia la violazione di una norma *speciale*, incideva in modo significativo sulla conseguente stipula del contratto, molto più di quello che facevano i *normali* doveri comportamentali precontrattuali. Respingendo dunque la domanda di nullità e accogliendo invece quella risarcitoria per il solo interesse positivo (vedi paragrafo 4.4), egli riteneva che non venisse dato il giusto peso alla

¹⁷ DE IULIIS C.M., *op. cit.*, p. 1279 ss.

violazione del dovere di astensione, al punto che comparava il risarcimento ad una mera operazione di restituzione da cui il cliente avrebbe potuto trarre indebito vantaggio, al contrario del rimedio di nullità che invece *correttamente* avrebbe penalizzato l'intermediario nel caso in cui i titoli oggetto della negoziazione perdessero valore.

Fin qui le argomentazioni di chi sosteneva la nullità del contratto come rimedio impugnatorio; ma altre ne sono state individuate da quella giurisprudenza che era contraria all'applicazione di un rimedio tanto incisivo. Una seconda soluzione si è ravvisata nell'annullabilità del contratto.

4.3 L'annullamento

Dove trova origine la possibilità di utilizzare il rimedio dell'annullamento per sanare un contratto viziato da conflitti di interessi?

In merito alla dichiarazione di annullamento, gli studiosi consideravano l'annullamento un rimedio aggiuntivo e a quello della nullità assoluta (non relativa, per i motivi di cui sopra si è detto) nel momento in cui il danno al cliente si aggiungeva all'omissione di informazione ovvero all'assenza di autorizzazione, ma al tempo stesso lo considerava un rimedio valido in via esclusiva quando il contratto arrecava un danno al cliente sebbene le norme fossero rispettate; il fatto che l'annullabilità del contratto fosse una soluzione adoperata per la violazione degli interessi del *dominus*, ossia nei casi di *agire in nome* previsti già allora dall'art. 21 comma 2 TUF, costituiva una conferma alla sua impostazione¹⁸.

Ed infatti una parte della dottrina riteneva necessaria la presenza di una lesione degli interessi del cliente per poter dichiarare l'annullamento del contratto viziato dal conflitto di interessi e privato dell'informativa

¹⁸ MAFFEIS D., *Gestione individuale di patrimoni e conflitto di interessi: i rimedi a disposizione del cliente, op. cit.*, p. 3 ss.

necessaria. Questo alla luce dell'art. 1395 c.c., nel quale il legislatore dispone che, nei contratti conclusi dal rappresentante con se stesso, l'annullamento non sia richiedibile qualora il contratto sia determinato in modo da escludere la possibilità di un conflitto di interessi. In altre parole, il contratto non può essere annullato se il conflitto di interessi ha inciso sul contenuto, ma solo se incide sul risultato dell'operazione.

Sul punto, un secondo approccio (in linea con la disciplina speciale) riteneva invece non indispensabile la realizzazione del danno nei confronti del rappresentato, poiché la disciplina sui conflitti di interesse era volta a prevenire la creazione di contratti pericolosi per il cliente/rappresentato, indipendentemente dai danni che ne possono conseguire.

Per questo motivo, le prime disquisizioni sul conflitto di interessi nelle attività e nei servizi di investimento si risolvevano con la disapplicazione delle norme speciali (in particolare art. 21 TUF, ora modificato, e 27 Regolamento n. 11522, ora abrogato) in forza dell'art. 1394 c.c.; come dimostrava la sentenza del Tribunale di Mantova 18 marzo 2004, si riteneva infatti possibile non dare rilievo alla presenza del conflitto di interessi in un'operazione poiché tale conflitto non arrecava danno al cliente. Si adduceva a motivazione il fatto che le norme speciali di cui al Testo Unico e al Regolamento *derivassero* dalla disciplina codicistica, per cui il legame tra fattispecie causale e fattispecie effettuale (e cioè la condizione per cui alla situazione conflittuale debba conseguire *a)* l'equo trattamento della clientela e *b)* l'informazione finalizzata all'autorizzazione) doveva essere subordinato alla presenza del danno presupposto dall'art. 1394; se questo si verificava, allora era fatta valere la responsabilità dell'intermediario e si dichiarava l'annullamento del contratto, in caso negativo non si poteva proseguire la strada della disciplina speciale.

Invero questa prospettiva non appare corretta¹⁹, poiché la normativa codicistica e quella speciale poggiano su presupposti affatto differenti. La norma, affermando all'art. 1394 c.c. che «*il contratto concluso dal rappresentante in conflitto d'interessi con il rappresentato può essere annullato su domanda del rappresentato, se il conflitto è conosciuto o riconoscibile dal terzo*», considera rilevante come fattispecie causale la contrarietà del contratto all'interesse del cliente, e solo in un secondo momento considera l'incidenza del conflitto di interessi (esclusivamente congiunta al fatto che il conflitto deve essere conosciuto o conoscibile dal contraente), mentre l'articolo 21 TUF possiede come fattispecie causale la presenza del conflitto di interessi.

Non era dunque questo il ragionamento da seguire se si voleva determinare l'annullabilità del contratto, poiché la dottrina poneva l'accento sulla situazione - conflitto, al punto che «*il divieto legale a carico dell'intermediario di compiere operazioni in difetto di informazione e di successiva autorizzazione del cliente opera sul semplice presupposto della presenza di un interesse in conflitto (situazione) ed indipendentemente dall'incidenza dell'interesse sulla condotta dell'intermediario (azione) o sui termini dell'operazione (risultato dell'azione)*»²⁰.

Per sostenere questo rimedio, era invece necessario identificare l'assenza della comunicazione come una violazione di doveri comportamentali a cui sottostava l'intermediario nella fase prenegoziale, qualora ricorressero le condizioni previste dagli artt. 1427 ss. c.c. A questa conclusione approdava Cassazione n. 19024/2005, precisando che la forma scritta prevista alla lettera g)²¹ dell'art. 6 l. 1/91 e dai provvedimenti

¹⁹ MAFFEIS D., *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine* (Nota a T. Mantova, 18 marzo 2004, Gambuti Menani c. Banca agr. Mantovana) in *Banca, borsa ecc.*, 2004, II, p. 452.

²⁰ Tribunale di Milano, 7 gennaio 2009.

²¹ La quale vieta agli intermediari di *effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse conflittuale nell'operazione, a meno che non abbiano comunicato per iscritto al cliente la natura e l'estensione del loro interesse*

successivi (d. lgs. 415/96 e TUF) riguardava atti da compiersi prima della conclusione del contratto.

Per completare l'analisi si ricorda che *«l'omissione di informazioni espressamente dovute per legge o per regolamento, al fine di assicurare la formazione di un consenso consapevole del cliente, [poteva operare] quale causa di annullamento per raggiro omissivo, anche colposo, ai sensi dell'articolo 1439 c.c. ogni volta che il cliente avesse provato che la specifica informazione non fornita dall'intermediario non era già in suo possesso, con la conseguenza che la dichiarazione reticente o l'omessa informazione avrebbero inciso sul suo consenso rendendolo meno consapevole di quanto avrebbe dovuto essere.»*²²

4.4 Gli interventi dalla Corte di Cassazione

L'avvio alla risoluzione del dibattito sulla nullità e l'annullabilità del contratto nel caso in cui l'intermediario non avesse comunicato al suo cliente la situazione conflittuale in cui versava si è avuto con la già nota sentenza della Corte di Cassazione 29 settembre 2005 n. 19024, concernente l'acquisto e la vendita di valuta estera, da parte della banca in conflitto di interessi, in assenza di consenso scritto da parte del cliente (situazione in cui, per la legge di allora, l'intermediario si sarebbe dovuto astenere dall'operare).

La Corte, in questa situazione, non reputava che la violazione degli obblighi informativi di cui all'art. 6 l. 1/91 potesse comportare la nullità del contratto, a meno che questa sanzione non fosse espressamente prevista dalla legge. Questo perché innanzitutto gli obblighi presenti nell'articolo riguardavano l'ambito antecedente alla stipula del contratto, ossia quello in cui si compivano le valutazioni sulla convenienza (per cui

nell'operazione, e il cliente no abbia preventivamente acconsentito per iscritto all'effettuazione dell'operazione.

²² DE IULIIS C. M., *Nullità «relativa» del contratto-quadro e conflitto d'interessi* (Nota a sentenza del Tribunale di Milano, Sez. VI, 14 febbraio 2009), *Società*, 2009, p. 1278.

non rispettarli non dava luogo a mancanza del consenso), ma soprattutto perché la legittimità o meno della condotta nel corso delle trattative o nella fase attuativa non può mai fungere da postulato alla nullità, disciplina che invece si applica in caso di violazione delle norme imperative che attengono alla struttura o al contenuto del contratto, in altre parole che attengono a elementi caratterizzanti la fattispecie negoziale.

La forma scritta richiesta nella lettera g) dell'art. 6²³, dunque, non poteva in alcun modo essere affiancata alla forma scritta richiesta alla lett. c) per i contratti destinati a regolare i rapporti tra le parti, perché la violazione di quest'ultima comportava la nullità del contratto quadro e di tutte quelle operazioni poste in essere per dirimere le singole operazioni, mentre la prima poteva al massimo condurre all'annullamento.

Da queste considerazioni, dopo due anni la Corte di Cassazione, riunita in Sezioni Unite, attraverso le sentenze n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007 ha ritenuto opportuno fornire alcune precisazioni sulla materia.

Proseguendo l'analisi dell'art. 6 l. 1/91 (contente principi che sono stati sostanzialmente riproposti dalle norme che l'hanno sostituita, prima il d. lgs 23 luglio 1996, n. 415 e poi il d. lgs 24 febbraio 1998, n. 58) i giudici hanno sottolineato la distinzione tra i doveri d'informazione che attengono la fase prenegoziale e quelli che invece sussistono anche dopo la stipula del contratto, ossia gli obblighi legati alla corretta esecuzione del contratto; a differenza di quanto precedentemente osservato, la Corte ha ricompreso nella seconda categoria il dovere di comunicare al cliente le informazioni utili per acquisire consapevolezza delle operazioni in atto, nonché il dovere di informare dell'esistenza di un conflitto di interessi come condizioni per poter eseguire l'operazione, poiché sono obblighi a cui l'intermediario deve sottostare durante tutta la fase esecutiva del

²³ Lett. c) l. 1/91: [gli intermediari] *devono stabilire i rapporti con il cliente stipulando un contratto scritto nel quale siano indicati la natura dei servizi forniti, le modalità di svolgimento dei servizi stessi e l'entità e i criteri di calcolo della loro remunerazione, nonché le altre condizioni particolari convenute con il cliente; copia del contratto deve essere consegnata contestualmente al cliente.*

contratto, ogni volta in cui la situazione si presenta, e non soltanto al momento delle trattative.

Fatta questa premessa, la sentenza n. 26724 è tornata a discutere dell'imperatività delle norme e del loro rapporto con le norme di comportamento affermando che quanto citato nell'articolo 6 non può che avere carattere imperativo poiché in esso sono presenti disposizioni non solo per la tutela del singolo, ma anche per l'integrità dei mercati finanziari (come ora è stato esplicitato dall'art. 21 TUF). Tuttavia, dal momento che il rimedio della nullità non è preso in considerazione dal legislatore e che anche se si volesse ricondurre questi obblighi alla fase prenegoziale, certo essi da soli non basterebbero a far mancare il consenso al punto da dichiarare il contratto nullo (ma tutt'al più annullabile), questa affermazione non può bastare per dimostrare che la violazione degli obblighi comportamentali provochi la nullità del contratto.

Inoltre, convenendo che le norme di comportamento siano cosa ben distinta dalle norme di validità del contratto, seppure la violazione delle prima possa avere gravi conseguenze sui contratti e comportare la responsabilità (contrattuale o precontrattuale), la violazione di questi principi non può provocare la nullità del contratto perché *«troppo immancabilmente legati alle circostanze del caso concreto per poter assurgere, in via di principio, a requisito di validità che la certezza dei rapporti impone di verificare secondo regole predefinite»*²⁴.

A conclusione delle motivazioni, la Corte ha precisato che nello specifico settore del diritto dei mercati finanziari non sono presenti norme che potrebbero far supporre diversamente, nemmeno a seguito del recepimento, da parte del legislatore, della Direttiva MiFID che, è importante sottolineare, elimina l'obbligo di astensione all'operare in conflitto per l'intermediario, lasciando tuttavia l'obbligo di dare

²⁴ Corte suprema di Cassazione Sezioni Unite Civili, sentenza n. 26724, p. 22,23.

comunicazione se le misure adottate non risultano sufficienti ad evitare il danno al cliente.

Queste considerazioni hanno portato i giudici a sentenziare che «*la violazione dei doveri dell'intermediario riguardanti (...) la fase successiva alla stipulazione del contratto di intermediazione può assumere i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) contrattuale: giacché quei doveri, pur essendo di fonte legale, derivano da norme inderogabili e sono quindi destinati ad integrare a tutti gli effetti il regolamento negoziale vigente tra le parti, ne consegue che l'eventuale loro violazione, oltre che a generare eventuali obblighi risarcitori in forza dei principi generali sull'adempimento contrattuale, può, ove ricorrano gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c., condurre anche alla risoluzione del contratto d'intermediazione finanziaria in corso. (...) In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può però determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, comma 1, c.c.*»²⁵.

Detto con altre parole, ossia quelle del Tribunale di Lodi 12 gennaio 2007, questa dottrina «*non condivide l'estensione dell'area della nullità al di fuori delle ipotesi in cui tale sanzione è espressamente prevista dal legislatore, [ed inoltre] non ritiene lecito il ricorso indiscriminato alla sanzione della nullità, che costituisce il più severo rimedio civilistico, nei casi di violazione di norme comportamentali generali (di diligenza, correttezza, trasparenza, indipendenza, equità,..) che, in quanto prive di specificità, non risultano idonee ad individuare precise regole di comportamento cui uniformare la condotta dell'agente.*»

4.5 Violazione dei doveri d'informazione

Come si è visto, per i fatti accaduti prima del recepimento della normativa MiFID è servita la Corte di Cassazione per appurare che la

²⁵ Corte suprema di Cassazione Sezioni Unite Civili, sentenza n. 26724, p. 33.

forma scritta per le comunicazioni inerenti i conflitti di interessi non fosse un requisito alla cui carenza seguiva la nullità del contratto, Il Tribunale di Bergamo 27 aprile 2009, al proposito, guardando a *«la concreta esigenza di snellezza dei traffici finanziari, chiarisce il significato del dettato normativo di cui agli artt. 30 TUF e 60 Regolamento [Reg. Consob n. 11522, ora abrogato] per cui l'obbligo di osservanza della forma scritta deve intendersi limitato al contratto c.d. quadro, momento genetico dell'accordo, che regola ogni singola operazione, ovvero limitato ai singoli ordini laddove manchi il predetto contratto.»*

Con la normativa MiFID questo problema è parzialmente superato poiché, se è ancora necessaria la forma scritta per l'informativa, nulla di ciò è richiesto per la comunicazione fatta al cliente quando il rischio causato dal conflitto potrebbe danneggiare il cliente. Se dunque non è nella mancanza della forma scritta, si rende necessario comprendere in cosa consista agli occhi della giurisprudenza la violazione degli obblighi d'informazione.

Innanzitutto gli obblighi informativi hanno la funzione di rendere consapevole il cliente: questa considerazione porta il Tribunale di Salerno (sentenza n. 2558 del 2009) a concludere che le comunicazioni non devono quindi contenere un'analisi esaustiva di tutte le caratteristiche dei titoli, ma solo quelle essenziali, senza però limitarsi a nozioni generiche; tali informazioni, inoltre sono da *«modellarsi sulla base del caso concreto e tenuto conto delle caratteristiche personali e della situazione finanziaria (Cass. N. 17340 del 2008)»*²⁶, attraverso test di adeguatezza e/o appropriatezza che rispondano alla necessità di coerenza delle informazioni fornite con le caratteristiche di chi le riceve.

Sul livello di dettaglio delle comunicazioni, però, si è già visto che non ci sono solo pareri concordanti. La sentenza del Tribunale di Salerno sopra citata, al proposito, sostiene che l'intermediario abbia *«doveri di*

²⁶CALLEGARO F., *Validità del contratto, conflitti di interesse e responsabilità nell'intermediazione finanziari*, Contratti, 2010, p. 606.

informazioni ancora più penetranti e circostanziati, donde una responsabilità ancora maggiore ove vi venga meno»²⁷, nelle situazioni in cui è ipotizzabile un conflitto di interessi a seguito di un'emissione di strumenti proposti al cliente. Di avviso contrario l'Autore che commenta la sentenza, il quale sostiene invece che l'ulteriore onere sopra esposto non sia desumibile dalla norma anche in forza del fatto che la norma impone l'obbligo di «manifestare la presenza del conflitto e la sua natura, senza prevedere un aggravio di informativa di tipologia e contenuti diversi/ulteriori che appaiono, viceversa, riconducibili al generale obbligo di informativa finalizzato a rendere la scelta dell'investitore/cliente consapevole.»²⁸ A rincarare la dose sulla portata degli obblighi informativi, la sentenza del Tribunale di Bergamo 27 aprile 2009, n. 901 attribuisce effettiva rilevanza «non già solo [all']assenza delle informazioni, ma, in particolare [all']incidenza che avrebbero dispiegato, ove conosciute, sulla decisione finale²⁹. Si richiama il capitolo precedente per l'approfondimento sugli obblighi di comunicazione.

4.6 L'azione di responsabilità, l'onere della prova e il risarcimento

Il terzo rimedio applicato a tutela del cliente, e invero quello che più appare coerente con l'ordinamento giuridico e con la disciplina speciale, è il risarcimento dei danni subiti per responsabilità dell'intermediario eventualmente correlato dalla domanda di risoluzione del contratto.

Alcuni autori si sono chiesti come mai così a lungo questa strada non sia stata percorsa, e la risposta pare essere solo di natura pratica; agire contro la responsabilità precontrattuale, infatti, implica un risarcimento di «*incerta qualificazione*»³⁰, mentre la richiesta di nullità o di risoluzione

²⁷ CALLEGARO F., *op. cit.*, p. 608.

²⁸ CALLEGARO F., *op. cit.*, p. 608.

²⁹ CALLEGARO F., *op. cit.*, p. 607.

³⁰ CALVI L., *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*, in *Resp. civ.*, 2007, p. 1042.

«implicano entrambe la restituzione dell'intera somma investita dal cliente»³¹, benché dal canto suo questo soggetto non sempre sia in grado di porre in atto prontamente l'azione restitutoria.

La sanzione giuridica risarcitoria, prima delle sentenze di Cassazione del 2004 e poi del 2007, poteva affiancare sia le dichiarazioni di nullità del contratto quadro (in caso di violazione delle norme regolamentari) che quelle di annullamento (quando cioè rilevava il vizio del consenso)³², mentre adesso essa viene considerata autonomamente per il fatto che le recenti modifiche dottrinali hanno smesso di considerare la nullità come una soluzione.

E infatti, ad oggi è consolidata la prassi da parte del risparmiatore danneggiato, di porre nell'atto introduttivo innanzitutto la domanda di risoluzione del contratto per inadempimento, per poter ottenere la restituzione di quanto investito, e poi, in via subordinata, porre la domanda di risarcimento del danno subito.³³

La richiesta di risarcimento all'intermediario porta ad analizzare quale sia l'area di responsabilità che interessa quest'ultimo.

Inizialmente la giurisprudenza dava rilevanza unicamente alla responsabilità dell'intermediario per i danni arrecati al cliente, ossia in altre parole al nesso causale che sorgeva fra la violazione dell'obbligo di astensione ed il pregiudizio patito dal cliente, il quale pregiudizio che, citando ancora le parole della sentenza del Tribunale di Milano, consiste nella perdita totale o parziale dell'investimento.

La suddetta teoria da qualche tempo non è più condivisa, ed anzi si ritiene oggi che l'indagine sul nesso causale sia affatto irrilevante, considerando la società non più responsabile di aver arrecato un danno al cliente, quanto piuttosto di «*avere accertato erroneamente, o (di) aver omesso di*

³¹CALVI L., *op. cit.*, p. 1042.

³²D. MAFFEIS, *Gestione individuale di patrimoni e conflitto di interessi: i rimedi a disposizione del cliente*, *op. cit.*, pag. 3.

³³CALVI L., *op. cit.*, p. 1042.

accertare, che la situazione di conflitto non aveva condizionato l'operazione»³⁴; così dicendo, la responsabilità in questione non assume la veste oggettiva, ma piuttosto quella extracontrattuale, alla stregua di quanto previsto dalla legge per le attività pericolose effettuate dagli imprenditori³⁵.

Definito l'ambito, è da precisare che alcuni autori³⁶ non si limitano all'analisi della responsabilità nel comportamento irregolare rispetto agli obblighi d'informazione, ma si addentrano nella casistica per valutare la responsabilità anche per i conflitti putativi e i conflitti ignorati; e mentre nel primo caso non ritengono esserci responsabilità giuridica, ma solo la responsabilità morale, la rilevano nel caso di ignoranza quando il soggetto ha omesso la comunicazione del conflitto al cliente³⁷.

³⁴ S. SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari*, op. cit., p. 327.

³⁵ Art. 2050 cc: *chiunque cagiona danni ad altri nello svolgimento di un'attività pericolosa, per sua natura o per i mezzi adoperati, è tenuto al risarcimento, se non prova di avere adottato tutte le misure idonee per evitare il danno*. Storicamente, le prime interpretazioni all'uscita di questo articolo del codice attribuirono all'attore una responsabilità soggettiva per quelle azioni che avevano buona probabilità di danneggiare i terzi, ma che erano comunque ritenute lecite; in particolare, la potenza lesiva superiore al normale viene valutata tanto in termini di quantitativo di danni causati, quando in funzione della "gravità dei pregiudizi arrecati". Le cosiddette operazioni pericolose altro non sono che questo, ed è bene sottolineare come la definizione non sia legata all'attività imprenditoriale, ma comprenda anche le operazioni svolte in via occasionale. Nelle prime interpretazioni, dunque, la responsabilità si legava al dolo o alla colpevolezza dell'agente, in quest'ultimo caso a causa del fatto che egli non era stato in grado di prevenire il danno; in conseguenza a ciò, veniva a lui richiesto un comportamento di diligenza maggiore e più specifico rispetto a quello del buon padre di famiglia. Nello svolgimento delle attività pericolose, inoltre, veniva attribuita al gestore una «colpa presunta (*iuris tantum*) con una conseguente inversione dell'onere della prova, rispetto a quanto dispone il generale principio contenuto nell'art. 2043 c.c.». Le tendenze giurisprudenziali più recenti, invece, attribuiscono all'agente attività pericolose una responsabilità non più soggettiva, ma bensì oggettiva e dunque legata non al comportamento umano in senso stretto, quanto piuttosto (al)lo svolgimento dell'attività pericolosa. Si introduce dunque il principio del nesso causale tra il fatto compiuto e il danno causato, per cui l'agente è responsabile ogniqualvolta all'azione (o l'omissione della stessa) consegue un danno, anche nel caso in cui egli abbia adoperato la massima diligenza richiesta dalla norma. Conseguentemente a questa impostazione, «la prova liberatoria di aver adottato tutte le misure idonee atte ad evitare i danni non deve tanto riguardare le modalità del fatto causativo il sinistro, quanto piuttosto vertere sulle modalità di organizzazione dell'attività pericolosa le quali devono apparire idonee a prevenire gli eventuali danni». (G. GENTILINI, *Sulla responsabilità derivante dall'esercizio di attività pericolose. Alcune casistiche pratiche*, settembre 2008, <http://www.diritto.it/pdf/27200.pdf>, pag.3).

³⁶ CAMUZZI, op. cit., p. 327.

³⁷Sul punto, D'AURIA A., *L'imputabilità del diritto penale canonico*, Editrice Pontificia

Un altro aspetto analizzato dalla dottrina per la corretta applicazione del rimedio della responsabilità riguarda la presenza della colpa o del dolo nelle operazioni viziate da conflitto. Sul punto, alcuni autori che consideravano i doveri di comunicazione alla stregua di obblighi precontrattuali, e che dunque esigevano dall'intermediario, in questa fase, un comportamento secondo buona fede, come da art. 1337 c.c., erano dell'opinione che ogniqualvolta la buona fede fosse venuta meno, tale comportamento rilevasse sempre come doloso; a oggi, tuttavia, non è possibile sostenere la necessaria corrispondenza tra mancanza della comunicazione per le situazioni di conflitto e il dolo (e la colpa): la dottrina principale, infatti, osserva che il dolo non è un presupposto del comportamento in conflitto d'interessi né nella fattispecie disciplinata dal Codice Civile (art. 1394), né nella disciplina speciale in tema di prestazione di servizi e attività d'investimento, poiché non v'è ragione di credere che l'intermediario sia sempre perfettamente consapevole della situazione di conflitto ovvero che sussista la volontà di arrecare un danno al cliente.³⁸In aggiunta, affermando che questa violazione incide nella responsabilità contrattuale e non in quella precontrattuale, l'articolo 1337 c.c. non ha più ragione di essere richiamato.

Ricapitolando, l'intermediario non può essere investito della responsabilità per comportamenti dolosi o colposi. È chiaro anche per questo che, per dimostrare l'estraneità dalla responsabilità, non può bastare l'assenza di dolo nell'operazione, poiché in altro si deve sostanziare la prova di diligenza³⁹.

Università Gregoriana, Roma 1997, p. 106, sottolinea che non v'è traccia nel codice penale della distinzione tra ignoranza colpevole o incolpevole, dunque questa caratteristica non può valere come escludente o attenuante della colpevolezza.

³⁸ Così D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi e rimedi*, Milano, 2002, p. 213.

³⁹ MAFFEIS D., *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine (Nota a T. Mantova, 18 marzo 2004, Gambuti Menani c. Banca agr. Mantovana)*, p. 452 ss.

All'azione di responsabilità e conseguente richiesta di risarcimento, l'impresa deve invece opporre la prova di aver agito con la specifica diligenza prevista per l'operatore professionale⁴⁰, così come è disposto in via speciale dall'art. 23 TUF e dai Regolamenti di attuazione, dal momento che è insita nel giudizio comune l'opinione che *«l'intermediario che abbia un interesse proprio nell'operazione è presunto farla nell'interesse suo, quand'anche il cliente ne potesse soffrire il danno; ma che è ammesso provare il contrario.»*⁴¹

La dimostrazione della diligenza prevista, la quale non si sostanzia solo nella diligenza professionale richiesta all'intermediario, ma più concretamente nell'adozione di quella ragionevole certezza che egli deve adoperare per evitare il danno al cliente, può avviarsi da strade differenti.

Secondo una prima possibile interpretazione della giurisprudenza⁴², infatti, la correttezza dell'applicazione del criterio della "ragionevole certezza" può essere dimostrata provando che l'operazione in questione non fa correre nessun rischio al cliente. Così sostenendo, la norma in questione sarebbe parificata a una norma di precauzione: a una ragionevole valutazione *ex ante* l'intermediario ha verificato l'assenza di rischio per il cliente ed il fatto che *ex post* il danno sia stato subito è da imputarsi a cause sopraggiunte, imprevedute ed imprevedibili.

Tuttavia, è possibile obiettare che *«in pratica questa interpretazione incontra la difficoltà di poter individuare ex ante le operazioni prive di rischio (ma ce ne sono?); in teoria, essa regge sul presupposto (peraltro ben accettabile) che la norma in interpretazione sia una norma di mercato, e precisamente una norma precauzionale, di ordine pubblico del mercato»*⁴³, per cui legittimamente volta alla tutela e alla prevenzione.

⁴⁰ Art. 1176 c.c.: "Nell'adempire l'obbligazione il debitore deve usare la diligenza del buon padre di famiglia. Nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività"

⁴¹ S. SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari*, op. cit. p. 327.

⁴² S. SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari*, op. cit. p. 318.

⁴³ S. SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari*, op. cit. p.

Un'altra linea di difesa che l'intermediario può adottare verte sulla considerazione che l'operazione non è influenzata in alcun modo (né nell'*an* né nel *quomodo*) dalla presenza di un interesse contrapposto a quello del cliente; la ragionevole certezza, in questo caso, si riassume nella ragionata convinzione da parte dell'intermediario di essere riuscito ad eliminare non tanto il rischio dell'operazione, bensì il rischio del conflitto. Tuttavia, sostenendo questa seconda impostazione, si sbaglierebbe a pensare che la dimostrazione di aver eliminato il rischio di conflitto nell'operazione provi che tale potrebbe essere compiuta in maniera analoga da qualunque operatore indipendente (= privo di interessi conflittuali); non è infatti questo, spiegano gli esponenti⁴⁴, ciò che l'impresa deve addurre come prova per un comportamento diligente, ma piuttosto il fatto che, nonostante la presenza di un interesse personale, differente o addirittura in conflitto con quello del cliente, essa sia riuscita ad operare unicamente nell'interesse del cliente.

Dunque non rilevano le considerazioni circa il fatto che in una situazione ordinaria un altro intermediario avrebbe causato il medesimo danno al cliente, né basta dimostrare che l'intento del funzionario che compie l'operazione è quello di fare l'interesse del cliente: l'art. 21 TUF è chiaro, allorché indica che se con le politiche messe in atto dall'intermediario non si è pervenuti ad una *ragionevole certezza* di tutela del cliente, gli intermediari *informano chiaramente i clienti*; se l'informazione non è fornita, a prescindere dal danno che poi conseguirà o meno a questo inadempimento, l'intermediario sarà responsabile, e per ciò potrà solo cercare di dimostrare che sono sopraggiunte cause legittime che lo hanno portato ad essere esonerato dal suddetto obbligo.

Si osservi come, contrariamente a quanto accade comunemente nella norma, dove l'onere della prova è a carico del danneggiato (art. 2043 c.c.),

326.

⁴⁴ MAFFEIS, giudici Tribunale di Milano, 19 febbraio 2009.

in questa disposizione atipica del legislatore è il danneggiante, sul quale si vuole far valere l'azione di risarcimento del danno, è lui che deve dimostrare la propria "innocenza". Questa impostazione è rimasta invariata negli anni, a riprova del costante intento da parte del legislatore di tutela della controparte debole nonostante gli interventi legislativi e le significative modifiche apportate; «*il riparto dell'onere della prova rimane quello che era: sta a carico dell'Intermediario l'onere di provare che il conflitto fu ben gestito, e che non ebbe nessuna colpa nel credere che tale gestione avesse sortito all'esito di neutralizzare il pericolo che il conflitto nuocesse al cliente*⁴⁵.»

Come ultima considerazione circa le richieste di risarcimento dei danni che i clienti possono opporre agli intermediari, rimane da valutare quale sia l'area del danno risarcibile.

Innanzitutto, sebbene si sia detto che l'intermediario non è responsabile per quelle situazioni che, sorte in modo inaspettato, hanno causato *ex post* un danno al cliente, non è possibile escludere l'obbligo di risarcimento per i danni causati dall'andamento imprevedibile e sfavorevole del mercato, giacché la responsabilità dell'intermediario non è di aver causato un danno al cliente (se così fosse, il fatto che il danneggiante sia il mercato esulerebbe l'impresa dalla responsabilità), quanto quella di aver posto il cliente in una situazione di rischio a causa dell'interesse personale in conflitto; inoltre, non è da dimenticare la finalità e, nel caso di violazione, la scelta da parte del legislatore di trasferire il rischio sul soggetto trasgressore⁴⁶.

In modo del tutto analogo, non sono attenuanti della responsabilità dell'intermediario nemmeno le considerazioni sull'aleatorietà delle operazioni d'investimento, a fronte del fatto che non si deve disquisire sul risultato economico più o meno certo/garantito dell'operazione, ma sulla diligenza del comportamento nello svolgimento del servizio; ed anzi è

⁴⁵ S. SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari*, op. cit., p. 329.

⁴⁶ Tribunale di Milano, Sez. VI, 14 febbraio 2009.

riconosciuto che proprio a fronte dell'aleatorietà delle operazioni di investimento, ancora più «stringente»⁴⁷ dovrà considerarsi il comportamento dell'intermediario.

Come prima si accennava, invece, può essere causa di esonero il fatto accaduto per forza maggiore in un momento successivo alla stipula del contratto, come ad esempio una guerra o una rivoluzione, il quale abbia la sufficiente autonomia per causare un danno (in termini di perdita economica) al cliente. Questa considerazione è desumibile dall'analisi del principio generale sul concorso di cause all'art. 41 del Codice Penale, il quale recita: «*il concorso di cause preesistenti o simultanee o sopravvenute, anche se indipendenti dall'azione od omissione del colpevole, non esclude il rapporto di causalità fra l'azione od omissione e l'evento. Le cause sopravvenute escludono il rapporto di causalità quando sono state da sole sufficienti a determinare l'evento. In tal caso, se l'azione od omissione precedentemente commessa costituisce per sé un reato, si applica la pena per questo stabilita. Le disposizioni precedenti si applicano anche quando la causa preesistente o simultanea o sopravvenuta consiste nel fatto illecito altrui.*»

Se le fattispecie di andamento sfavorevole del mercato e l'aleatorietà delle operazioni non costituiscono attenuanti per la responsabilità dell'intermediario, possono al contrario essere portate a completamento della difesa dell'intermediario (ma non possono costituire eccezioni) quelle situazioni in cui si verifica un concorso di colpa tra lui e il cliente (ad esempio nelle situazioni in cui l'andamento di un titolo si riprenda ma il cliente, senza motivo, non colga l'occasione per venderlo) ovvero quelle in cui l'intermediario cerca di interrompere il nesso causale (ad esempio quando egli propone un disinvestimento)⁴⁸.

Una volta ricondotta all'intermediario la responsabilità delle azioni attuate in violazione delle norme di comportamento in tema di conflitti di

⁴⁷ Tribunale di Milano, Sez. VI, 14 febbraio 2009.

⁴⁸ Tribunale di Milano, Sez. VI, 14 febbraio 2009.

interesse, e appurato che non vi sono prove sufficienti per escludere tale responsabilità, si deve valutare il “*quantum* risarcibile”: la dottrina ancora una volta si è divisa in correnti differenti, chi sostenendo il risarcimento di un interesse negativo, chi del cosiddetto “interesse positivo integrale”, chi di quello “positivo differenziale”.

Secondo la prima corrente, quando si poteva ancora ricondurre la violazione degli obblighi di comunicazione alla responsabilità precontrattuale, si chiedeva il risarcimento per l’interesse negativo, ossia l’interesse da risarcire al cliente a non essere coinvolto in un rapporto sfavorevole, che quindi comprende le spese sostenute a vuoto e le perdite sofferte per non aver potuto sfruttare occasioni migliori di quella conclusa, per non avere interrotto le trattative. Del resto, non sarebbe stato possibile risarcire un interesse positivo poiché quest’azione conseguiva ad un danno che era successivo alla fase prenegoziale in cui veniva a mancare la comunicazione e che dà luogo, invece, alla responsabilità contrattuale; l’interesse positivo, infatti, è l’interesse del cliente all’adempimento del contratto, azione che presume una conclusione valida dello stesso.⁴⁹

L’impostazione suddetta sconta il fatto che, all’epoca, non si era ancora conclusa la diatriba sulla nullità del contratto per omissione dell’informazione al cliente; in questo senso, quindi, la dottrina opponeva dubbi al postulato di validità del contratto sottostante al risarcimento dell’interesse positivo.

L’evoluzione giurisprudenziale e l’esito della Cassazione in Sezioni Unite hanno invece portato a concludere, come già si è visto sopra, che il contratto si considera valido (ma annullabile o risolvibile) anche se sono stati messi in atto dei comportamenti che hanno condotto ad una conclusione differente rispetto a quella che ci sarebbe stata senza l’interferenza della scorrettezza e quindi si è resa possibile la richiesta

⁴⁹ Sul punto PILOT M., *Il risarcimento del danno conseguente alla responsabilità*, nota a Tribunale di Pordenone, sentenza 16 giugno 2005, n. 610, in *Forum Naonis*, n. 6-Gennaio 2006.

dell'interesse positivo, inteso appunto come danno subito per la mancata esecuzione del contratto, ma anche i mancati profitti che questo avrebbe ricavato dalla stipula di un'operazione più vantaggiosa.⁵⁰

Infine, quando non appaia possibile risarcire l'interesse positivo integrale, ossia la totalità del capitale versato, è comunque possibile richiedere il risarcimento positivo cosiddetto differenziale (o parziale), intendendosi con ciò il minor vantaggio ovvero il maggior aggravio economico subito dalla vittima a causa del comportamento sleale della controparte (art. 1440 c.c.).

Purtroppo non si è ancora creata una giurisprudenza che faccia riferimento alle modifiche normative intervenute dopo la Direttiva MiFID, e la data di creazione può ritenersi posticipata di alcuni anni; basti comprendere che la maggior parte delle sentenze che sono state sin qui trattate riguardano fatti avvenuti negli anni '90.

E' tuttavia possibile affermare che la strada percorsa dalla dottrina e dai fori italiani non andrà cancellata ed anzi le sentenze n. 26724 e 26725 elaborate dalla Cassazione in Sezioni Unite saranno validi punti di partenza per il panorama giurisprudenziale *post* MiFID, considerando il fatto che anche nella disciplina MiFID vige un dovere di astensione, seppure differente da quello di cui si è parlato finora; si ricorda infatti che, nel momento in cui le politiche adottate non sono sufficienti ad evitare con ragionevole certezza che gli interessi del cliente vengano lesi, l'intermediario è tenuto a comunicare la situazione di conflitto in cui verte e per questo motivo, qualora non intenda dare comunicazione, si reputa sussista il dovere di astenersi dall'operare.

Inoltre, per quanto validamente motivata, pare giusto porre l'accento sulla tendenza a "ridimensionare" i danni che banche, sim, SGR e gli altri intermediari arrecano quando violano le disposizioni nel settore: si è

⁵⁰CIACCAFAVA F., *Contratti*, Il Sole 24 Ore, 2012, CLAUDIA RUGGIU, *L'accordo*, in L. VIOLA (a cura di), *Il contratto*- Tomo primo, CEDAM 2009, p. 311 ss.

scartata la possibilità di dichiarare nullo il contratto, poi ci si è orientati sull'applicazione della fattispecie dell'annullamento, poi si è ristretto anche l'ambito di questa ed in ultimo si va cercando la responsabilità dell'esposizione del cliente al rischio del danno. Quali saranno le implicazioni?

CONCLUSIONI

Molti sono gli autori e interpreti della dottrina che si sono dichiarati perplessi di fronte alla nuova disciplina; *«dopo aver dichiarato all'urbe e all'orbe, che le banche sono imprese, organizzazioni produttive che devono pensare a creare valore a beneficio dei propri azionisti e degli altri portatori di interessi, si scopre che devono preoccuparsi degli interessi della controparte! Una banca sta diventando sempre più una sorta di supermercato finanziario, sicché chi vende deve obbligatoriamente seguire norme precise di comportamento, accompagnare il prodotto con il prospetto, dare le spiegazioni del caso, offrire qualche modesto consiglio, ma deve evitare di diventare il gestore ombra del portafoglio del risparmiatore-investitore sulla base della profilatura che ne è stata fatta, talvolta senza la collaborazione dell'interessato.»*¹

Potrebbe quindi sembrare che tali disposizioni fossero semplici palliativi al problema del conflitto: è forse eccessivo considerare le politiche trattate un concreto intento dell'intermediario di porsi dalla parte del soggetto debole, e può apparire anche paradossale chiedere che un funzionario consideri l'interesse del datore di lavoro non rilevante e rivolga le sue attenzioni esclusivamente all'interesse del cliente; *«vi sono delle storture cui si cerca di porre riparo con un po' di carità cristiana o, se volete, di populismo, senza affrontare il problema alla radice, cioè l'ignoranza finanziaria di moltissimi risparmiatori-investitori.»*²

Non ci si può dimenticare, inoltre, che un'ulteriore comunicazione scritta (magari particolarmente tecnica e dettagliata) in mano ad un soggetto non esperto non necessariamente aumenta il suo livello di consapevolezza, ma certamente aumenta i costi generali degli intermediari e lascia in buona sostanza al cliente la responsabilità di scegliere se

¹ M. SARCINELLI, *op. cit.* p. 21.

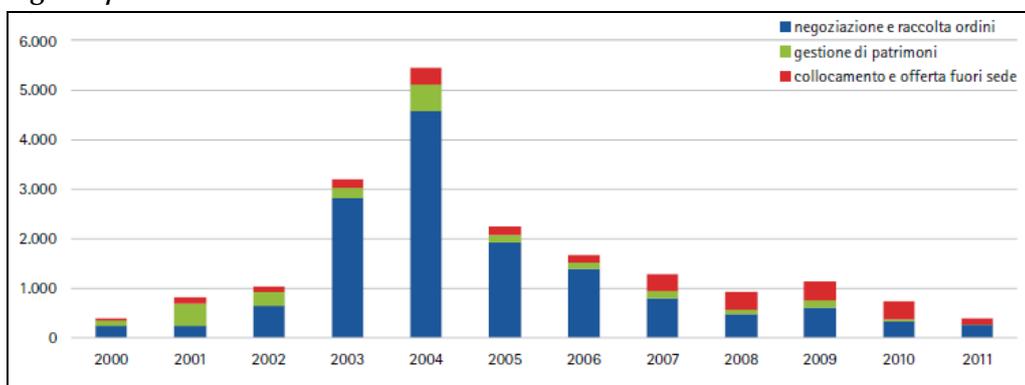
² M. SARCINELLI, *Sui conflitti d'interesse nelle banche con divagazione, op. cit.* p. 23.

usufruire o no di un servizio viziato dalla presenza di un conflitto di interessi.

Alcuni hanno parlato addirittura della MiFID come un «disastro» dal punto di vista della trasparenza dei mercati³.

Tuttavia, un documento utile per trarre delle considerazioni in merito a «le soluzioni organizzative e procedurali adottate in esito al recepimento della Direttiva MiFID, oltre che [al] rispetto delle disposizioni in tema di correttezza e trasparenza dei comportamenti e di conflitti di interessi»⁴ è “L’attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori”, mediante il quale la Consob illustra annualmente l’analisi svolta sulle segnalazioni che provengono dalla clientela *retail* riguardo i servizi e le attività di investimento. Nell’ultimo anno di cui si possiede la relazione, ossia il 2011, si è conclusa l’attività ispettiva su 35 tra società quotate, società di revisione, società di gestione di mercati, Sim, banche, SGR/Sicav e avviata su 22.

Fig. 1 *Esposti ricevuti in materia di servizi di investimento*



Fonte: Consob *L’attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori*, 2011, www.consob.it, p. 228.

Come appare dalla Figura 5.1, riportata dal documento ufficiale, dal 2005 ad oggi gli esposti inerenti la negoziazione e la raccolta degli ordini, la gestione dei patrimoni e il collocamento e offerta fuori sede sono notevolmente diminuiti (precisamente, il loro ammontare è pari a 398,

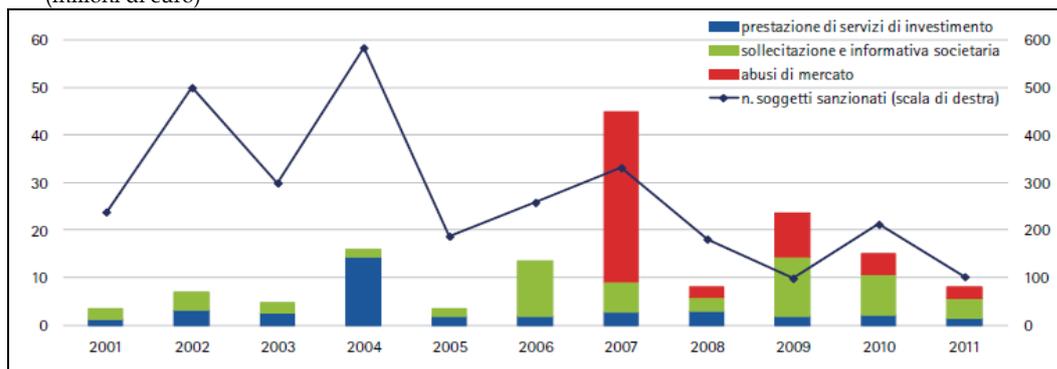
³ VITALE M., *Il Sole 24 Ore*, novembre 2008.

⁴ CONSOB, *L’attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori*, 2011, www.consob.it, p. 227-228.

rispetto al 738 del 2010⁵), e ciò non può che significare un maggiore grado di soddisfazione da parte della clientela a fronte del miglioramento della qualità dei servizi prestati; basti notare la tendenza inversa che esisteva prima del 2004, anno in cui il numero degli esposti ha raggiunto i massimi vertici ed in cui, probabilmente consapevole dell'ampiezza delle problematiche nel mercato e parallelamente del malcontento generale, la Comunità Europea ha dato inizio al drastico cambiamento della MiFID.

È anche possibile calcolare l'ammontare delle sanzioni pecuniarie irrogate e dei soggetti sanzionati dalla Consob dal 2001 al 2011, considerando il fatto che fino al 2007 la fattispecie dell'abuso di mercato non era contemplata (Fig. 5.2).

Fig. 2 Sanzioni pecuniarie (irrogate dalla Consob)⁶
(milioni di euro)



Fonte: Consob *L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori*, 2011, www.consob.it, p. 231.

Il numero degli intermediari finanziari sanzionati (escluse le sanzioni per gli abusi di mercato), è inferiore rispetto al 2010 e sostanzialmente nella media in raffronto a tutti gli anni precedenti, anche questo segnale positivo.

Ne è prova anche la tabella che approfondisce le sanzioni pecuniarie proposte nei confronti degli intermediari mobiliari (tra cui si

⁵ Il dato non si riferisce agli esposti *specificamente* legati a ipotesi di svolgimento di attività in conflitto di interessi, ma si riferisce al totale degli esposti presentati, *tra cui* rientrano anche quelli per conflitto di interessi.

⁶ I dati includono i pagamenti in misura ridotta e la voce "prestazione di servizi di investimento", le sanzioni indirizzate ai promotori finanziari.

comprendono banche, Sim, agenti di cambio e SGR), dalla quale si osserva la drastica riduzione dei numeri dei soggetti coinvolti nonché degli importi delle sanzioni. (Tav. 5.3)

Tav. 1 Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'Economia e delle Finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari
(valori in migliaia di euro)

	numero intermediari coinvolti					numero esponenti sanzionati					importo delle sanzioni ²				
	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	totale	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	totale	banche	Sim	agenti di cambio	Sgr	totale
2004	18	3	1	--	22	504	11	1	--	516	14.087	108	55	--	14.250
2005	7	1	--	--	8	126	11	--	--	137	1.849	61	--	--	1.910
2006	1	1	--	2	4	32	16	--	48	96	680	296	--	787	1.763
2007	6	7	--	3	16	79	62	--	55	196	1.035	814	--	809	2.659
2008	5	1	--	1	7	85	13	--	5	103	2.807	29	--	109	2.945
2009	1	4	2	2	9	16	6	2	20	44	156	380	415	945	1.896
2010	2	7	--	2	11	15	50	--	17	82	194	1.262	--	511	1.967
2011	2	7	--	2	11	4	37	--	2	43	460	800	--	140	1.400

Fonte: Consob *L'attività ispettiva e i provvedimenti sanzionatori*, 2011, www.consob.it, p. 235.

Tutte queste statistiche lasciano trasparire una situazione meno drammatica di quanto gli autori precedentemente citati affermassero, e se in tempi recenti non si sono registrati ulteriori significativi interventi normativi al riguardo, si può forse ritenere che ci si sia avvicinati ad una soluzione ragionevolmente soddisfacente della questione. Ciò non significa che i conflitti di interesse siano scomparsi o anche solo ridotti di numero, anzi, continuano a sussistere e a moltiplicarsi, ma nondimeno le statistiche dimostrano che le politiche messe in atto dagli intermediari hanno ridotto il rischio che i conflitti si ripercuotano negativamente sugli interessi della clientela.

BIBLIOGRAFIA

- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Giapichelli Editore, 2008.
- ANOLLI M., BANFI A., PRESTI G., RESCIGNO M., *Banche, servizi di investimento e conflitti d'interesse*. Ricerca promossa dall'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, IL MULINO, 2008.
- BIFFIS P., *Il settore Bancario*, Morrisville, EIF-e.Book, Novembre 2009.
- CAPRIGLIONE F. (a cura di) *L'ordinamento finanziario Italiano*, Tomo I-II, CEDAM 2010.
- GAFFURI L., *I servizi e le attività di investimento, disciplina e aspetti operativi*, 2010 Giuffrè.
- GABELLI E., LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, UTET Giuridica, 2010.
- MAFFEIS D., *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Torino 2011, Giapichelli - VIII, p. 282.
- ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano 2003, ADELPHI.
- VIOLA L. (a cura di), *Il contratto*, Tomo primo, CEDAM 2009.
- BIANCHI, BIANCO, SARCINELLI, BIANCHI, *Conflitti di interessi e servizi di investimento* 2007.
- SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*", Giuffrè, Milano, 2004.

ARTICOLI SU RIVISTA

ACCETTELLA F., *Il conflitto di interessi derivante da rapporti di gruppo nella prestazione dei servizi di investimento*, commento alla sentenza del Tribunale di Milano, *Banca borsa titoli di credito*, 2010, I, p. 106-117.

ANTONUCCI A., PARACAMPO M. T., *Conflitti d'interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo secondo della legge risparmio e le sue successive modifiche*, *Banca, borsa ecc.*, 2007, I, p. 285.

ANTONUCCI A., *Regole di condotta e conflitti di interesse*. Fonti: **Banca, borsa ecc.**, 2009, I, p. 9.

AUTELITANO F., *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, I contratti n. 12/2008, p. 1157 ss.

BIANCHI M., BIANCO M., BIANCHI T., SARCINELLI M., *I conflitti d'interesse e i servizi di investimento*, interventi tenuti nell'ambito del seminario su: "nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria nell'evoluzione del contesto economico", A.S.S.B.B., Perugia, 2007.

BOCHICCHIO F., *Ancora sul conflitto di interessi nella prestazione dei servizi finanziari: il conflitto d'interesse nei rapporti contrattuali d'impresa*, *Contratto e impr.*, 2007, p.306.

BOCHICCHIO F., *Attività bancaria e risparmio gestito: sussiste un conflitto di interessi? Il problema e le suggestioni*, *Contratto e impr.*, 2008, p. 818.

CAIN, LOWENSTEIN, MOOREXX, *The dirt on coming clean: Perverse Effects of Disclosing Conflict of Interest*, in 34 *J. Legal Stud.*, 2005,

[http://sds.hss.cmu.edu/media/pdfs/loewenstein/DirtOnCom
ingClean.pdf](http://sds.hss.cmu.edu/media/pdfs/loewenstein/DirtOnCom
ingClean.pdf).

CALLEGARO F. *Validità del contratto, conflitti di interesse e responsabilità nell'intermediazione finanziaria*, Contratti, 2010, p. 605.

CALVI L., *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*, in Resp. civ., 2007, p. 1016.

CESARINI F., *I conflitti di interesse nell'erogazione di credito*, in Bancaria, Contributi, 2007, n. 6

CIACCAFAVA F., *Contratti*, www.ilsole24ore.it , 2012

Consob, *I singoli servizi di investimenti*, in www.consob.it .

CROCKETT et al., *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: Geneva Reports on the World Economy* , ICMB.

DE IULIIS C. M., *Nullità «relativa» del contratto-quadro e conflitto d'interessi* (Nota a T. Milano, 14 febbraio 2009), Società, 2009.

DE LUCA A. *Sezioni Unite della Cassazione sulla condotta degli intermediari finanziari: uno sguardo di analisi economica del diritto*, 2009, www.diritto.it .

DE PRA A., *Vigilanza regolamentare e rapporti con "soggetti collegati nella recente normativa bancaria"*, in (a cura di) F.GALGANO e F. ROVERSI-MONACO, *Le nuove regole del mercato finanziario. La legge 28 dicembre 2005, 262: "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"*, 2009 CEDAM.

DI CASTRI S., *I conflitti di interesse degli analisti finanziari: disciplina statunitense, evoluzione della normativa comunitaria e prospettive nell'ordinamento italiano*, Banca impr. società, 2004, p. 477.

- ENRIQUES L., *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. Soc.*, 1998, p. 1033.
- ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, *Giur. comm.*, 2005, I, p. 844.
- FIORIO P., *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini* (Nota a T. Mantova, 18 marzo 2004, Gambuti Menani c. Banca agr. Mantovana), *Giur. it.*, 2004, p. 2128.
- FORTUNATO S., *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, *Banca, borsa ecc.*, 2009, I, p. 136.
- GENTILE M., SICILIANO G., *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, *Quaderni di Finanza*, n.64, luglio 2009.
- GENTILINI G., *Sulla responsabilità derivante dall'esercizio di attività pericolose. Alcune casistiche pratiche, settembre 2008*, <http://www.diritto.it/pdf/27200.pdf>.
- GRANELLI C., STELLA G., *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza. Atti del convegno (Pavia 13- 16 ottobre 2006)*, Giuffrè, 2007.
- INCORVATI L., *EFFETTO MIFID/ Nel contratto tutti i dettagli*, febbraio 2008, www.ilsole24ore.com.
- INZITARI B., *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari* (Nota a T. Milano, 14 febbraio 2009), *Corriere giur.*, 2009, p. 976.

- KRUITHOF M., *Conflict of Interest in Institutional Asset Management; Is the EU Regulator Approach Adequate?*, Financial Law Institute, December 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=961338.
- LAZZINI S. *La responsabilità precontrattuale comporta un risarcimento nei limitati casi del cosiddetto interesse negativo, comprensivo delle spese indotte dalla negoziazione,..* (articolo) www.diritto.it.
- LEGGIERI G., *I conflitti di interesse nel private equity: stato dell'arte e prospettive*, Società, 2007, p. 677.
- LEHAR E RANDI, *Chinese walls in German Banks*, in Social Sciences Research Network Library, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=424010
- LENER R., *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, Banca, borsa ecc., 2007, I, p. 431.
- LIERA M., *Risparmiatori a caccia del consulente <<giusto>>*, in Il sole 24 Ore, 6 gennaio 2013.
- M. MARASCA, *Sorte del contratto a seguito della violazione degli obblighi informativi*, commento a Cassazione civile, SS.UU., sentenza 19.12.2007 n. 26724, www.altalex.com.
- MAFFEIS D., *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine* (Nota a T. Mantova, 18 marzo 2004, Gambuti Menani c. Banca agr. Mantovana) in Banca, borsa ecc., 2004, II, p. 452.
- MAFFEIS D., *Gestione individuale di patrimoni e conflitto di interessi: i rimedi a disposizione del cliente*, sintesi del paragrafo (n. 3, cap. VI intitolato "Gestione individuale di patrimoni e conflitto di interessi")

contenuto nella monografia dell'Autore dal titolo "*Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*", Giuffrè, Milano, 2002.
www.dirittobancario.it/node/198/pdf.

MAFFEIS D., *Sostanza e rigore nella disciplina Mifid del conflitto di interessi*, Dir. banc., 2008, I, p. 581.

MAFFEIS D., *Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi* (Nota a T. Milano, 14 febbraio 2009), Corriere giur., 2009, p. 984.

MARASCA M., *Sorte del contratto a seguito della violazione degli obblighi informativi, nota su Cassazione civile, SS. UU., sentenza 19.12.2997 n° 26724*, www.altalex.com.

MAZZINI, *Nota alla sentenza Cass. S.u. 19.12.2997 n.2672*, Dir. banc. merc. fin., 2008, p. 726.

MENTI P., *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, Giur. comm., 2006, I, p. 945.

MAUGERI M., *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2011- N.2, p. 75.

PELLEGRINI M., *La conflittualità in ambito bancario a seguito della crisi finanziaria*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2011- N.2, p. 185.

PICIARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale* n. 270, GIUFFRÈ', 2004, p. 46.

PILOT M., *Il risarcimento del danno conseguente alla responsabilità precontrattuale* (nota a Tribunale di Pordenone, sentenza 16 giugno 2005, n. 610), in *Forum Naonis-Rivista telematica di Giurisprudenza*- n. 6, gennaio 2006.

- ROMEO C., *Il conflitto di interessi nei contratti di intermediazione* (Nota a T. Milano, 14 febbraio 2009), *Contratti*, 2009, p. 437.
- ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento, (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)* in *Contratto e impresa*, 2005, fasc. 3, pp. 896-910.
- ROSA, *I regolamenti attuativi in materia di sim: pluralità di competenze e varietà di scopi*, in , (a cura di) CERA *La regolazione dei soggetti finanziari nell'attività normativa delle autorità*, Milano 2002.
- RUSSO B., *La trasparenza delle condizioni contrattuali e la gestione dei conflitto d'interesse a tutela del consumatore*, *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Supplemento, 2010 n. 2.
- RUSSO C. A., *Il caso Parmalat: tra conflitto d'interesse del lead manager e tutela risarcitoria* (Nota a T. Venezia, 17 ottobre 2005, Rossi c. Unicredit), *Giur. comm.*, 2007, II, p. 1252.
- SANGIOVANNI V., *Il regolamento Consob n. 17130 del 2010 e l'attività dei consulenti finanziari*, in <http://www.fenamec.it/consob.pdf>.
- SANGIOVANNI V., *Le nuovissime norme di comportamento (e la responsabilità civile) dei consulenti finanziari*, *Danno e responsabilità*, 6/2010.
- SARCINELLI M., *Sui conflitti d'interesse nelle banche, con divagazione*, Intervento tenuto nell'ambito delle Giornate Romane dell'A.S.S.B.B., 4 novembre, Roma.
- SARTORI F., *Il conflitto di interessi tra intermediari ed investitori: prime riflessioni*, *Rivista di diritto civile*, 2001, n. 2, II, p. 191 e ss.

SCOTTI CAMUZZI S., *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva Mifid*, in Banca, borsa ecc., 2007, I, p. 121.

SCOTTI CAMUZZI S., *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il "decreto eurosim" e prima e dopo la recezione della Mifid)*, Banca Borsa Titoli di Credito, Giuffr  Editore, fascicolo 3, 2011.

TARANTOLA A. M., *La funzione di compliance nei sistemi di governo e controllo delle imprese bancarie e finanziarie*, intervento al Workshop CeTIF_Univerist  Cattolica del Sacro Cuore, Milano, ottobre 2007, www.cetif.it/cm/Docs.aspx?Nome=DocID268_ModWK_ID38_ggID133.pdf, p. 7.

TONELLO M., *Le agenzie di rating finanziario - Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi - Verso un sistema pubblico di controllo?*, Contratto e impr., 2005, 930.

ROPPO V., G. AFFERNI *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullit  virtuale e responsabilit  precontrattuale*, Danno e responsabilit  N. 1/2006.

VALENTINO P., *Mercati finanziari e disciplina dei conflitti di interessi*, Dir. e pratica societ , 2006, fasc. 3, p. 38.

VISMARA F., *La nozione di conflitto di interessi nel «sistema» Mifid (dir. n. 2004/39/Ce e n. 2006/73/Ce)*, Dir. comunitario scambi internaz., 2008, 561.

ALTRE FONTI CONSULTATE

ABI, *Risposta alla consultazione della Banca d'Italia e della Consob sulla regolamentazione congiunta di recepimento della MIFID*, 18 ottobre 2007.

AICOM, *Linee Guida per la Funzione di Compliance*

ABI, Circolare 28 aprile 2006, "Modifiche all'art. 136 Tub recate dalla legge 262/2005.

ASSOGESTIONI, *Protocollo di Autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi, Protocollo di Autonomia per la gestione dei conflitti d'interesse (english version included)*, <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,139,0,49,html>.

ASSOSIM, *Guida pratica sui conflitti di interesse*, 2008.

BANCA D'ITALIA, *attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti dei soggetti collegati*, 2008.

BANCA D'ITALIA, *Disciplina delle attività di rischio delle banche e dei gruppi bancari nei confronti dei soggetti collegati: relazione integrativa sull'analisi di impatto*, Dicembre 2011.

BANCA D'ITALIA, *Documento per la consultazione: Attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati*, Maggio 2010.

BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2007, Roma, 31 maggio 2008 Banca d'Italia, Documento per la consultazione: Disposizioni in materia di attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati*, Giugno 2011.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino di Vigilanza*, luglio 2005, n. 7, p. 9.

BANCA D'ITALIA, CONSOB, *Comunicazione congiunta in materia di ripartizione delle competenze tra compliance e internal audit nella*

prestazione dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio, 8 marzo 2011.

BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di Vigilanza - La funzione di conformità (compliance)*, 12 luglio 2007, in http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/normativa/disposizioni/provv/provv_9_7_07.pdf

BANCA DELLA BERGAMASCA, *Documento informativo di sintesi relativo alla politica di gestione dei conflitti di interessi*, <http://www.bccbergamasca.iteasysite15/images/files/Conflict%20Policy%20Sintesi.pdf>, p. 7.

BANCA DI ANCONA CREDITO COOPERATIVO, *Politica di gestione dei conflitti di interesse*, versione 1.0.

BANCA MEDIOLANUM, *Policy sui conflitti di interesse*.

BANCA POPOLARE ETICA, *Strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini*, gennaio 2012.

BANCA SISTEMA, *Politica di gestione dei conflitti di interesse, documento di sintesi*.

BER BANCA, *Policy sui conflitti d'interesse*.

CASSA DI RISPARMIO DI SALUZZO SPA, *Registro dei conflitti di interesse*.

CERS, *CERS's advice on possible implementing measures of the Transparency Directive*, Ref: CESR/04-512c, December 2004.

CESR, *CESR proposal for the Eu regime of investor protection under article 11 of the ISD, A European Regime of investor protection. the harmonization of conduct of business rules*, Ref.: CESR_01-014d, April, 2002 in www.financialregulations.com.

- CESR, *CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, 1st Set of Mandates, Second Consultation Paper, November 2004.
- CeTIF, *MiFID/2008: scenari e opportunità per le imprese di investimento nella fase di consolidamento della direttiva*, Rapporto di ricerca, 2008.
- CETIF, *Osservatorio: Riflessi Organizzativi della Compliance nelle Banche*, Rapporto di Ricerca, 2007.
- CICR, *Deliberazione n. 277, 29 luglio 2008*, http://www.tesoro.it/ministero/comitati/CICR/documenti/2008-07-29_Delibera_n277.pdf.
- CONSOB, *Comunicazione della Commissione - Applicazione delle norme di comportamento di cui all'articolo 11 della direttiva relativa ai servizi di investimento (93/22/CEE)*, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52000DC0722:IT:HTML>
- CONSOB, *Comunicazione n. DI/99038880 del 14 maggio 1999*, http://www.consob.it/main/documenti/bollettino_normativa/99038880.htm.
- CONSOB, *Comunicazione n. DME/9085378 del 1 ottobre 2009*, http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/c9085378_per_pubb.pdf.
- CONSOB, *Comunicazione n. DI/99065403 del 3 settembre 1999*, http://www.consob.it/main/documenti/bollettino_normativa/99065403.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=1.

CONSOB, Incontro annuale con il Mercato Finanziario, Milano, discorso del Presidente Padoa Schioppa, 7 aprile 1998.

CONSOB, *Indagine conoscitiva sulle questioni attinenti all'attuazione della legge 28 dicembre 2005, n.262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"*, Audizione del Presidente della Consob Lamberto Cardia, Roma, 27 settembre 2006.

FONDO ITALIANO, *Policy Conflitto Di Interesse*, Consiglio di Amministrazione del 17 maggio 2010, con modifiche del 26 gennaio e del 13 dicembre 2011 e del 18 dicembre 2012), http://www.fondoitaliano.it/pdf/Policy_Conflitti%20_modificata_18_12_2012.pdf.

IG MARKET LIMITED, Informativa Sul Conflitto Di Interessi, settembre 2012.

INTESA SAN PAOLO Allegato al contratto prestazioni servizio di investimento, Capitolo 4 - Disciplina Dei Conflitti Di Interesse - Descrizione Sintetica, http://www.group.intesasanpaolo.com/portallisir0/isInvestor/PDF_mifid/Sintesi_Disciplina_conflitti_interesse.pdf.

MPS CAPITAL SERVICES GRUPPO MONTEPASCHI, Sintesi della policy di Mps Capital Services Banca per le imprese S.P.A., 18 dicembre 2009.

UNICREDIT, Documento di sintesi della Policy sui conflitti di interesse., Ed. 01/11/2010.

GIURISPRUDENZA

App. Torino 04 aprile 2011

App. Torino 31 marzo 2009

Cass, Sez. Un., n. 19024 del 2005

Cass. 3 luglio 2000, n.8879, in Mass. Giur. It., 2000

Cass 29 maggio 2005, www.altalex.com

Cass. Sezioni Unite Civili 23 ottobre 2007

Trib Ravenna, 18 ottobre 2011

Trib. Milano 19 aprile 2011

Trib. Piacenza 30 novembre 2010

Trib. Milano, 25 luglio 2005, n. 7555, in Giur. Merito, 2005, p. 2282.

Trib. Venezia 22 ottobre 2007

SITOGRAFIA

www.assbb.it

www.borsaitaliana.it

www.bancaditalia.it

www.consob.it

www.dirittobancario.it

www.ilcaso.it archivio sentenze

www.ilsole24ore.com

www.lavoce.info

www.milanofinanza.it