

LUISS - G. CARLI

TESI DI DOTTORATO IN DIRITTO ED ECONOMIA

XX CICLO

ANNO 2007

**FRODI FINANZIARIE E CONFLITTI D'INTERESSE NEL MERCATO MOBILIARE:
STANDARD INTERNAZIONALI E TUTELA DEGLI INVESTITORI IN ITALIA**

IRENE TAGLIAMONTE

FRODI FINANZIARIE E CONFLITTI D'INTERESSE NEL MERCATO MOBILIARE: STANDARD INTERNAZIONALI E TUTELA DEGLI INVESTITORI IN ITALIA

INTRODUZIONE

1. La genesi dello studio e i termini della questione	1
2. Scopo del lavoro	4
3. Metodo di analisi	5
4. Struttura della tesi	6

CAPITOLO I

STANDARD INTERNAZIONALI: GENESI, PRODUZIONE ED EFFICACIA

1. Premessa	8
2. Cooperazione sul piano politico: liberalizzazione e sviluppo dei mercati finanziari.....	15
2.1 La crisi del regime dei cambi fissi	16
2.2 <i>Washington Consensus</i> , neoliberalismo e globalizzazione	19
2.3 Le crisi finanziarie degli anni '90	21
2.4 La concertazione politica: i raggruppamenti di Stati.....	24
2.5 La nascita della <i>New Financial Architecture</i>	26
3. Convergenza sul piano tecnico-normativo: gli standard internazionali.....	29
3.1 Il <i>Financial Stability Forum</i> ed il Compendio di standard internazionali	29
3.2 Gli IOSCO <i>Objectives and Principles of Securities Regulation</i>	32
3.3 Gli OECD <i>Principles of Corporate Governance</i>	36
3.4 Gli obiettivi politici riflessi negli standard internazionali	39
4. Il piano della trasposizione: efficacia e diffusione degli standard internazionali	41
4.1 Standard come fonti di <i>soft law</i> internazionale	41
4.2 Tecnica redazionale ed approccio funzionale	47
4.3 Incentivi " <i>soft</i> " all'adozione degli standard internazionali	48
4.4 La diffusione attraverso il FMI e la BM: il FSAP/ROSC	50
5. Le iniziative internazionali a fronte dei recenti scandali finanziari	55
5.1 Proliferazione di ulteriori standard	55
5.2 Il rafforzamento della cooperazione internazionale in ambito IOSCO	57
5.3 Un esempio di circolazione di macronozioni nel settore mobiliare: il concetto di <i>securities fraud</i> e il piano d'azione contenuto nel Report IOSCO del 2005	61
5.4 Le iniziative successive al Report IOSCO sulle frodi finanziarie	67
5.5 La valutazione di congruenza agli standard. Rinvio	70

CAPITOLO II

FRODI FINANZIARIE E CONFLITTO DI INTERESSI DEGLI INTERMEDIARI MOBILIARI NEI RAPPORTI CON LA CLIENTELA

1. Definizione del problema e tassonomie	73
1.1 La funzione dei mercati finanziari intermediati ed il modello di agenzia	73
1.2 Conflitto di interessi v. concorso di interessi	83
1.3 La nozione giuridica di conflitto di interessi.....	90
1.4 Fenomenologia del conflitto di interessi dell'intermediario mobiliare	95
1.5 Il <i>trade-off</i> tra conflitto di interessi e sinergie organizzative: un problema di politica legislativa	101
1.5 Prevenzione dell'insorgenza del conflitto v. prevenzione della frode finanziaria.....	108
2. La disciplina del conflitto di interessi negli standard internazionali	110
2.1 La regola generale della prevenzione e del fair treatment.....	110
2.2 La funzione di controllo e gli ulteriori presidi organizzativi interni	116

2.2	Ulteriori regole in materia di gestioni collettive	118
2.3	Le remunerazioni come fonte di conflitto	122
3.	La disciplina italiana del conflitto di interessi precedentemente il recepimento della Direttiva MiFID.....	124
3.1	La regolamentazione primaria della prevenzione del conflitto e la confusa trasposizione del principio del fair treatment	124
3.2	La regolamentazione secondaria abrogata: il farraginoso regime di autorizzazione delle operazioni in conflitto	133
3.3	Segue. Le misure organizzative e procedurali interne previste dalla previgente regolamentazione secondaria.....	140
3.4	Disposizioni speciali in materia di gestioni collettive.....	147
4.	La disciplina del conflitto di interessi nella MiFID e la sua recente attuazione in Italia	155
4.1	La regola generale del conflitto di interessi	155
4.2	La regolamentazione secondaria del conflitto di interessi	159
4.3	Segue. Le misure organizzative nel regime secondario della MiFID. Le novità introdotte in Italia.	161
4.4	Modifiche in materia di gestioni collettive	164
4.5	Remunerazioni ed <i>inducement</i>	166
5.	Tecniche di repressione degli abusi: i rimedi successivi.....	168
5.1	Gli effetti deterrenti della sanzione: gli standard internazionali.....	168
5.2	Analisi economica del diritto e modelli di deterrenza.....	169
5.3	L'insufficienza dell'apparato rimediale italiano	173
5.4	La querelle sui rimedi civilistici a disposizione dell'investitore	178
5.5	Segue. Una proposta ricostruttiva volta a favorire una migliore deterrenza.....	182

CAPITOLO III

CONFLITTO DI INTERESSI E DISTRIBUZIONE DI INFORMAZIONI FINANZIARIE

1.	Il problema dei conflitti in seno ai c.d. intermediari reputazionali.....	188
1.1.	Il ruolo dei <i>gatekeepers</i> nei recenti scandali finanziari.....	188
1.2	L'indipendenza della società di revisione	191
1.3	Il conflitto di interessi di analisti finanziari ed agenzie di <i>rating</i>	197
2.	L'indipendenza della revisione contabile secondo lo IOSCO	201
3.	L'indipendenza del revisore contabile in Italia	204
3.1	La disciplina previgente.....	205
3.2	Le novità introdotte con la legge sul risparmio ed il decreto Pinza: (i) le procedure di nomina e di revoca; (ii) i divieti di conferimento dell'incarico; (iii) i divieti di prestare servizi <i>non-audit</i> ; (iv) la rotazione delle persone fisiche; (v) ulteriori presidi	209
3.3	<i>Rule-based</i> v. <i>principle-based approach</i> e misure secondarie adottate dalla Consob in materia di: (i) divieto di conferire l'incarico; (ii) divieto di fornire servizi <i>non audit</i> ; (iii) procedure in presenza di cause di incompatibilità; (iv) determinazione dei compensi di revisione	218
3.4	Il regime sanzionatorio a fronte della violazione dei requisiti di indipendenza	228
3.5	Le modifiche alla luce della disciplina comunitaria di prossima trasposizione.....	228
4.	L'indipendenza degli analisti finanziari <i>sell-side</i> nella disciplina IOSCO	230
5.	L'indipendenza degli analisti finanziari ai sensi della normativa italiana	233
5.1	La disciplina del conflitto di interessi degli analisti finanziari.....	233
5.2	Dalle regole di trasparenza alla regola di organizzazione: le novità della MiFID.....	237
6.	Le misure IOSCO relative alle società di <i>rating</i>	239
7.	La disciplina italiana sulle società di <i>rating</i>	242

CAPITOLO IV

CONFLITTO DI INTERESSI, SOCIETÀ PER AZIONI E RAPPORTI INFRAGRUPPO

1.	Il conflitto di interessi nelle società di capitali – tassonomia di un problema complesso.....	246
1.1	Conflitto di interessi e strutture proprietarie delle società.....	246
1.2	La questione dei conflitti di interesse alla luce delle peculiarità del sistema italiano	256
2.	Gli strumenti di governo societario raccomandati dagli standard internazionali.....	261
2.1	Conflitto di interessi e tutela delle minoranze azionarie. Premesse.	261

2.2	I rimedi generali raccomandati dall'OCSE con riferimento alle società con proprietà concentrata: gli obblighi di trasparenza circa gli assetti proprietari.....	263
2.3	Imposizione di doveri fiduciari a carico degli amministratori	265
2.4	I rimedi specifici: prevenzione dello sfruttamento del conflitto di interessi degli amministratori	271
2.5	Segue. Funzione di monitoraggio del board	272
2.6	Ulteriori raccomandazioni attinenti la composizione e le funzioni del board: (i) obiettività ed indipendenza del board, (ii) istituzione di comitati interni, (iii) interlocking directorship	273
2.7	Disciplina delle remunerazioni degli amministratori e dei dirigenti	276
2.8	La funzione di governance degli investitori istituzionali	279
3.	I rimedi preventivi disponibili nell'ordinamento italiano.....	280
3.1	La trasparenza degli assetti proprietari: i patti parasociali	281
3.2	I doveri fiduciari degli amministratori. Una premessa.....	284
3.3	Prevenzione dello sfruttamento del conflitto di interessi dell'amministratore	285
3.4	La responsabilità degli amministratori e le funzioni del consiglio.....	294
3.5	La figura degli amministratori indipendenti ed il ruolo degli investitori istituzionali.....	302
3.6	La limitazione al cumulo di incarichi (cd. interlocking)	306
3.7	La remunerazione degli amministratori	308
3.8	Ulteriori disposizioni rilevanti: il conflitto di interessi del socio	310
4.	I rimedi successivi tra regole di invalidità e regole di responsabilità	311
4.1	La repressione dell'abuso derivante da conflitto di interessi	311
4.2	La scelta di politica legislativa operata dalla riforma.....	317
4.3	Impugnazione delle delibere assembleari ex art. 2377 c.c. ed ex art. 2373 c.c.	320
4.4	Impugnazione delle delibere dell'organo amministrativo.....	321
4.5	L'impugnazione per abuso di potere da parte della maggioranza	323
4.6	La denuncia al Tribunale ex art. 2409 c.c.....	324
4.7	Azione sociale di responsabilità esercitata da parte delle minoranze e su proposta dal collegio sindacale.....	325
5.	Il conflitto di interessi nei rapporti infragruppo	329
5.1	Gruppi, piramidi ed operazioni tra parti correlate: la tutela degli azionisti esterni	329
5.2	Le raccomandazioni OCSE sul conflitto di interessi nell'ambito delle dinamiche dei gruppi: (i) dovere di lealtà esclusivamente nei confronti della società; (ii) le operazioni con parti correlate.....	331
5.3	La disciplina della direzione e coordinamento introdotta con la riforma	333
5.4	Uso di veicoli incorporati presso i c.d. centri off-shore.....	341
5.5	Le novità in materia di utilizzo di strutture piramidali.....	344
	Bibliografia	348

INTRODUZIONE

1. La genesi dello studio e i termini della questione

Gli scandali finanziari avvenuti recentemente in Italia, come in altri mercati mobiliari ben più sviluppati del nostro, hanno imposto una riflessione sulle cause dei dissesti e sulle carenze nei meccanismi di controllo interni ed esterni alle società coinvolte. Ciò che emerge dal quadro poco edificante delle malversazioni ripetutesi nelle principali piazze finanziarie è un problema che si presenta come strutturale. Si evidenzia, in particolare, l'esistenza di una pluralità di fattori insiti nei meccanismi tipici dei sistemi finanziari capitalistici, i quali operano come incentivi al verificarsi di comportamenti opportunistici, come si vuole rilevare nelle brevi considerazioni che seguono.

Il fulcro del capitalismo, in tutte le sue forme, è la mobilitazione del risparmio a fini produttivi e la separazione tra la proprietà ed il controllo. Nei capitalismi di libero mercato gli strumenti che favoriscono tale mobilitazione sono le società di capitali e la finanza, attraverso cui interviene la raccolta delle risorse non consumate e l'impiego delle stesse in investimenti efficienti. Il mercato finanziario permette, infatti, l'incontro tra il bisogno delle imprese di raccogliere capitali nel medio-lungo periodo e le aspettative di profitto e le logiche speculative di breve periodo degli investitori. La finanza, sia essa nella forma mercatocentrica che bancocentrica, svolge la funzione di colmare tale "sfasatura", rendendo possibile uno scambio altrimenti difficile.

Secondo la teoria economica, attraverso il mercato i guadagni attesi degli investitori vengono a costituire incentivi al trasferimento delle risorse verso un uso produttivo e le iniziative imprenditoriali sono continuamente monitorate, selezionate e finanziate conformemente a criteri di efficienza. I rischi, inoltre, sono diffusi tra una pluralità di attori che agiscono in modo autonomo e decentrato, sulla base delle informazioni disponibili, e soggiacciono ad un corrispondente regime di responsabilità.

In questo contesto, tutti sono chiamati a contribuire al processo produttivo, ma ciascuno svolgendo un ruolo diverso, tassello di un complesso sistema rigorosamente organizzato secondo criteri di specializzazione e di delega. Le esigenze di mobilitazione della ricchezza e di specializzazione dei compiti impongono che le risorse finanziarie siano raccolte e gestite da soggetti che non ne rappresentano i proprietari. Il trasferimento di beni dagli originari proprietari (i risparmiatori) agli imprenditori è reso possibile dall'instaurazione – a vari livelli – di "rapporti fiduciari", che impongono al soggetto ricevente le risorse di curare gli interessi del *dominus* nel miglior modo possibile.

La “fiducia” alla quale ci si riferisce non è il concetto “classico” identificato dalla dottrina giuridica italiana nell’*intuitus personae* o, talvolta, nella proprietà fiduciaria (dissociazione tra proprietà formale e sostanziale), ma è quella del *principal* (nel nostro caso, il risparmiatore) che affida ad un terzo, l’*agent* (la società o l’intermediario), il controllo e l’amministrazione dei propri beni, delegandogli un certo potere discrezionale.

La fiduciarità, allora, consiste nell’affidamento in gestione (in senso lato) delle proprie risorse allo scopo di ottenere un’utilità che, nella finanza, consiste in una remunerazione futura ed incerta. L’utilità attesa dal *principal* può essere effettivamente ottenuta solo a fronte di un comportamento dell’*agent* improntato al perseguimento del maggior vantaggio per il *principal*. In questi profili di alea e di fiducia risiede il tratto che maggiormente distingue i mercati di capitali rispetto agli ordinari mercati di beni e servizi.

In campo mobiliare, gli elementi dell’affidamento si ravvisano non solo nella gestione di portafogli di investimento, ma in pressoché tutti i rapporti tra intermediari e risparmiatori non sofisticati, allorché i primi esercitano una forma di controllo sulle scelte di investimento dei secondi. L’elemento della fiducia caratterizza parimenti l’ambito del governo delle società, con riferimento al rapporto tra amministratori e soci e, in contesti di proprietà concentrata tra soci di maggioranza e di minoranza. È la fiducia, allora, che permette quella mobilitazione di ricchezza e quella separazione tra proprietà e controllo che caratterizzano ogni sistema capitalistico.

Il rapporto fiduciario, così essenziale al corretto spiegarsi dei processi produttivi, presenta tuttavia una sua dinamica caratteristica, che si rivela portatrice di taluni fenomeni patologici, forieri di comportamenti opportunistici. Innanzitutto, il fiduciante è anche detentore di interessi propri o di terzi, che potrebbero non essere allineati con quelli del fiduciario. In questa situazione, il fiduciario potrebbe ritenere preferibile agire nel proprio o altrui interesse, anziché nell’interesse del fiduciante: da ciò il problema del conflitto d’interessi, il cui sfruttamento è prevedibilmente riscontrabile ogniqualvolta il fiduciario si attenda dal soddisfacimento dei propri o altrui interessi benefici (o riduzione dei costi) superiori a quelli che si otterrebbero dal perseguimento degli interessi del *dominus*. Lo sfruttamento dei conflitti di interessi viene favorito dalla compresenza di ulteriori fattori problematici.

La separazione tra proprietà e controllo che consegue alla relazione di fiducia comporta una scissione tra potere di decisione e sopportazione dei relativi rischi, sicché colui che prende le decisioni non subisce mai integralmente le conseguenze economiche delle proprie scelte. Non soggiacendo agli effetti delle proprie decisioni, il *principal* è portato a comportarsi in modo difforme da quello che richiederebbero le circostanze del caso. In termini economici il fenomeno è normalmente qualificato come azzardo morale (*moral hazard*) o opportunismo post-contrattuale, inteso come costo connesso al rischio del

cattivo comportamento di un soggetto in situazioni in cui questi non ne sopporta le relative conseguenze.

Un'ulteriore caratteristica del rapporto fiduciario è la presenza di asimmetrie informative, in quanto le informazioni a disposizione del *principal* relativamente agli atti ed ai risultati delle attività poste in essere dall'*agent* sono tendenzialmente incomplete. Il gap di informazione tra le parti è particolarmente ampio nel settore dei valori mobiliari, ove la complessità e la mole di notizie da codificare per poter valutare la bontà di un investimento sono notevolmente consistenti.

La raccolta di tali informazioni e l'accertamento della correttezza del comportamento del fiduciario comportano a loro volta un costo, che normalmente l'*agent* ritiene troppo oneroso sostenere (cosiddetta "apatia razionale"). L'apatia razionale è particolarmente forte allorché l'intermediario o la società da monitorare sono chiamati ad agire nell'interesse di una pluralità di investitori. In queste circostanze si aggiunge l'ulteriore problema dell'azione collettiva, dovuto alla sproporzione tra il costo di monitoraggio, generalmente sopportato dal risparmiatore individualmente, ed i relativi benefici, destinati a ricadere su tutti i risparmiatori in modo non necessariamente proporzionale al contributo fornito. Ciò dà luogo a fenomeni di esternalità positive, *free riding* e selezione avversa (o opportunismo pre-contrattuale).

Tale ultimo fenomeno si presenta qualora, prima dell'inizio di una relazione contrattuale, l'agente possiede informazioni migliori rispetto al principale sulla qualità dei servizi o dei beni oggetto di scambio. In queste situazioni, l'opportunismo si manifesta come tentativo dell'*agent* di utilizzare a proprio favore l'informazione privata disponibile, creando distorsioni nelle scelte economiche del *principal*.

La presenza di conflitti d'interessi, insieme ai classici problemi di *agency* sopra succintamente descritti, rappresentano incentivi a porre in essere comportamenti fraudolenti in violazione della fiducia: poiché il *dominus* non può verificare compiutamente il comportamento del fiduciario, quest'ultimo può trovare conveniente perseguire un interesse proprio o altrui, "appropriandosi" dolosamente delle risorse del *dominus*, senza subirne le conseguenze negative. Una violazione sistematica della fiducia comporterebbe che i meccanismi di raccolta del capitale non troverebbero più modo di funzionare. Pertanto, in linea di principio, lo sfruttamento dei conflitti d'interessi, in quanto situazione patologica di appropriazione di risorse fuori dai meccanismi di mercato, non può essere consentito e va adeguatamente prevenuto e represso.

I fenomeni di fraudolenta distrazione della ricchezza intervenuti in anni recenti trovano origine proprio nelle sopradescritte dinamiche tipiche del rapporto *principal-agent*

e rivelano l'esigenza di regolamentare il conflitto d'interessi in un'ottica di tutela del risparmio e della fiducia, superando soluzioni da "riformismo emergenziale"¹.

2. *Scopo del lavoro*

Con il presente lavoro si intende dare conto, sulla scorta delle osservazioni che precedono, del collegamento tra conflitto di interessi nel settore mobiliare e frodi finanziarie, intese come appropriazioni volontarie in violazione di un vincolo fiduciario, mediante una riflessione critica sulla normativa italiana che consideri il contesto sopranazionale di riferimento. L'analisi verrà svolta, in particolare, attraverso una comparazione degli assetti giuridici nazionali relativi all'agire del fiduciario in situazioni di conflitto, con le raccomandazioni, i codici di condotta e gli standard normativi vigenti a livello internazionale.

L'obiettivo è di esaminare in modo sistematico i rimedi preventivi e successivi offerti dal vigente regime normativo a fronte dei conflitti d'interesse nel settore mobiliare, per verificarne l'efficacia e la coerenza rispetto a quelli tipici dei sistemi di mercato aperti, come espressi nell'ordinamento giuridico internazionale.

Si ritiene che tali fonti internazionali costituiscano un parametro di raffronto particolarmente significativo, in quanto frutto di un preciso disegno politico volto a favorire la convergenza verso un sistema di mercato aperto, al quale il nostro paese dichiara di ispirarsi. Dette disposizioni, da insieme di slogan e di principi di vago contenuto, sono andate via via specificandosi sino a raggiungere un grado di complessità che ne ha stimolato un processo di sistematizzazione e, successivamente, di promozione universalistica da parte dei forum e delle organizzazioni internazionali maggiormente attivi in campo mobiliare ed ai quali l'Italia partecipa. Ci sembra interessante, allora, effettuare un confronto tra questo paradigma normativo, di cui l'Italia si è fatta ufficialmente portatrice, ed il modello effettivo, rappresentato dall'insieme di apparati ed istituti viventi nel nostro paese e mostrare, in questo modo, le difficoltà con cui l'importazione di tali modelli giuridici ed economici è intervenuta.

A tal fine, si confronteranno le soluzioni normative previste dal Testo Unico della Finanza e dalle relative disposizioni di attuazione, le novità nel diritto delle società e nella recente riforma del risparmio, nonché le innovazioni introdotte a seguito del recente recepimento delle direttive comunitarie (MiFid), con il variegato insieme di disposizioni di *soft law* elaborate dai c.d. *standard setter* nel corso degli ultimi trent'anni. Si avrà, inoltre, particolare cura nell'indagare le soluzioni concretamente offerte dal nostro ordinamento

¹ L'espressione è di PARDOLESI, PORTOLANO, p. 4.

all'investitore nel caso di commissione di frodi finanziarie per rimediare alla lesione della fiducia. Il formante giurisprudenziale rappresenta un elemento imprescindibile per misurare l'efficacia e l'effettività delle regole di diritto e svolge un ruolo centrale nel fornire i corretti incentivi di deterrenza, favorendo la delocalizzazione del monitoraggio dei comportamenti dei fiduciari.

3. *Metodo di analisi*

Lo studio verrà svolto secondo un metodo comparativo di tipo dinamico e funzionale, che si avvale degli apparati concettuali dell'analisi economica del diritto e particolarmente del modello del *principal-agency*. Si sottolinea, tuttavia, che non si intende fare riferimento a quel movimento della *Law and Economics* che esorta ad abolire i vincoli giuridici, in nome di un miracoloso e naturalistico diffondersi di mercati perfetti. Ci si riferisce, piuttosto, a quell'approccio che fornisce strumenti per individuare ed analizzare i fattori che ostacolano il funzionamento degli automatismi di mercato e ne propongono i possibili rimedi, in un'ottica che vuole superare atteggiamenti di tipo stato-centrico².

Tale scelta metodologica si giustifica per due ordini di ragioni. Il primo è che, come sopra espresso, per quanto ci consta, i fenomeni di frode finanziaria derivanti dallo sfruttamento dei conflitti d'interesse sono radicati in ogni economia capitalista e la relazione fiduciaria *principal-agent* rappresenta l'archetipo della separazione tra proprietà e controllo, tipica dell'odierno scenario economico-finanziario. In questo ambito, si ritiene che l'analisi economica del diritto fornisca mezzi di indagine particolarmente sofisticati.

La seconda ragione si comprende alla luce del peculiare campo nel quale si intende svolgere la comparazione, che presenta vari fattori di complicazione. Si tratta, infatti, di mettere a confronto fonti giuridiche aventi genesi, caratteristiche ed efficacia strutturalmente differenti. Un tale tipo di analisi richiede l'adozione di un approccio metodologico che astragga la norma dalle concettualizzazioni e dalle dogmatizzazioni tipiche della tradizione giuridica di origine e che ne metta in risalto la funzione economico-politica. L'analisi economica del diritto mette a disposizione strumenti concettuali di analisi critica particolarmente utili ed efficaci a tali fini.

² Nella materia che ci interessa, l'approccio analitico della *law and economics* è stato inaugurato da COASE (1937) (v. anche COASE (1995) e sviluppato, per citare solo gli esponenti più autorevoli, da POLINSKY (1992), STIGLER (1994), POSNER (2003); COOTER, ULEN (2004); in letteratura italiana v. DENOZZA (2002); NICITA E SCOPPA (2005). Sulla *Comparative Law and Economics* si veda MATTEI (1998) e MATTEI, MONATIERI (1997). In MATTEI (1999) e (2003-II) è disponibile una vasta rassegna bibliografica sulla metodologia offerta da questa nuova branca del diritto ed economia. Sulle difficoltà della dottrina italiana ad utilizzare gli strumenti forniti dall'analisi economica del diritto, si veda anche PARDOLESI, BELLANTUONO, con ulteriori ampie indicazioni bibliografiche.

Inoltre, le disposizioni internazionali considerate sono divenute espressione di un modello universalistico di riferimento, di un preciso progetto politico emerso in un contesto storico-culturale dove “*l’efficienza è promossa a valore*”³. L’interazione tra i due ordinamenti posti a confronto, di cui l’uno è un modello, uno standard oggetto di recepimento da parte dell’altro, impone alla ricerca d’indagare sugli aspetti dinamici della circolazione di modelli funzionali ad un obiettivo economico (*rectius*, politico) neoliberista ed elaborati in assenza di una tassonomia comune.

A questo fine, si terrà in debito conto l’influenza esercitata dal diritto angloamericano nella formazione degli standard internazionali. In particolare, si analizzeranno di volta in volta gli istituti giuridici degli ordinamenti di *common law* che hanno maggiormente ispirato gli *standard setter* nell’elaborare codici di condotta, regole e principi, così da poter meglio comprendere significato e contenuto degli standard internazionali.

Pur rispettando un approccio strettamente funzionale, si delinea il processo di circolazione di modelli intervenuto sotto la spinta internazionale e che ha massicciamente coinvolto il sistema giuridico italiano. Attraverso la comparazione, il riferimento al diritto angloamericano e l’analisi economica del diritto, la tesi si propone di studiare in chiave critica proprio questa peculiare dinamica di trapianto di modelli giuridici promossa dal pensiero liberista egemonico dell’ultimo decennio, alla quale l’Italia ha partecipato.

4. *Struttura della tesi*

Lo studio è suddiviso in quattro capitoli.

Il primo capitolo sarà dedicato alla ricognizione degli standard internazionali maggiormente rappresentativi in materia mobiliare. Si delinea la genesi di tali peculiari fonti normative e se ne considererà la funzione, l’efficacia e la diffusione, anche a fronte delle recenti iniziative congiunte del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale di utilizzare detti standard per emettere raccomandazioni nell’ambito dei c.d. “*Financial Sector Assessment Programme*” (FSAP), ed il *Report on Standards and Codes* (ROSC). Si darà conto specificatamente dei Principi IOSCO - *Objectives and Principles of Securities Regulation*, nonché degli *OECD Principles of Corporate Governance* elaborati in seno all’OCSE, e delle relative Metodologia. Detti strumenti costituiscono una sorta di “carta costituzionale” alla base del diritto finanziario e della *corporate governance*, un minimo comun-denominatore sul quale converge un elevato grado di consensi a livello internazionale. Quelle raccomandazioni verranno lette alla luce delle recenti iniziative intervenute a fronte dei fenomeni di frode, come indicate *in primis* nel rapporto IOSCO

³ L’espressione è di MATTEI (2003), p. 188.

“*Strengthening Capital Market Against Financial Fraud*” e successivamente concretatesi in nuovi standard.

Il secondo capitolo sarà incentrato sull’analisi del conflitto di interessi nel rapporto tra intermediario mobiliare e cliente, quale costo di agenzia ed incentivo al compimento di condotte opportunistiche e fenomeni di appropriazione al di fuori dei meccanismi di mercato. La questione verrà affrontata sia in relazione alla prestazione di servizi di investimento che nell’ambito della gestione collettiva del risparmio. Successivamente alla definizione della problematica e delle linee tassonomiche di riferimento, il lavoro esaminerà le linee guida dettate dagli standard internazionali in materia di conflitto di interessi e le confronterà con la disciplina italiana precedente e successiva al recepimento della MiFID. Si darà conto infine dei rimedi successivi messi a disposizione dall’ordinamento a fronte di violazioni della normativa in essere.

Il terzo capitolo si concentrerà sul tema del conflitto di interessi relativamente agli operatori coinvolti nell’elaborazione e nella distribuzione delle informazioni finanziarie, che tanta parte hanno avuto negli scandali finanziari sia italiani che d’oltreoceano, ossia:

- gli analisti finanziari;
- le società di *rating* e
- le società di revisione.

Anche in questa materia si darà conto dei principi di *best-practice* elaborati a livello internazionale, particolarmente in ambito IOSCO, per confrontare poi quelle soluzioni con l’approccio vigente nel nostro diritto.

Il quarto capitolo sarà dedicato al conflitto di interessi nella società per azioni di tipo aperto ed al connesso tema della *corporate governance* come possibile antidoto alle frodi finanziarie. Si considererà la disciplina del conflitto nei termini in cui la questione si pone in un contesto ad elevata concentrazione proprietaria, come è in Italia. Si avrà cura di raffrontarli con i meccanismi di controllo endosocietari raccomandati dall’OCSE, così da raffrontarli con l’attuale sistema di governo societario risultante dalla riforma delle società per azioni. Si considereranno inoltre gli strumenti di tutela preventivi e successivi a disposizione degli azionisti di minoranza a fronte di fenomeni di sfruttamento dei conflitti di interesse da parte dei soci di comando.

Sempre nella medesima ottica comparativa, si tratterà del conflitto nei rapporti infragruppo con riferimento alle seguenti problematiche che, secondo le analisi condotte recentemente in ambito internazionale, appaiono particolarmente rilevanti ai fini che ci constano:

- tutela delle minoranze e la responsabilità della capogruppo;
- operazioni con parti correlate; e
- uso di complesse strutture societarie e di *special purpose vehicles* localizzati in centri *off-shore*.

CAPITOLO I

STANDARD INTERNAZIONALI: GENESI, PRODUZIONE ED EFFICACIA

1. *Premessa*

Per comprendere l'origine e le ragioni dell'ampia diffusione degli standard internazionali è fondamentale considerare i recenti sviluppi occorsi nel settore finanziario mondiale. Tale peculiare fonte normativa rappresenta, infatti, un tassello chiave di un più ampio disegno politico capitanato dagli ordinamenti angloamericani e che l'Italia, in quanto parte del G-7 e attore nelle principali sedi della finanza internazionale, condivide. In particolare, gli standard internazionali costituiscono un agile strumento tecnico attraverso cui i governi nazionali favoriscono una generale convergenza verso modelli economico-giuridici elaborati tra un numero ridotto di attori internazionali che si riappropriano – con modalità collaborative e forme giuridiche nuove – di una sovranità attentata dalla globalizzazione, fenomeno che “travalica il momento interstatale dei rapporti economici”¹ e solleva una serie di questioni di difficile soluzione².

Innanzitutto, l'interdipendenza dei mercati comporta che difficoltà finanziarie intervenute in un paese possono produrre esternalità negative in altri luoghi, secondo il fenomeno generalmente identificato come *spill-over effect*. Il contagio può rivelarsi di dimensioni tali da comportare effetti a catena e produrre una crisi a livello internazionale, come hanno dimostrato le instabilità finanziarie (in particolare quelle delle tigri asiatiche degli anni novanta) intervenute su scala globale negli anni novanta.

In secondo luogo, le decisioni regolamentari intraprese localmente hanno ripercussioni sulla competitività delle imprese operative nel settore. Normative eccessivamente restrittive o comunque inefficienti hanno l'effetto di porre gli operatori locali in una situazione di svantaggio rispetto ai concorrenti di paesi con normative più *business oriented*. La globalizzazione incentiva il verificarsi episodi di “arbitraggio regolamentare”, per cui, allo scopo di evitare l'applicazione di

¹ CARBONE (2005), p. 312.

² Le cause principali dell'internazionalizzazione dei mercati finanziari sono state rintracciate negli squilibri sul mercato dei capitali e nel cambiamento del ruolo degli Stati Uniti che da primo creditore internazionale diventa primo debitore, nello sviluppo tecnologico soprattutto a livello IT e telecomunicazioni, nei fattori politici, particolarmente la deregolamentazione influenza delle nuove teorie finanziarie sulla diversificazione dei rischi, nell'*hedging* e nell'utilizzo di prodotti derivati e nei fenomeni di arbitraggio, cfr. GRUNDFEST (1990), p. 352 ss.

normative nazionali stringenti ed una posizione di svantaggio competitivo, gli operatori finanziari si stabiliscono in un paese con un regime normativo maggiormente permissivo o altrimenti ritenuto più conveniente. L'arbitraggio regolamentare indebolisce ulteriormente la capacità di ciascuno Stato di determinare autonomamente ed individualmente l'assetto regolamentare in materia finanziaria.³

La globalizzazione, dunque, incrementa l'interdipendenza delle economie e degli Stati ed apre un dibattito complesso tra armonizzazione e concorrenza degli ordinamenti⁴, *regulatory competition* e *path dependence*⁵, tra libertà ed autorità⁶.

A livello europeo, il fenomeno è oggi tanto più sentito nel diritto societario ove è ormai riconosciuto che, per effetto del principio della libertà di stabilimento prevista nel Trattato, gli operatori economici possono scegliere il luogo dove costituire una società (e con esso la *lex societatis*) a prescindere dal collegamento dell'attività di impresa con il paese di incorporazione ed anche meramente sulla base della convenienza ad utilizzare forme e modelli organizzativi giudicati più

³ Per questa analisi si faccia riferimento, *ex multis*, a HEREMANS, p. 971.

⁴ Il fenomeno della competizione tra gli ordinamenti è stato oggetto di un lungo dibattito soprattutto nella dottrina economico-giuridica statunitense. Una parte della letteratura legge in chiave positiva tale fenomeno, vedendo nella legge un prodotto soggetto ad un mercato e nella competizione uno strumento per così dire gnoseologico, con potenti effetti sul piano della conoscenza: attraverso la competizione, e non la scelta autoritativa di un legislatore centrale, delle parti interessate (e perciò sottoposti a più forti incentivi), attraverso scelte decentrate dei singoli fruitori del mercato si favorisce la prevalenza della legislazione più efficiente (c.d. *race-to-the-top theory*); cfr. tra i più autorevoli Autori, FISCHER (1982), ROMANO (1985) che fornisce a tale riguardo evidenze empiriche; DAINES (1999), il quale calcola mediante metodi statistici a campione che il valore di società incorporate nel Delaware è superiore rispetto alla media delle società incorporate in altri Stati degli US. Un'altra fetta della dottrina sostiene che la competizione tra ordinamenti comporta un progressivo abbassamento del livello qualitativo della normativa, in quanto ciascuno stato ha incentivi a sfruttare i vantaggi competitivi che derivano da una riduzione delle garanzie (ed un conseguente aumento della flessibilità) offerte dal proprio ordinamento giuridico per le parti deboli (c.d. *race-to-the-bottom theory*); cfr. BEBCHUK (1992), il quale argomenta che la competizione tra ordinamenti conduce a regole eccessivamente favorevoli per i gestori della società e a discapito degli investitori; e prima ancora CARY (1974).

⁵ Sul punto si vedano per tutti ROE (1998). La teoria della *path dependence* è stata compiutamente elaborata in materia societaria da BEBCHUK, ROE (1999) al fine di spiegare le ragioni per cui economie avanzate, nonostante forti pressioni verso la convergenza (v. anche cap. IV), hanno sviluppato assetti proprietari differenti e per giustificare la persistenza di tali differenze. Secondo gli Autori, tale vischiosità dipende da una *structure-driven path dependence*, consistente nell'influenza determinante delle condizioni di partenza, ossia degli assetti proprietari che ciascuna economia manifesta inizialmente, ed una *rule-driven path dependence*, derivante dal sostrato regolamentare esistente e dalle pressioni di gruppi di potere nella formazione di quelle. Il secondo fattore è inoltre influenzato dal primo, perché la formazione di gruppi di interesse e la natura degli stessi cambiano a seconda delle condizioni iniziali. Sul concetto generale di *path dependence* si v. anche MATTEI, MONTI (2001), p. 6. Nei capitoli successivi si avrà modo di illustrare come fenomeni di *path dependence* siano riscontrabili in modo evidente anche nel nostro diritto finanziario e societario.

⁶ Così MONTALENTI (2004), p. 31. La questione dell'erosione del monopolio statale sulla legislazione è divenuto un argomento di crescente interesse anche per la dottrina italiana; cfr. ROSSI (1999), p. 1316 ss., nonché i più recenti contributi di ZOPPINI (2004), IRTI (2004), PARDOLESI-PORTOLANO (2001); CASSESE (2002) e (2003); PACCES (2003).

favorevoli.⁷ La conseguenza è lo spiegamento di effetti extraterritoriali delle regole dell'ordinamento di incorporazione in tutti gli Stati ove la società opera, ciò che in economia viene qualificata come un'esternalità.⁸

Tradizionalmente, gli Stati rispondono al problema dell'interdipendenza (ossia alla presenza di esternalità positive o negative originate direttamente o indirettamente da altri Stati) negoziando incentivi ad una condotta coordinata. A tal fine, gli Stati stipulano trattati e costituiscono organizzazioni internazionali volte a monitorare il rispetto delle regole e a punire le violazioni.

Il fenomeno dell'interazione tra gli Stati è stato ampiamente studiato dalla letteratura giuridico-economica utilizzando i modelli offerti dalla teoria dei giochi.⁹ Attraverso gli strumenti "contrattuali" ed "istituzionali" dei trattati e delle organizzazioni internazionali gli Stati - operatori sovrani e razionali - altro non fanno che scegliere strategicamente di sottoporsi a vincoli volti a modificare i *payoff* attesi dei giocatori (ossia i costi ed i benefici che si anticipano avere a fronte della cooperazione), così da favorire il raggiungimento della cooperazione e con essa della massimizzazione del benessere collettivo. È secondo questa modalità di interazione, comunemente identificata come internazionalismo liberale, che si sono sviluppate le relazioni internazionali nel corso del secolo passato.¹⁰

⁷ Il riferimento è alla giurisprudenza della Corte di Giustizia nel noto caso *Centros* (1999), come poi meglio specificata nei successivi casi *Überseering e Inspire Act* (Corte di Giustizia, 5 novembre 2002, causa C-208/00 *Überseering*, e 30 settembre 2003 in Raccolta p. I-9919, causa C-167/01, *Inspire Act*). Negli Stati Uniti, invece, la competizione degli ordinamenti in campo societario sembra ormai essersi conclusa con l'affermarsi del Delaware come Stato leader per l'incorporazione delle società. Come evidenziato nel lavoro di BEBCHUK E HAMDANI (2002) e in quello di KAHAN E KAMAR (2002), gli stati americani per ragioni politiche ed economiche non competono più in modo vigoroso per l'incorporazione delle società, sicché il Delaware ha attualmente una funzione di produzione normativa in questo campo pressoché monopolistica. I due studi giungono tuttavia ad esiti diversi quanto alle conclusioni: mentre per i primi l'assenza di competizione rende auspicabile l'intervento dello Stato federale, per i secondi no, in quanto lo Stato del Delaware ha migliori incentivi per individuare la disciplina più efficiente.

⁸ Sul tema cfr. particolarmente GRUNDFEST (1990), p. 367 ss.

⁹ Numerosi sono gli studi svolti a livello accademico attraverso cui si è applicata la teoria dei giochi alle relazioni internazionali; particolarmente, data la natura decentrata del diritto internazionale (manca un'autorità sopranazionale in grado di garantire il rispetto delle norme), le relazioni tra Stati sono qualificate in termini di giochi (ripetuti) non cooperativi. Sulla teoria dei giochi in generale v. per tutti OSBORNE (2004) e RAPOPORT (1998), con numerosi riferimenti bibliografici. Tra gli studi più interessanti nel settore si segnala BARRETT (1998), il quale assumendo che gli Stati operano strategicamente come attori razionali in una serie di giochi non cooperativi infinitamente ripetuti, fornisce una dimostrazione formale del fatto che la cooperazione può essere raggiunta solo se gli attori sono in un numero relativamente ridotto; una quantificazione di tale numero varia però a seconda delle circostanze del caso e ciò spiega perché in taluni settori la cooperazione è più spiccata che in altri. Cfr. anche FRISCHMANN (2003), con ampie indicazioni bibliografiche, specie in nt. 59. Analisi specifiche in ambito finanziario sono state condotte da LICHT (1999) circa gli incentivi delle autorità di vigilanza del mercato mobiliare a cooperazione a livello internazionale per assicurare l'esercizio dei propri poteri su mercati interconnessi.

¹⁰ L'internazionalismo liberale è dunque la modalità di cooperazione che si basa sulla negoziazione di trattati internazionali tra nazioni formalmente sovrane ed indipendenti e sull'istituzione di organizzazioni internazionali. Le Nazioni Unite sono l'espressione più importante dell'internazionalismo liberale; sul tema cfr. RAUSTIALIA (2002), p. 2.

Recenti analisi hanno ulteriormente considerato le interazioni tra Stati in una prospettiva dinamica, inquadrando in un modello di gioco non cooperativo ripetuto, che evolve e si modifica nel tempo. In quest'ottica, gli Stati negoziano accordi e costituiscono organizzazioni internazionali non solo per monitorare e modificare i *payoff* dei partecipanti al gioco – e dunque per premiare i comportamenti cooperativi e punire le violazioni - ma anche per affrontare l'avvento di nuove imprevedibili situazioni e favorire la cooperazione nonostante i cambiamenti. Poiché in un'ottica dinamica vari sono gli obiettivi strategici che gli Stati possono voler conseguire in un certo momento, diverse saranno le istituzioni internazionali utilizzate per raggiungerli.¹¹

Questo schema teorico è particolarmente utile per comprendere le modalità con cui gli Stati reagiscono alle esternalità procurate dalla globalizzazione, dallo sviluppo tecnologico, dall'affievolimento della sovranità nazionale e dall'accresciuta interdipendenza delle economie e degli ordinamenti.¹² Tali fenomeni hanno infatti complicato le dinamiche delle relazioni internazionali e imposto l'elaborazione di forme di cooperazione alternative e più flessibili rispetto alle tradizionali modalità di interazione che hanno sinora caratterizzato il diritto internazionale classico. Da cui il fiorire nel settore finanziario internazionale, oggi più che mai, di peculiari iniziative di collaborazione, che prendono l'avvio dalla constatazione che mercati globali richiedono gestione dei rischi e vigilanza altrettanto dinamiche e globali.

L'elaborazione e la diffusione degli standard internazionali si inquadrano in questo contesto evolutivo di giochi non cooperativi ripetuti. Le modalità di elaborazione degli standard a livello sovranazionale e la loro promozione attraverso gli standard setter e le istituzioni internazionali rappresentano un modo innovativo con cui oggi un numero ristretto di attori interessati al raggiungimento

¹¹ La strategia di modifica dei *pay off* come strumento per favorire la cooperazione è stata tradizionalmente analizzata nell'ambito delle relazioni internazionali con riferimento al tema della sicurezza; cfr. OYE (1986), p. 3 e bibliografia ivi indicata. Uno studio di respiro più ampio e particolarmente attento al ruolo delle istituzioni è stato svolto da FRISCHMANN (2003), che ha sviluppato una teoria dinamica per spiegare come la cooperazione internazionale, vista come gioco ripetuto, è fenomeno che evolve nel tempo e l'uso di istituzioni è lo strumento con cui con cui gli Stati gestiscono dinamicamente questa evoluzione in modo da favorire la cooperazione: “*States design institutions to monitor behavior and adjust pay-offs either by rewarding cooperators or punishing defectors – as predicted by traditional game theory – but also to maintain cooperation in the face of dynamic change*” (p. 683). In particolare secondo l'Autore, tre sono le possibili strategie volte ad ottenere cooperazione: (I) strategia volta a modificare i *pay off* di giocatori in modo da incentivare la cooperazione; (II) strategia diretta a facilitare la cooperazione attraverso una riduzione dei costi transattivi e delle incertezze dipendenti dalle evoluzioni del regime normativo in essere; e (III) strategia volta a mantenere nel tempo la cooperazione attraverso una modifica dinamica dei vincoli nel tempo. Queste diverse strategie sono perseguite utilizzando diverse tipologie di istituzioni.

¹² Ci sembra che questo approccio spieghi più compiutamente di altre teorie più strettamente giuridiche l'emergere dell'attuale diritto transnazionale nel settore commerciale; sulle teorie vigenti cfr. CRANSTON (2007), p. 597 ss.

di una situazione di equilibrio di ampia convergenza normativa (*in primis* gli Stati Uniti ed in generale i paesi orientati al mercato, che maggiormente temono il rischio di arbitraggi regolamentari¹³) interagiscono a fronte di mercati globalizzati, monitorano periodicamente l'evolvere del contesto finanziario internazionale ed intervengono al fine di attrarre altri attori in questo equilibrio, modificandone i *pay off*.

D'altronde, a partire dagli anni ottanta la stessa SEC non ha fatto segreto della propria politica, dichiarando di voler affrontare le problematiche derivanti dalla crescente globalizzazione dei mercati attraverso strategie volte a favorire la cooperazione internazionale e la convergenza verso il modello di regolamentazione finanziaria statunitense¹⁴. L'obiettivo della convergenza è stato ribadito anche nell'ultimo piano strategico della SEC elaborato per il quinquennio 2004-2009, in cui l'autorità conferma il proprio impegno a portare avanti il progetto nelle opportune sedi internazionali.¹⁵

Le dichiarazioni della SEC supportano l'osservazione per cui i raggruppamenti di Stati, gli standard setter e le organizzazioni finanziarie

¹³ In questo senso, la cooperazione internazionale nel settore finanziario rappresenta quello che MACEY (2003), p. 1353, qualifica molto efficacemente come "*regulatory cartelization*": una reazione della burocrazia statale ai fenomeni della globalizzazione economica e della competizione; perso il monopolio sulla produzione normativa, gli Stati si coalizzano per formare cartelli e riacquistare potere in modo da limitare il rischio di arbitraggi regolamentari ("*Globalization reduces regulators' power by enabling regulated entities to move away from jurisdictions in which regulators exercise power in ways that such entities disapprove. Thus, globalization forces regulators to cooperate with one another whether they want to or not.*", p. 1357).

¹⁴ A partire dagli anni ottanta la SEC ha fortemente cercato di favorire la cooperazione internazionale con altre autorità di settore, in principio su base bilaterale e poi nell'ambito di forum internazionali quali lo IOSCO proprio al fine di ridurre il rischio di arbitraggi regolamentari in un'ottica di maggior tutela degli investitori, cfr. la celeberrima *Policy Statement of the US SEC, Securities Act Release No. 33,6807* del 14 novembre 1988, commentata da MAHONEY (1990), nonché il *SEC Report on Promoting Global Preminence of American Securities Markets*, 18 ott. 1997, su www.sec.gov. LICHT (1999) p. 63 ss., part. 67, evidenzia come nei decenni passati l'approccio utilizzato tradizionalmente dagli Stati Uniti in materia di *securities regulation* sia stato di tipo unilaterale (ampia ed aggressiva applicazione extraterritoriale della propria normativa). Questa politica, tuttavia, ha nel tempo comportato due principali effetti: (i) una perdita secca di business, in quanto molti operatori finivano per scegliere di offrire prodotti e servizi su mercati meno regolamentati; (ii) l'esigenza per la SEC di cooperare con altri paesi sul piano dell'*enforcement* per ottenere informazioni e documenti. Ciò ha indotto la SEC a favorire una maggior collaborazione internazionale non solo nell'ambito dell'*enforcement* ma anche in termini di coordinamento e convergenza delle normative verso il modello statunitense.

¹⁵ Cfr. *SEC 2004-2009 Strategic Plan*, disponibile on line all'indirizzo www.sec.gov/about/secstratplan0409.pdf; e il *SEC 2005 Performance and Accountability Report*, disponibile on line all'indirizzo www.sec.gov/about/secpar2006.shtml. Si legge ad esempio nello *Strategic Plan*, p. 15: "*In addressing the increasingly global nature of financial markets, the SEC works with many international organizations and securities regulators to improve global transparency and disclosure, strengthen the supervision of global firms and markets, reinforce regulatory standards, and enhance crossborder enforcement cooperation. In particular, U.S. and international accounting organizations and securities commissions are working together to develop strategies for "converging" upon an agreed-upon set of accounting standards and practices (...). For the United States, convergence will require the SEC to engage in a multi-year effort with a variety of standardsetting organizations (...).*" La SEC è inoltre impegnata in numerosi programmi di prestazione di assistenza tecnica alle economie emergenti, cfr. *ulteriormente Office of international Affairs Outline, The SEC Speaks in 2007*, in *Practising Law Institute Corporate Law and Practice Course Handbook Series PLI Order No. 10518* February, 2007, p. 1048 ss.

internazionali sono le istituzioni attraverso cui l'obiettivo della convergenza normativa (tramite l'adozione di standard) viene rispettivamente: (i) avallata sul piano politico; (ii) elaborata sotto il profilo tecnico; e (iii) incentivata attraverso misure formalmente rispettose della sovranità nazionale. In altre parole, attraverso istituzioni che operano rispettivamente sul piano politico, tecnico e promozionale, gli Stati maggiormente interessati alla convergenza rendono più costoso per gli altri decidere di non allinearsi al comune modello di mercato aperto.¹⁶

Da un punto di vista statico, si tratta di una strategia egemonica con cui alcuni paesi desiderosi di un grado minimale di armonizzazione degli ordinamenti si coordinano utilizzando le istituzioni finanziarie internazionali per indurre alla cooperazione (ossia alla convergenza normativa verso standard uniformi) un numero quanto più vasto possibile di altri paesi. In un modello semplificato di gioco a due, l'equilibrio egemonico consiste in una situazione in cui entrambi i partecipanti hanno una strategia dominante¹⁷, in cui l'uno è portato a non cooperare (ossia, nell'esempio portato, a non introdurre un regime normativo più stringente) e l'altro, pur se insoddisfatto del risultato, preferisce ugualmente cooperare (ossia a non abbassare il grado di garanzie offerte internamente dal proprio ordinamento). In questo equilibrio il giocatore egemone è in una situazione di *second-best*, mentre l'altro giocatore è in una di *first-best*. Ne consegue che il giocatore egemone ha incentivi a modificare i *pay off* dell'altro, in modo da ottenerne la cooperazione. Le istituzioni internazionali aiutano gli Stati con strategia egemone a raggiungere questo fine¹⁸.

Equilibrio egemonico

	Cooperazione (C)	Defezione (D)*
C*	4, 3	3, 4**

¹⁶ La decisione di uno Stato di non allinearsi può dipendere da due principali fattori: che la cooperazione (i) porrebbe il paese in una situazione di svantaggio competitivo rispetto ad altri Stati, o più in generale (ii) è contraria agli interessi del paese; cfr. LICHT (1999) p. 66.

¹⁷ Ovvero che ciascun giocatore è in grado di effettuare la scelta senza sapere quale sarà la decisione intrapresa dall'altro.

¹⁸ Sui giochi con equilibrio egemonico cfr. LICHT (1999), p. 94 ss. L'equilibrio egemonico analizzato dall'Autore è riferito ad un gioco a due non ripetuto in cui lo Stato egemone ha interesse a che l'altro adotti una disciplina mobiliare più stringente. L'Autore cita lo IOSCO tra le istituzioni internazionali utilizzate per modificare i *pay off* dei giocatori non egemonici.

D	2, 1	1, 2
---	------	------

* Strategia dominante del giocatore

** Situazione di equilibrio egemonico

D'altra parte, in linguaggio economico l'interesse degli Stati egemoni alla convergenza non è che la conseguenza di un *network effect*: l'adozione degli standard internazionali e di modelli di mercato aperti possono essere visti in termini analoghi alla diffusione di un prodotto da cui un consumatore trae un'utilità – nel caso di specie, in termini ad esempio di riduzione dei rischi di arbitraggio regolamentare – che cresce con l'utilizzo che di quel prodotto facciano anche altri soggetti.¹⁹ La conseguente pressione per la convergenza operata a livello internazionale da taluni Stati ha finito per favorire nel settore finanziario un fenomeno di massiccia circolazione di modelli giuridici (c.d. *legal transplants*) da ordinamenti storicamente caratterizzati da mercati ed economie aperti al resto del mondo²⁰.

Tali iniziative internazionali per il coordinamento della regolamentazione finanziaria contengono allo stesso tempo elementi di novità, ma anche di sostanziale continuità con il passato. Per un verso, come si è detto, esse si propongono come una risposta all'inidoneità del tradizionale sistema organizzativo interstatale a disciplinare fenomeni economici transnazionali: rappresentano un superamento del metodo di cooperazione internazionale tipica dell'internazionalismo liberale del ventesimo secolo e costituiscono una fonte di produzione normativa più flessibile e persuasiva, di tipo "soft", alternativa ai trattati internazionali.

Per altro verso, quanto agli obiettivi, quelle iniziative si inseriscono su una linea evolutiva di stampo neoliberalista, capitanata dai raggruppamenti di Stati (soprattutto G-7) e da istituzioni finanziarie internazionali operative già dal 1944

¹⁹ Cfr. ZARING (2005), p. 592, il quale sottolinea l'esistenza di *network effect* che favoriscono la cooperazione regolamentare e cita a tal fine le parole di RAUSTIALA (2002): "*network theory predicts that tipping occurs, leading to an equilibrium in which one (or more...) regulatory standard dominates. Network effects thus aid policy standardization... This is not to say that convergence is "caused" by network effects, but rather that network effects boost the existing incentives to standardize*".

²⁰ Cfr. MATTEI, MONTI (2001), p. 5, i quali evidenziano come l'esigenza di rincorrere l'obiettivo dell'efficienza anche da parte dei legislatori nazionali nella competizione internazionale alla produzione di norme possa naturalmente favorire una circolazione di modelli giuridici, con la tendenziale prevalenza di quelli più efficienti. Gli Autori sottolineano tuttavia come l'efficienza di una disposizione normativa non può costituire un giudizio astratto ed assoluto, in quanto dipende dal contesto economico-politico in cui quella norma va ad inserirsi, per cui soluzioni efficienti in un ordinamento potrebbero non esserlo in un altro.

(particolarmente dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale), funzionale allo sviluppo di economie di mercato aperto²¹, che origina da posizioni intraprese a seguito della caduta del regime di cambi fissi e rispetto alle quali i cambiamenti dell'ultimo decennio rappresentano solo un ulteriore sviluppo²².

Su questa evoluzione sono occorsi recentemente (numerosi ed in contesti normativi diversi) episodi di frodi finanziarie che hanno imposto anche ai paesi industrializzati di fare i conti con le proprie debolezze di sistema, *in primis* con i costi di agenzia e la correlata questione dei conflitti di interesse. Di questa trasformazione si tratterà nel presente capitolo, così da ricostruire la genesi, le fonti di produzione e l'efficacia dell'attuale ordinamento finanziario internazionale, avendo cura di evidenziare distintamente i tre piani de: (i) l'elaborazione dei fini politici, (ii) la definizione tecnica degli standard internazionali e (iii) gli incentivi alla trasposizione di tali regole negli ordinamenti nazionali.

Occorre precisare che la natura dell'analisi qui svolta non è di tipo normativo, ossia non si intende valutare in questa sede la bontà o meno delle decisioni politiche che a monte hanno dato origine ad una evoluzione verso modelli mercatocentrici²³. La finalità del presente capitolo è meramente descrittiva, in quanto si intende considerare il processo storico-evolutivo e le principali caratteristiche dell'odierno ordinamento finanziario internazionale ed il ruolo in esso assunto dal nostro paese. L'analisi ci permetterà di ricostruire la cornice entro cui gli standard internazionali vanno ad inserirsi, il modello economico-politico di riferimento al quale l'Italia partecipa e dichiara di ispirarsi. Si tratta di un profilo scarsamente considerato dalla dottrina e che, come si dirà, richiede un ripensamento delle tradizionali categorie utilizzate nell'ambito del diritto internazionale²⁴.

²¹ Sotto questo profilo, la convergenza nel settore finanziario verso modelli mercatocentrici può essere intesa come un fenomeno di, per usare ancora un'espressione di MACEY (2003), p. 1353, "*regulatory imperialism*" attraverso cui Stati più potenti impongono normative e modelli su Stati meno forti. Nel prosieguo si descriverà attraverso quali modalità questa circolazione interviene.

²² Cfr. successivo par. 2.

²³ Si richiama a tale riguardo che sul piano scientifico risulta allo stato assai controversa la bontà dell'assunto che la convergenza normativa verso gli standard internazionali elaborati a livello internazionale debba condurre ad una maggiore stabilità finanziaria, assunto che è alla base delle iniziative politiche alle quali l'Italia partecipa e che – come si dirà - hanno favorito la diffusione su scala globale di una circolazione di modelli giuridici fondamentali dell'ordinamento finanziario. La questione è complessa e non sarà oggetto del presente studio; mi limito a richiamare a questo riguardo le critiche sollevate da JORDAN (2005) (con ampie indicazioni bibliografiche), il quale evidenzia le difficoltà e talvolta l'inutilità di trasferire nozioni tipiche degli ordinamenti angloamericani in contesti giuridici e mercati finanziari distanti da quello statunitense o inglese.

²⁴ Cfr. ZARING (2005), pp. 547-548, che con riferimento alle nuove forme di produzione di norme amministrative a livello internazionale, osserva: "*Even though areas of rulemaking that affect millions of people have changed, the phenomenon, as a form of procedure, remains largely unexamined.*"

2. Cooperazione sul piano politico: liberalizzazione e sviluppo dei mercati finanziari

2.1 La crisi del regime dei cambi fissi

Con la fine del sistema monetario basato sulle parità fisse, istituito nel 1944 a Bretton Woods, si assiste ad un progressivo cambiamento del ruolo del Fondo Monetario Internazionale (FMI)²⁵, al quale ha fatto seguito un fenomeno di crescente finanziarizzazione dei mercati.

Sino ad allora, il FMI aveva svolto la funzione di assicurare il mantenimento delle parità fisse e, solo strumentalmente a questo compito, di fornire assistenza finanziaria temporanea agli Stati Membri, per correggere o evitare eventuali squilibri nelle bilance dei pagamenti. L'obiettivo era di facilitare, mediante l'eliminazione del rischio di cambio, i pagamenti a fronte di transazioni internazionali correnti, in modo da incentivare il libero commercio e lo sviluppo dei mercati. Il quadro ideato a Bretton Woods si dimostrò per circa venti anni idoneo a favorire un sistema multilaterale di pagamenti basato sulla convertibilità delle valute.

²⁵ Il Fondo Monetario Internazionale (*International Monetary Fund*) è un'organizzazione internazionale, operante nel settore finanziario e monetario, istituita, insieme al gruppo della Banca Mondiale, nel 1944 all'esito della conferenza di Bretton Woods. L'Accordo Istitutivo del FMI ha acquisito efficacia nel 1945 e l'organizzazione è nata nel maggio 1946. Attualmente gli Stati membri sono 184. Il FMI costituisce anche un Istituto specializzato delle Nazioni Unite. Propulsore della conferenza di Bretton Woods era stato un intenso movimento di idee e programmi polarizzati sulla discussione di due progetti predisposti dal governo americano (Piano White) e da quello britannico (Piano Keynes) entrambi in favore della creazione di un regime di cambi fissi, ma secondo regole alquanto divergenti, in quanto rappresentative degli interessi dei rispettivi paesi; alla fine prevalsero le proposte statunitensi; cfr. GARDNER, p. 79 ss.; RAJAN - ZINGALES, pp. 284 e ss LASTRA, p. 509 ss.; BLANCO, CARRASCO (1999), p. 70 ss. Gli organi principali del FMI sono il Consiglio dei Governatori (*Board of Governors*) a composizione plenaria, il Consiglio Esecutivo (*Executive Board*), composto dai 24 Direttori Esecutivi (*Executive Directors*) e il Direttore Operativo (*Managing Director*). Il Consiglio dei Governatori si riunisce di norma una volta l'anno e le sue funzioni sono in gran parte delegate al Consiglio Esecutivo, che di fatto rappresenta l'organo principale del FMI. Dei membri del Consiglio Esecutivo 5 sono permanenti e appartengono ai 5 Stati che detengono la quota maggiore (Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia e Regno Unito) mentre gli altri sono eletti dal Consiglio dei Governatori sulla base di un sistema di raggruppamenti di nazioni. Il Direttore Operativo viene eletto dal Consiglio Esecutivo e lo presiede. Il FMI dispone di un capitale messo a disposizione dai suoi membri e il voto all'interno dei suoi organi è ponderato a seconda della quota detenuta. Questo fa sì che, considerato che per prendere le decisioni più importanti sono necessarie maggioranze molto alte (2/3 o i 3/4 dei voti) gli Stati Uniti e il gruppo dei principali paesi dell'Unione Europea si trovano ad avere un potere di veto di fatto, presi singolarmente (nel caso della maggioranza dei 3/4) o insieme (maggioranza dei 2/3). Sul funzionamento del FMI v. per tutti DELONIS (2004), p. 568; LASTRA (2000), GOLD (1980).

A seguito delle crisi economiche che, alla fine degli anni '60, colpirono i maggiori paesi industrializzati si diffuse una prassi generalizzata di fluttuazione delle monete. La situazione, inizialmente tollerata dal FMI, sfociò nella dichiarazione di sospensione della convertibilità del dollaro in oro da parte degli Stati Uniti nell'agosto del '71. L'inconvertibilità del dollaro comportò il venir meno del punto di riferimento per determinare il valore dei tassi di cambio e con ciò il crollo del regime dei cambi fissi²⁶.

Tale situazione di crisi venne affrontata e risolta mediante iniziative esterne al FMI e solo successivamente da questo ratificate. Fu, in particolare, il club dei dieci (Stati Uniti, Inghilterra, Italia, Germania, Francia, Olanda, Belgio, Svezia, Canada e Giappone)²⁷ a prendere il controllo della situazione, stabilendo in un primo momento margini di oscillazione delle monete e riconoscendo, poi, la fine definitiva del *gold exchange standard* e l'uscita di scena dell'oro come mezzo ufficiale di pagamento nelle transazioni internazionali. Ma fu solo nel '76 che la prassi, già da lungo tempo instauratasi, della fluttuazione libera delle monete venne formalizzata nello statuto del FMI²⁸. Tali modifiche non costituirono altro che, come è stato osservato, “*un allineamento laborioso del diritto al fatto*”²⁹.

Il crollo del sistema dei cambi fissi decretò la fine di un'epoca. Il settore privato dovette misurarsi con un nuovo scenario di fluttuazione monetaria e imparare a far fronte al rischio di cambio. Si diede così avvio all'operatività in derivati ed alla creazione di strumenti di copertura sempre più sofisticati. La necessità di assicurare il pieno funzionamento dei meccanismi di *hedging* stimolò la graduale rimozione a livello nazionale dei controlli sui cambi e fornì una generale spinta alla liberalizzazione dei movimenti di capitale³⁰.

²⁶ Sul crollo del sistema dei cambi fissi v. *ex multis* GOLD (1977); GIANNINI (2001); GUARD (2006), p. 168 ss.

²⁷ Formatosi nel 1962 allo scopo di istituire una nuova forma di finanziamento delle riserve del FMI integrativa rispetto alle sottoscrizioni originarie dei partecipanti, il club dei dieci era raggruppamento composto, come si vede, dai più importanti paesi industrializzati, espressione degli interessi particolari di quelli. L'azione concertata di tali Stati ha dato vita ad una sorta di direttorio politico del FMI. In questo modo, decisioni prese da un ristretto circolo di paesi al di fuori dei canali istituzionali venivano poi formalizzate attraverso il FMI. Il club dei dieci non è stato l'unico gruppo di Stati a rivestire un ruolo nelle scelte politiche abbracciate dal FMI. Per una più completa disamina dei gruppi che hanno influito sulle politiche del Fondo, si veda DENTERS (1996), pp. 34-35. Si veda più ampiamente il par. 4.3.

²⁸ Trattasi della modifica dell'art. IV, sez. I del trattato che dall'originaria previsione di un vero e proprio obbligo di risultato di mantenere la parità delle monete venne sostituito con l'attuale obbligo generico di “*collaborate with the Fund and other members to assure orderly exchange arrangements and to promote a stable system of exchange rates*”. In contropartita al minor peso riconosciuto al FMI dalla nuova versione dell'art. IV, Sisez. III si è riconosciuto all'ente il compito di esercitare “*firm surveillance over the exchange rate policies of members*”. Il FMI inoltre fissa “*specific principles for the guidance of all members with respect to those policies*”. Tali principi sono stati adottati con decisione n. 5392 del 1977 che ha introdotto le c.d. regole di condotta.

²⁹ GIULIANO, p. 291.

³⁰ Si veda EATWELL, p. 3.

Il crollo degli equilibri delineati a Bretton Woods comportò la rinuncia al vecchio postulato per cui i problemi alla bilancia dei pagamenti andassero affrontati esclusivamente sul piano internazionale. Si prese atto che la stabilità monetaria dipendeva dalle linee di politica economica determinate internamente da ciascuno Stato Membro³¹.

Fu così che le funzioni del FMI si ampliarono notevolmente abbracciando, oltre alle tradizionali iniziative di tipo monetario, anche nuove responsabilità in campo creditizio ed in materia di riforme del settore finanziario. Tali iniziative si contraddistinsero, di fatto, da un penetrante controllo sulla politica economica e monetaria interna degli Stati aventi deficit strutturali alla bilancia dei pagamenti³².

Si noti che il cambiamento di ruolo del FMI non è stato riflesso in ulteriori modifiche del trattato istitutivo³³. Di conseguenza, sorprendentemente, oggi – come sessanta anni fa – il trattato istitutivo del FMI attribuisce all'ente il compito di promuovere l'ordinato operare del sistema monetario internazionale e di regolare il regime dei pagamenti internazionali³⁴.

Tuttavia, un rapido sguardo alle operazioni finanziarie sostenute dal FMI dagli anni '70 ad oggi è sufficiente a dare conto di quanto una tale continuità con il passato sia tutta formale e di come gli strumenti, le filosofie e i destinatari di tali politiche siano invece radicalmente cambiati. Basti sottolineare come l'ultima richiesta di sostegno da parte di paesi industrializzati è avvenuta nel 1977 ad opera dell'Italia e del Regno Unito e che a partire dalle crisi finanziarie degli anni '80 i paesi in via di sviluppo sono divenuti gli esclusivi beneficiari dell'assistenza finanziaria³⁵.

³¹ Per questa osservazione cfr. COMBA, p. 49.

³² Sull'evoluzione delle funzioni del FMI si vedano LASTRA, p. 514; GIANVITI (2001); BLANCO, CARRASCO (1999); DELONIS (2004), p. 573 ss. che richiama come il primo tentativo del FMI di designare le politiche microeconomiche dei paesi membri è occorso agli inizi degli anni '90 con la Russia. Inoltre nel 1991 nel corso della riunione di Houston, Texas, i paesi del G-7 assegnarono al Fondo il compito di guidare anche attraverso l'assistenza tecnica il blocco sovietico nella transizione dal socialismo all'economia di mercato.

³³ Le iniziative in materia di assistenza finanziaria vennero introdotte esclusivamente attraverso deliberazioni dell'organo esecutivo del FMI, senza scomodare l'onerosa procedura di emendamento dello statuto.

³⁴ Il fulcro dell'attività dell'organizzazione rimane una funzione di assistenza finanziaria di carattere limitato nel tempo e subordinata all'accettazione da parte dello Stato beneficiante di una serie di misure di riequilibrio volte ad esercitare un controllo di tipo internazionale alle politiche nazionali in materia monetaria.

³⁵ Ricordiamo brevemente, che successivamente agli shock petroliferi susseguiti a partire dal '73, le grandi banche commerciali statunitensi ed europee si trovarono nella disponibilità di una grande quantità di depositi monetari in dollari – i c.d. petrodollari – derivanti dai guadagni vertiginosi ottenuti in quegli anni dai paesi esportatori di petrolio (soprattutto Stati arabi). Questa massiccia disponibilità di valuta forte incentivò le banche commerciali ad investire secondo un'aggressiva politica di prestiti in favore dei paesi in via di sviluppo. L'eccesso di liquidità favorì l'erogazione di massicci finanziamenti sindacati a Stati sovrani, dietro corresponsione di interessi a tasso variabile. Tale "riciclaggio" di petrodollari nell'economia globale comportò un aggravio della recessione determinata nei paesi industrializzati dagli shock petroliferi. Nel tentativo di superare la recessione, gli Stati Uniti presero l'iniziativa di alzare i tassi di interesse, con l'effetto di rendere più onerosa la restituzione di quei prestiti che – come detto – collocavano sugli Stati debitori i rischi sia di cambio che di tasso di interesse. Con il crollo poi del prezzo del petrolio causato dalla recessione,

2.2 Washington Consensus, neoliberalismo e globalizzazione

Proprio questo cambiamento di ruolo del FMI ha permesso all'istituzione di supportare una serie di riforme funzionali alla liberalizzazione dei mercati, attraverso il particolare meccanismo di concessione di assistenza finanziaria descritta di seguito.

Tecnicamente, l'assistenza fornita dal FMI non consiste nell'erogazione di prestiti. Il finanziamento interviene mediante un sofisticato sistema per cui lo Stato beneficiario acquista valuta forte di altri Stati membri (generalmente dollari statunitensi, marchi tedeschi e yen giapponesi) in cambio della propria³⁶. Lo Stato, poi, si obbliga a riacquistare la moneta nazionale scambiata entro il termine concordato con il FMI. L'acquisto di moneta forte può intervenire in modo incondizionato sino ad un certo limite (c.d. tranche di riserva) ed ulteriormente sotto condizioni di accesso tanto più rigorose quanto è più elevato l'ammontare di risorse finanziarie impegnate³⁷. Da qui l'origine dell'imposizione di condizioni di accesso ai fondi del FMI (fenomeno della c.d. "condizionalità"), ossia di garanzie e requisiti subordinatamente ai quali viene accordata l'assistenza³⁸.

Più precisamente, le disponibilità ulteriori alla tranche di riserva non sono considerate in modo unitario, ma sono distinte in prelievi scaglionati nel tempo. Lo Stato beneficiario può accedere alle successive frazioni di risorse solo se vengono portati a termine, a giudizio del FMI³⁹, i programmi di aggiustamento

paesi come il Messico, la Nigeria ed il Venezuela persero una importante fonte di entrata di valute forti e ciò indebolì ulteriormente la loro capacità di ripagare i propri debiti. Si evince da quanto precede che, sebbene le crisi finanziarie degli anni '80 abbiano avuto origine in una serie complessa di fattori economici esterni (shock petroliferi ed innalzamento del tasso di interesse americano), una causa che contribuì in modo importante alla crisi fu l'insufficienza della regolamentazione bancaria vigente nei paesi industrializzati a prevenire politiche di prestito eccessivamente imprudenti. A subirne le conseguenze furono *in primis* i paesi in via di sviluppo, costretti a ricorrere all'assistenza finanziaria e agli impopolari programmi di aggiustamento del FMI e tuttora fortemente indebitati con l'occidente. Si vedano per tutti SARKAR, p. 96 ss.; LEVINSON (1999), p. 2 ss.; GIANNINI (2001), p. 14 ss.

³⁶ Grazie a questo meccanismo, il dollaro è divenuto la principale moneta di riserva internazionale.

³⁷ Uno Stato membro può di regola prelevare sino a tre volte la propria quota di sottoscrizione al FMI. Nell'arco degli anni, il FMI ha creato varie "facilities" per accomodare le diverse esigenze dei paesi in via di sviluppo; cfr. *ex plurimis*, DELONIS (2004), p. 566 ss.

³⁸ Il fondamento giuridico della condizionalità è rintracciabile nell'art. V, sez. 3 lett. A, che tuttavia non specifica direttamente quali queste condizioni di accesso debbano essere: "The Fund shall adopt policies on the use of its general resources (...) that will assist members to solve their balance of payments problems in a manner consistent with the provisions of this Agreement and that will establish adequate safeguards for the temporary use of the general resources of the Fund"; cfr. GIANVITI (2001), p. 1391 ss.; DENTERS (1996); GOLD (1980); GOMEL (2001).

³⁹ La condizionalità, ossia la necessità di un giudizio esplicito del FMI in relazione alla correttezza nell'uso delle risorse come condizione necessaria ad ottenere il sostegno non è prevista nello statuto del FMI, bensì in una decisione dell'organo esecutivo, l'*Executive Board*. Trattasi in particolare della decisione n. 284-4 del 10 marzo 1948. A seguito di pressioni prima francesi e poi dei paesi in via di sviluppo per ottenere un maggior

previamente concordati con il paese per quella fase (e dunque formalmente rispettosi del principio di sovranità nazionale)⁴⁰.

In questo modo, il controllo del FMI sui paesi beneficiari si svolge mediante uno strumento di persuasione altamente sofisticato, basato sul consenso delle parti coinvolte, che rende superflua qualunque iniziativa ad esplicito carattere sanzionatorio contro gli Stati eventualmente inadempienti agli impegni intrapresi con i programmi di aggiustamento.

Nel corso degli anni '80, detti programmi di aggiustamento hanno imposto ai paesi beneficiari l'introduzione di riforme coerenti con una filosofia identificata con l'espressione "*Washington Consensus*"⁴¹. Il programma abbraccia le logiche rigorosamente neoclassiche del modello di mercato efficiente, secondo cui lo sviluppo economico è conseguenza naturale della liberalizzazione dei movimenti di beni e di capitali e della deregolamentazione dell'economia⁴².

Il *Washington Consensus* si tradusse concretamente nell'imposizione (tramite la condizionalità) di misure macroeconomiche di stabilizzazione di stampo monetarista, dirette a favorire una politica di austerità e a superare i deficit di bilancia dei pagamenti con la riduzione della spesa pubblica. A miglior sostegno di tali interventi, i programmi di aggiustamento prevedevano l'introduzione da parte degli Stati beneficiari di precise riforme economiche e giuridiche nel senso della liberalizzazione dei movimenti di capitali, privatizzazione e apertura agli investimenti diretti dall'estero⁴³.

grado di certezza su quali le condizioni di accesso avrebbero dovuto applicarsi, l'esecutivo ha successivamente emanato nel 1979 una nuova decisione (n. 6056-(78/38) del 2 marzo 1979) in cui vennero stabilite le c.d. linee guida della condizionalità.

⁴⁰ Tali programmi di aggiustamento sono riflessi in una lettera di intenti indirizzata all'*Executive Board* del FMI che ciascuno Stato deve sottoscrivere prima del prelievo ed in cui dichiara di impegnarsi a rispettare determinate condizioni ed obiettivi soprattutto di tipo macroeconomico previamente concordate con il FMI. La lettera di intenti non è formalmente un accordo internazionale, ma una statuizione di tipo unilaterale proveniente dallo Stato membro, sebbene il contenuto, ossia il programma di aggiustamento in esso formulato, sia di fatto stabilito insieme allo staff del Fondo. I prelievi successivi sono condizionati al soddisfacimento delle condizioni e al raggiungimento degli obiettivi indicati nella lettera di intenti. Sulla condizionalità del FMI; v. per tutti LECKOW (2002); GOLD (1980); GOLDSTEIN (2000).

⁴¹ L'espressione è stata coniata dall'economista John Williamson con riferimento al minimo comun denominatore delle politiche alla base delle raccomandazioni formulate dalle istituzioni finanziarie internazionali (che hanno sede appunto a Washington) nei confronti delle crisi sperimentate alla fine degli anni ottanta dai paesi del centro e sud america; cfr. WILLIAMSON (1990) pp. 5, 7.

⁴² In particolare, la teoria neoclassica si basa su un modello di informazione perfetta, mercati di capitali correttamente operativi e concorrenza perfetta. Trattasi, come sottolineato da molti economisti (si veda, tra gli altri, STIGLIZ (2004), p. 59), di un modello difficilmente rappresentativo della realtà dei paesi industrializzati e ancor meno descrittivo dell'attuale situazione dei mercati dei paesi in via di sviluppo. Sulla c.d. *Efficient Capital Market Hypothesis* si veda, tra gli altri, CIOPPA e GILSON E KRAAKMAN. Una critica alla teoria dei mercati efficienti è in RAJAN - ZINGALES, pp. 113 ss.

⁴³ Si veda, più ampiamente, SAKAKIBARA, SOEDERBERG, GERMANI, EATWELL, NORTON, SARKAR, STIGLIZ. Sulle difficoltà per i paesi emergenti ad intraprendere le riforme neoliberaliste propuginate a livello internazionale si veda il caso emblematico della Nigeria, recentemente analizzato da KELLEY (2007).

Questi furono i cardini della condizionalità che il FMI applicò ai paesi colpiti dalle crisi finanziarie non solo nel corso degli anni '80, ma anche nel decennio successivo. Ne seguì un'ondata di privatizzazione delle imprese statali che stimolò la fiducia degli operatori sulla bontà del metodo della raccolta diretta di capitali sul mercato. Le crisi finanziarie degli anni '80 avevano diffuso, inoltre, una certa sfiducia per il finanziamento mediante prestiti bancari sindacati⁴⁴. Tutto ciò favorì, a partire dagli anni '90, il successo di un metodo alternativo di raccolta: l'emissione di titoli di debito. Si è assistito così ad un crescente sviluppo dei mercati dei valori mobiliari.

Per dare un'idea in termini numerici della portata del cambiamento basti notare come, ad esempio, nel 1981 i prestiti bancari rappresentavano il 77% degli investimenti diretti dall'estero in Messico, Brasile, Cile, Argentina e Sri Lanka. A partire dalla crisi del 1982, la disintermediazione si diffuse talmente che nel 1993 il 74% di quegli investimenti diretti derivavano da fondi comuni, *hedge fund* e fondi pensione⁴⁵.

Pertanto, la fine del sistema di cambi fissi e l'avvio di massicce politiche di privatizzazione e liberalizzazione secondo le logiche del *Washington Consensus* diedero un impulso notevolissimo allo sviluppo dei mercati finanziari globali, ne furono in qualche modo l'origine ed il motore⁴⁶. Altri importanti stimoli in questa direzione furono la crisi del socialismo reale, con il conseguente crollo dei sistemi comunisti, e la sponsorizzazione da parte delle agenzie internazionali di aggressive politiche di investimenti diretti nei paesi in via di sviluppo⁴⁷. Tutto ciò costituì un ulteriore incentivo all'espansione del settore del business finanziario verso nuovi mercati e all'affermarsi di logiche sempre più spiccatamente liberiste e "mercatocentriche"⁴⁸.

⁴⁴ Si veda nota 15.

⁴⁵ Da SOEDERBERG, p. 8, che opportunamente sottolinea come tale cambiamento abbia portato alla concentrazione nelle mani di pochi investitori istituzionali del potere di decidere quando, come e dove allocare il capitale, secondo un processo di centralizzazione delle scelte.

⁴⁶ Tra il 1988 ed il 1994 si generarono ben \$ 110 miliardi dalla vendita di imprese statali nei paesi in via di sviluppo. Le privatizzazioni hanno visto in testa i paesi del Sudamerica (57%), seguiti dai paesi asiatici (20%) ed Europa dell'est ed Asia centrale (14%) (fonte: IFC *Discussion Paper* n. 31 del 1996). Sul fenomeno della privatizzazione, sul passaggio dalla nazionalizzazione alla privatizzazione e sulle tecniche utilizzate si veda SARKAR, p. 145 ss.

⁴⁷ Sugli investimenti diretti dall'estero (*Foreign Direct Investments*) si vedano gli studi quantitativi effettuati dalla Banca Mondiale, disponibili sul sito www.worldbank.org e SARKAR, p. 190 ss.

⁴⁸ La stessa tempistica è rintracciabile nelle vicende storiche italiane. È del 1992 la legge sulle privatizzazioni (d.l. n. 333/92, convertito in l. n. 359/1992) che ha segnato l'inizio di una nuova epoca. Si veda IRTI (2004), p. 168.

2.3 Le crisi finanziarie degli anni '90

A scuotere le fondamenta dell'equazione liberalizzazione - crescita economica intervennero le crisi finanziarie ed i fenomeni di instabilità monetaria succedutisi su scala globale nel corso degli anni '90. Ricordiamo innanzitutto la crisi monetaria occorsa in Europa nel 1992, che portò al crollo del sistema di cambi allora vigente, poi quelle del Messico ed Argentina nel 1994 e 1995 e delle tigri asiatiche (Tailandia, Malesia, Korea, Indonesia e Filippine), a partire dal 1997, propagatesi in Russia e di nuovo in Sudamerica alla fine del 2001 (particolarmente in Argentina e Brasile). In particolare le crisi asiatiche si verificarono in modo del tutto impreveduto, in una situazione di generale ottimismo e di forte crescita reale degli Stati coinvolti⁴⁹.

La risposta del FMI al nuovo contesto internazionale fu l'applicazione delle medesime ricette monetaristiche adottate in passato, caratterizzate dal connubio austerità-liberalizzazione e dall'imposizione di precise riforme economiche e giuridiche, sulla scia delle logiche del *Washington Consensus*⁵⁰. Tali interventi del FMI non si rivelarono efficaci nella risoluzione della crisi e sono stati ampiamente criticati per la scarsa attenzione alla specificità delle problematiche affrontate e della situazione-paese.

Sotto il profilo macroeconomico, le critiche sollevate al FMI si sono concentrate soprattutto sulla scelta di impedire l'introduzione di cambi flessibili e barriere alla rapida fuoriuscita di capitali⁵¹. Sotto il profilo più squisitamente sociale, si è osservato che – come in passato – quelle politiche di austerità avevano finito per favorire il settore delle grandi banche, che pure alla nascita di

⁴⁹ Sulle crisi asiatiche e sulle differenze rispetto a quelle occorse negli anni '80, v. particolarmente LEVINSON (1999), p. 20 ss.; BUCKLEY (2001), p. 1 ss.

⁵⁰ Per dare un'idea del tipo di intervento del FMI, basti citare il caso degli aiuti alla Corea (dicembre 1997). Il finanziamento era suddiviso in tre tranche "condizionate" al rispetto di un ambizioso programma concordato con il governo coreano. Il programma prevedeva non solo l'introduzione di riforme volte a ridurre il deficit della bilancia dei pagamenti mediante tagli alla spesa pubblica, ma anche di iniziative funzionali allo smantellamento delle barriere alla libera circolazione dei beni e la ristrutturazione e alla ricapitalizzazione del settore finanziario. Le condizioni scendevano a tal punto in aspetti di tipo microeconomico da indicare modifiche alla normativa interna, quali l'introduzione di standard di trasparenza in linea con le migliori prassi internazionali, il rafforzamento della vigilanza sui mercati finanziari mediante la costituzione di un'apposita autorità nazionale, misure di liberalizzazione dei movimenti di capitali, l'eliminazione degli ostacoli agli investimenti esteri nel mercato monetario e dei titoli obbligazionari emessi dalle società, semplificazione delle procedure di approvazione degli investimenti diretti dall'estero. L'esempio della Corea mette in luce quanto sempre più incisivo stava diventando il ruolo del FMI nel sostenere politiche "mercato-centriche" di stampo anglo-americano e ad esportarle su scala globale. Documenti ed ulteriori dettagli sull'iniziativa sono disponibili sul sito *web* del FMI: www.imf.org. Si noti come l'imposizione di standard di stampo angloamericano nell'ordinamento coreano si è rivelata *ex post* un'esperienza fallimentare, in quanto – tra le altre ragioni – seguendo le raccomandazioni del FMI e della BM taluni strumenti di *corporate governance* sono stati introdotti in forma di *default rule*, dunque in forma di norme derogabili dalle parti: essi finirono semplicemente per non essere mai applicati, cfr. JORDAN (2005), p. 1018 ss.

⁵¹ Si vedano in particolar modo gli articoli di STIGLIZ citati in bibliografia.

quelle crisi avevano contribuito, a discapito invece della generalità della popolazione locale. Si è di conseguenza ribadita la necessità che anche il settore privato partecipasse alla risoluzione delle crisi, sostenendone il peso, come contropartita del rischio assunto con le proprie decisioni di investimento o di finanziamento⁵².

L'ideologia del *Washington Consensus* aveva, inoltre, mancato di tenere in debito conto alcune caratteristiche tipiche dei mercati finanziari, che differenziano questo settore dell'economia dal convenzionale modello di mercato perfetto⁵³. Innanzitutto, i valori fondamentali dei beni scambiati sul mercato finanziario sono difficili da valutare, in quanto dipendono da una remunerazione futura ed incerta. Nel dare un prezzo a queste incertezze, il mercato è periodicamente soggetto a bolle speculative. La ciclicità della finanza è poi ampliata dalla circostanza che il processo di formazione dei prezzi di equilibrio non opera allo stesso modo che in altri settori, in quanto l'offerta di credito migliora le attività economiche e stimola l'aumento dei prezzi. Da ciò deriva un ulteriore aumento dell'offerta di credito sino ad un punto in cui il processo si ferma bruscamente, per poi dare via ad una fase di recesso (*pro-cyclical nature of financing*). Un'altra peculiarità è nella leva finanziaria che caratterizza l'attività di intermediazione e che dà origine a strutture di bilancio particolarmente fragili ed a situazioni di insufficiente liquidità. Infine, si pone la questione dell'azzardo morale, determinato dalle operazioni di salvataggio poste in essere in risposta a trascorse crisi finanziarie, che necessita di essere controbilanciato da corretti incentivi di tipo prudenziale.

A fronte di queste critiche, le crisi finanziarie degli anni '90 portarono ad annoverare tra le cause dei fenomeni di instabilità la prematura liberalizzazione dei movimenti di capitale. Si è sostenuto, in particolare, che l'apertura dei mercati finanziari era stata promossa dal FMI secondo una tempistica errata. La liberalizzazione avrebbe dovuto seguire, e non precedere, l'introduzione di un adeguato regime giuridico e prudenziale in campo societario e finanziario che valesse a porre rimedio ai "fallimenti" dei mercati finanziari⁵⁴.

⁵²Il problema è quello di evitare che fenomeni di *moral hazard* dal lato dei debitori (operatori di mercato nei paesi emergenti) sia che dei creditori (grandi banche private) incentivino pratiche di mercato inefficienti ed eccessivamente rischiose. Sulla questione si veda PADOAN, p. 25 e ss.

⁵³ L'analisi che segue è stata svolta essenzialmente nel 2003 da Andrew CROCKETT, al tempo *General Manager* della *Bank for International Settlement* e *Chairman* del *Financial Stability Forum*, v. p. 4.

⁵⁴ Tra i maggiori critici della gestione delle crisi asiatiche effettuata dal FMI ricordiamo il già citato STIGLIZ, che nel 1997 aveva anticipato i rischi che si celavano dietro le politiche perseguite all'epoca dal FMI. Il concetto è stato poi ripetuto e sviluppato in tutti gli scritti di questo autore esaminati nell'ambito del presente lavoro. Al momento, persino funzionari di spicco del FMI (Fisher e Mussa) riconoscono i pericoli che possono sorgere dalla prematura liberalizzazione dei mercati di capitali; cfr. documentazione disponibile sul sito ufficiale del FMI.

La mancanza di regole adeguate, infatti, aveva permesso il diffondersi a livello “micro” di pratiche di intermediazione finanziaria guidate da un’ottica eccessivamente di breve periodo e particolarmente rischiose. I flussi massicci di capitali esteri prestati a breve erano stati investiti in progetti immobiliari a fini speculativi e poi rapidamente ed inaspettatamente rimpatriati senza alcun controllo. Tali massicci movimenti di capitali verso l’esterno del paese avevano, infine, determinato un problema monetario di tipo “macro” e dunque una vera e propria crisi valutaria, impreveduta da analisti ed operatori di mercato, con seri effetti negativi sull’economia reale⁵⁵.

Di conseguenza, da una prima fase di crescita, determinata anche dalla liberalizzazione che aveva permesso agli operatori locali di ricevere in prestito capitali esteri (sebbene a breve) a sostegno degli investimenti, si era passati ad una fase di instabilità finanziaria, rimpatrio dei capitali e crisi valutaria. L’accresciuta interdipendenza tra mercati finanziari e la mancanza di istituzioni internazionali in grado di vigilare ed intervenire efficacemente su scala globale aveva infine facilitato un fenomeno di rapida propagazione delle crisi da un paese ad un altro⁵⁶.

2.4 La concertazione politica: i raggruppamenti di Stati

Sulla scia di queste critiche, da più parti venne richiamata l’opportunità di procedere ad una revisione delle politiche del *Washington Consensus*, per favorire un rinnovamento capace di prevenire e di gestire in modo più efficace le crisi finanziarie internazionali. In questo nuovo contesto di globalizzazione, tuttavia, non risultava più possibile avvalersi dei modelli dell’agire pubblico appartenenti alla tradizione giuspositivistica. Si era preso definitivamente coscienza del fatto che, a seguito delle liberalizzazioni sponsorizzate dalle filosofie del *Washington Consensus*, gli Stati nazionali avevano finito per subire una significativa erosione del controllo sul proprio territorio e conseguentemente sui fenomeni economici,

⁵⁵ La crescente finanziarizzazione dell’economia, ha lasciato che negli ultimi anni proliferassero in modo incontrollato logiche di breve periodo che hanno comportato un notevole impiego degli investimenti in attività di tipo speculativo, anziché produttivo. La crisi, in particolare, fu generata da flussi massicci di capitali esteri che, prestati a breve e poi investiti in progetti immobiliari a fini speculativi, sono stati poi rapidamente ed inaspettatamente rimpatriati senza alcun controllo, ingenerando una crisi valutaria impreveduta da analisti ed operatori di mercato. Si vedano, più ampiamente, DEASAI, PADOA, STIGLIZ.

⁵⁶ A livello teorico si riconobbe che il modello di mercato efficiente ed il postulato della informazione perfetta alla base del *Washington Consensus* non si verificavano nella realtà. In questo contesto, si rende necessario un intervento che valga a porre rimedio ai fallimenti del mercato della finanza internazionale, quali i fenomeni di selezione avversa e di azzardo morale derivanti da una situazione di asimmetria informativa, accentuata dal ruolo di *lender of last resort* occasionalmente rivestito dal FMI in occasione delle crisi. Le logiche del breve periodo che avevano caratterizzato gli investimenti nei mercati asiatici avevano provocato, inoltre, una propagazione irrazionale delle speculazioni e delle crisi bancarie.

con ciò intervenendo una vera e propria rivoluzione nel sistema delle relazioni internazionali. Nel corso delle crisi degli anni '90, le organizzazioni finanziarie internazionali, ossia il più importante ed innovativo strumento di cooperazione internazionale del ventesimo secolo, si erano dimostrate incapaci sia di anticipare, che di gestire gli effetti disastrosi delle speculazioni internazionali, tanto da essere state additate come una causa di aggravio degli stessi. Le crisi asiatiche avevano messo a nudo i pericoli di cui la “destatualizzazione” dei rapporti finanziari è portatrice e l'impossibilità di controllare i fenomeni economici con gli strumenti classici del diritto internazionale.

Da più parti si avanzava la richiesta di individuare una “nuova architettura”⁵⁷ in grado di fronteggiare questo mutato ordine internazionale. Così gli Stati hanno finito per “denazionalizzarsi”⁵⁸, cercando di riconquistare il controllo sul territorio attraverso forme di cooperazione a metà tra i due poli dell'accentramento e del decentramento, tra l'azione *uti singuli* e l'impiego di tradizionali forme di aggregazione. Con l'effetto che ad affermarsi definitivamente ed a prevalere come protagoniste del nuovo scenario sono state quelle strutture di governo già dimostratesi capaci di gestire, da dietro le quinte ed in modo “soffice”, le passate turbolenze: i raggruppamenti di Stati a struttura permanente (particolarmente i G-7, G-8, G-10, G-20, G-22).

Si tratta di conferenze intergovernative nel corso delle quali si riuniscono periodicamente i ministri delle finanze ed i governatori delle banche centrali delle maggiori economie per coordinare le proprie politiche in campo economico e finanziario. Tali raggruppamenti di Stati non sono costituiti attraverso trattati internazionali, ma rappresentano ristretti direttori politici in cui la collaborazione è facilitata dal numero ridotto dei partecipanti⁵⁹. La composizione di detti forum può variare considerevolmente in termini di paesi partecipanti. In ogni caso, costante è la presenza degli Stati appartenenti al più ristretto dei direttori politici: il G-7, formato da Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia, Regno Unito, Italia e Canada⁶⁰.

⁵⁷ Lo stesso *Managing Director* del Fondo, Michael Camdessus, aveva espresso nel febbraio 1998 l'esigenza di “*strengthen the architecture of the international financial system*” focalizzandosi con più attenzione alle politiche nazionali di tipo micro; v. il discorso del 13 febbraio 1998 disponibile sul sito ufficiale del FMI: www.imf.org.

⁵⁸ L'espressione è di PANEBIANCO, p. 347.

⁵⁹ In economia è ben noto il fenomeno per cui quanto è più ampio il numero dei soggetti coinvolti tanto più è difficile ottenere un'azione coordinata, in virtù delle difficoltà che si pongono sia nel trovare un accordo che nel monitorarne il rispetto; la cooperazione può essere infatti vista come bene collettivo che presenta problemi di *free riding* ed azione collettiva; cfr. per tutti LICHT (1999) p. 75 ss.

⁶⁰ Il Gruppo dei sette – G-7 – è stato istituito nel 1975 a seguito della Rambouillet Conference per iniziativa franco-tedesca (Giscard d'Estaing e Schmidt) con l'obiettivo di istituire un foro, al più alto livello decisionale e con formalità ridotte al minimo, in cui discutere le più importanti questioni macroeconomiche e di politica monetaria. Come si è visto, la sua creazione risponde all'esigenza, avvertita dalla comunità internazionale, di colmare il vuoto nella gestione del sistema monetario creatosi in seguito al crollo degli accordi di Bretton

Nell'ambito di questi forum si elaborano posizioni comuni secondo un metodo di concertazione basato sul consenso, in grado di fatto di fornire un indirizzo unitario ed unanime alla comunità internazionale. Tali decisioni non si formalizzano in accordi internazionali, tipici di un "multilateralismo" troppo costoso da raggiungere e dunque sorpassato, ma restano su un piano *soft*, di dichiarazioni di principi, risoluzioni e impegni politici difficilmente ascrivibili all'una o all'altra delle categorie giuridiche tipiche del diritto internazionale.

La stessa natura dei gruppi di Stati è di dubbia definizione ed ha comportato un vero proprio ampliamento della nozione (in passato sostanzialmente binaria) di rapporti internazionali⁶¹. I raggruppamenti di Stati rappresentano dunque una peculiare forma di istituzionalizzazione verticistica: sono uno strumento informale e flessibile con cui (pochi) Stati cooperano per riacquistare potestà sull'economia, nonostante la globalizzazione.

È in queste strutture ibride che ha trovato genesi la "nuova architettura", la c.d. *New Financial Architecture*, il progetto politico attraverso cui si è inteso reagire alle crisi finanziarie degli anni Novanta⁶².

Woods nel 1971; i sette paesi partecipanti sono quelli che contribuiscono finanziariamente al FMI in misura maggiore. Il G-7 interviene anche nella risoluzione di crisi finanziarie attraverso la predisposizione di pacchetti di sostegno finanziario ai paesi colpiti, in accompagnamento ai programmi del Fondo Monetario Internazionale. Nel corso degli ultimi anni il gruppo si è occupato anche di altre questioni, tra cui il rafforzamento del sistema finanziario internazionale, l'andamento economico dei paesi emergenti, il finanziamento allo sviluppo e la cancellazione del debito ai paesi più poveri, le politiche strutturali, la lotta al terrorismo ed è stato il motore di numerose iniziative, tra le quali si richiama l'istituzione del FATF nel 1989 per la lotta al riciclaggio, nonché la creazione di ulteriori raggruppamenti di stati, tra cui il G-22 (in essere transitoriamente dal 1998 al 1999) e poi nel 1999 il G-20, ancora operativo. Si veda, tra gli altri, GIOVANOLI, pp. 17 e ss. Giova inoltre richiamare che il vertice di Birmingham del 1998 ha segnato l'ingresso ufficiale della Russia nel gruppo con la creazione del G8. Tuttavia, i temi di carattere più propriamente economico-finanziario continuano ad essere discussi dal gruppo nel formato a sette (da cui l'appellativo di G7 finanziario). Il G8 opera prevalentemente a livello di Capi di Stato e di Governo, che si incontrano una volta all'anno in occasione del vertice, mentre il G7 opera a livello di Ministri finanziari e Governatori delle banche centrali, che si riuniscono tre-quattro volte all'anno. Incontri preliminari a livello di alti funzionari si svolgono con frequenza più elevata. Infine, almeno una volta l'anno si svolge il c.d. Pre-Summit G8, riunione preparatoria che precede il vertice e a cui partecipano solo i Ministri finanziari del G8 (e non invece i Governatori delle banche centrali); cfr. informazioni disponibili presso il sito del Ministero delle Finanze: www.tesoro.it.

⁶¹ Sul dibattito circa la natura delle conferenze intergovernative si veda PANEBIANCO. Il G7 non è tecnicamente un'organizzazione internazionale: il gruppo non è fondato su un trattato internazionale istitutivo e non dispone di una struttura autonoma rispetto ai paesi membri, né di un segretariato permanente. Esso è piuttosto un foro permanente le cui competenze e capacità d'azione riposano in larga misura sulla volontà e l'iniziativa degli Stati partecipanti.

⁶² Non sorprende che tra i primi ad evidenziare l'esigenza di una nuova architettura finanziaria internazionale siano stati gli USA, in persona del Segretario del Tesoro statunitense, Robert E. Rubin, in occasione di un discorso tenutosi il 14 aprile 1998, cit. in LEVINSON (1999), p. 1.

2.5 *La nascita della New Financial Architecture*

La *New Financial Architecture* (anche, brevemente, NFA) prende l'avvio dalla riunione del G-7 tenutasi il 30 ottobre 1998 e si sviluppa nel corso del 1999 in occasione dei successivi summit del G-7. In modo non dissimile da quanto accaduto all'epoca di Bretton Woods con il G-10, e poi con il *Washington Consensus*, all'esito di dette conferenze i sette paesi hanno elaborato un programma di azione coordinato con cui far fronte ai fenomeni di instabilità finanziaria⁶³.

In particolare, i Ministri del G-7 hanno identificato la necessità di effettuare riforme avendo riguardo sostanzialmente a sei priorità condivise:

- (1) incrementare la trasparenza e l'apertura del sistema finanziario internazionale;
- (2) identificare e promuovere principi, standard e codici di *best practice* internazionali;
- (3) migliorare gli incentivi al rispetto di detti standard;
- (4) rafforzare le politiche macroeconomiche ed i regimi finanziari dei paesi emergenti;
- (5) prevenire e gestire le crisi con un maggior coinvolgimento del settore privato;
- (6) rafforzare il ruolo delle Istituzioni Finanziarie Internazionali, migliorandone i programmi e la cooperazione con i paesi in via di sviluppo.

Il fulcro della *New Financial Architecture* sta nel riconoscimento che la liberalizzazione e la globalizzazione non possono funzionare se non sono assistite da una maggiore attenzione per le questioni "micro". L'elemento ritenuto essenziale per prevenire le crisi e assicurare una stabilità finanziaria duratura è l'adozione, quanto più generalizzata possibile, di una regolamentazione che

⁶³ Il programma, finalizzato come si è detto nel 1998, è frutto di un'elaborazione iniziata in occasione di precedenti riunioni del G-7 in cui la questione delle crisi finanziarie cominciava ad essere affrontata. In particolare, le origini possono essere rintracciate nel summit di Halifax, Nuova Scozia, del 1995, in cui i Paesi del G-7 discussero la crisi messicana. Nella successiva riunione del 1996, tenutasi a Lione, Francia, il G-7 formò un *working group* che comprendeva anche i ministri e governatori delle banche centrali delle principali economie emergenti, oltre che rappresentanti del FMI, della BM, del Comitato di Basilea e dello IOSCO. Il gruppo di lavoro elaborò un rapporto presentato nel corso della riunione di Denver, Colorado, del 1997 dove si raccomandava di migliorare la vigilanza di "*the key elements of a robust financial system*" ed assegnare a tal fine un ruolo più importante al FMI. Nell'aprile del 1998 gli Stati Uniti convocarono una riunione speciale con i ministri delle finanze ed i governatori di 22 paesi, incluse le principali economie emergenti, costituendo in questo modo il G-22.; cfr. MURDEN (1999), p. 35 ss. e DELONIS (2004), p. 581 ss.

garantisca un corretto ed efficiente funzionamento dei mercati finanziari⁶⁴. Si richiama, inoltre, la necessità di una vigilanza internazionale da parte di istituzioni finanziarie forti, che sappiano intervenire mediante soluzioni in linea con i meccanismi e gli incentivi del mercato e limitare i fenomeni di *moral hazard*⁶⁵.

Si legge nella risoluzione del G-7 emessa il 30 ottobre 1998 che l'obiettivo ultimo è quello di creare:

“an international financial system for the 21st century that captures the full benefits of global markets and capital flows, minimises the risk of disruption, and better protect the most vulnerable while promoting the international monetary stability which is an element of a stable international financial system. We will initiate further work on a number of other important areas to identify additional concrete steps to strengthen the international financial architecture”.

Le proposte della *New Financial Architecture* presentano fortissimi elementi di continuità con le precedenti logiche liberiste del *Washington Consensus*: ne costituiscono in qualche modo il naturale sviluppo o, comunque, un'ulteriore evoluzione. La *New Financial Architecture* conferma con forza la centralità del mercato e l'obiettivo dell'integrazione finanziaria internazionale come fonte di crescita⁶⁶. E ribadisce l'esigenza di trovare a problemi globali soluzioni regolamentari ed istituzionali “globalmente” condivise.

La *New Financial Architecture* non introduce alcuna novità quanto al fine politico, che – come in passato – resta quello di promuovere la liberalizzazione e la diffusione di economie di mercato aperto. Ciò che è cambiato sono le modalità con cui quel medesimo fine è perseguito. Sulla scorta delle critiche sollevate successivamente alle crisi degli anni novanta, queste modalità riconoscono oggi il carattere essenziale delle regole come strumento per rafforzare la c.d. *financial infrastructure*⁶⁷ e contribuire alla costruzione di mercati efficienti⁶⁸.

⁶⁴ Nella Dichiarazione dei paesi del G-7 del 30 ottobre 1998 si dedica un paragrafo al tema della prevenzione delle crisi, ove si esplicita a chiare lettere la necessità che il settore privato si conformi agli standard elaborati in ambito internazionale; cfr. anche NORTON (1999), particolarmente p. 900 ss.

⁶⁵ Si faccia riferimento, oltre che alle dichiarazioni del G-7, al Rapporto emesso l'11 febbraio 1999 da Tietmeyer, presidente della Bundesbank tedesca dal 1993 al 1999, ed ideatore del FSF (v. infra), TIETMEYER (1999), in particolare pp. 21-22.

⁶⁶ “We confirm our strong commitment to open, fair, competitive and dynamic international trade. The rule-based international trading system has shown its potential to create the necessary demand and underpin sustainable economic growth and stability in global economy.” Dalla Dichiarazione del G-7 emessa in occasione del summit di Bonn (20 febbraio 1999).

⁶⁷ Con questa espressione si intende l'insieme delle regole, delle prassi e delle convenzioni sottese alle attività di mercato, incluso il diritto dei contratti, l'*enforcement*, le procedure di insolvenza, le regole contabili e di revisione, la *corporate governance*, gli obblighi di trasparenza e di fornire informazioni. Si veda CROCKETT, p. 6.

Allo stadio, le proposizioni della NFA sono accettate su larghissima scala. Questo è un risultato raggiunto per merito degli indirizzi intrapresi in seno al G-7, la cui strategia è stata di favorire un maggior coinvolgimento delle economie emergenti nel nuovo assetto internazionale⁶⁹. In particolare, una volta concordati nell'ambito di un numero ridotto di Stati (G-7) gli obiettivi politici da raggiungere, essi sono stati condivisi con un numero altrettanto ristretto di economie emergenti raggruppate nel G-20, un forum costituito nel 1999 dallo stesso G-7 proprio al fine di promuovere un confronto con paesi economicamente meno avanzati⁷⁰. L'effetto complessivo finale è stato quello di "globalizzare" le politiche proposte dalla NFA, rendendole oggetto di un consenso pressoché indiscusso. La strategia della promozione, anziché dell'imposizione, il dialogo con le principali economie emergenti ha insomma sortito i suoi effetti, come dimostrano le prese di posizione espresse dal G-20, tutte favorevoli alle iniziative della NFA⁷¹. Come si spiega il raggiungimento di questo equilibrio egemonico? In che modo gli Stati del G-7 sono riusciti a modificare i *pay off* delle economie emergenti e ad indurle a cooperare? Di seguito proviamo a ricostruire le ragioni che spiegano il successo della NFA.

3. Convergenza sul piano tecnico-normativo: gli standard internazionali

3.1 Il Financial Stability Forum ed il Compendio di standard internazionali

Una prima ragione alla base dell'ampio consenso attorno alle politiche della NFA è dovuto alla capacità degli Stati interessati alla convergenza normativa di

⁶⁸ Si legge nel Rapporto Tietmeyer: "*Strengthening financial systems will demand a systematic approach to ensuring that gaps in international standards and codes of conduct are identified and effectively filled. This calls for intensified cooperation and coordination between the national authorities, international regulatory bodies and the IFIs charged with monitoring and fostering implementation*".

⁶⁹ Per citare un passaggio della dichiarazione dell'ottobre 98: "*12. We call upon other countries which participate in the global capital market to give their support to the establishment and operation of the process*". E successivamente nella dichiarazione del 20 febbraio 1999: "*We will intensify the discussion of these issues among ourselves but also with other industrialised and emerging market economies*".

⁷⁰ Il G-20 è composto dai ministri della finanza e rappresentanti delle banche centrali di Argentina, Australia, Brasile, Cina, India, Indonesia, Messico, Russia, Arabia Saudita, Sud Africa, Corea del Sud e Turchia, oltre che i paesi del G-7 ed altri rappresentanti dell'Unione Europea.

⁷¹ Il G-20 condivide infatti le scelte della *New Financial Architecture*, come espresso in numerosi comunicati, ove, a titolo esemplificativo, si conferma che "*strong domestic financial markets are a key factor in economic growth and development, and the appropriate policies, institutions, and incentives are at the heart of market development*" e che "*further work is required to strengthen the financial infrastructure, focusing in particular in implementing and enforcing internationally recognized codes and standards, including those related to corporate governance and transparency*" (da *G-20 Workshop on Developing Strong Domestic Financial Markets*, 26-27 aprile 2004, disponibile su www.g20.org)

organizzarsi in strutture flessibili ed efficienti. Come sopra descritto, a livello istituzionale la risposta alle problematiche emerse a seguito delle crisi finanziarie degli anni '90 non si è concretata nella creazione di nuove organizzazioni internazionali, come accade all'epoca di Bretton Woods. L'esigenza di ridisegnare le "regole del gioco" ha condotto, invece, all'affermarsi di una cooperazione ristretta di tipo intergovernativo, soprattutto attraverso un accentramento delle decisioni fondamentali nel G-7.

Questa particolare modalità di interazione ha trovato ulteriore espressione nel *Financial Stability Forum* (FSF). Creato nel 1999 su iniziativa del G-7, il FSF è un peculiare forum internazionale che riunisce i ministri delle finanze, le banche centrali e le autorità di vigilanza dei paesi del G-7, nonché un rappresentante di: Australia, Hong Kong, Paesi Bassi, Singapore e delle istituzioni internazionali maggiormente attive in campo finanziario⁷².

Il Forum persegue l'obiettivo di promuovere una maggiore stabilità finanziaria mediante uno scambio di informazioni ed una collaborazione internazionale tra i partecipanti. Il FSF è chiamato a garantire un migliore coordinamento delle autorità nazionali ad identificare le vulnerabilità del sistema finanziario internazionale e le relative azioni correttive⁷³.

Di fatto, il FSF rappresenta una sorta di meccanismo di trasmissione che raccorda il momento politico dell'individuazione degli obiettivi (G-7 e G-20) con quello pratico della scelta delle iniziative da assumere concretamente per raggiungere quei fini. Il FSF, infatti, riunisce tutti gli attori istituzionali in gioco e permette ad essi di confrontarsi e concordare iniziative pratiche sulla base di un monitoraggio continuo della situazione dei mercati finanziari.

A tale scopo, già nel corso della prima riunione plenaria tenutasi nell'aprile del 1999 il FSF ha provveduto ad istituire tre gruppi di lavoro divisi per tematiche e composti da rappresentanti di paesi industrializzati ed emergenti. Trattasi, in

⁷² Il FSF è stato costituito nel febbraio 1999 dal G-7, su proposta del Presidente della Bundesbank tedesca, Sig. Tietmeyer. Inizialmente la membership era limitata ai paesi del G-7. A seguito delle critiche e delle proteste provenienti dalle principali economie emergenti e da taluni paesi industrializzati esclusi, quali l'Australia, si optò per un (limitato) allargamento. Oltre che dai rappresentanti degli Stati indicati nel testo, il Forum è composto da rappresentanti delle seguenti organizzazioni, nel numero indicato in parentesi: FMI (2), Banca Mondiale (2), *Bank of International Settlement* (1), *OECD* (1), nonché le tre istituzioni che raggruppano le autorità di vigilanza nazionali, ossia *Basel Committee on Banking Supervision* (2), IOSCO (2), *International Association of Insurance Supervisors* (2); due gruppi di esperti dalle banche centrali, ossia la *Committee on Global Financial System* e la *Committee on Payment and Settlement Systems*, nonché, in qualità di osservatore, un rappresentante del *Board* della Banca Centrale Europea. Si consulti il sito internet all'indirizzo www.fsforum.org.

⁷³ Cfr. GOMEL (2001), p. 7; GIOVANOLI (2000); ZARING (2005), p. 587; GIANNINI (2001), p. 26.

particolare, delle seguenti iniziative, sfociate nella redazione di tre corrispondenti *report*⁷⁴:

- (i) *Working Group on Highly Leveraged Institutions*, riguardante principalmente gli *hedge funds* e finalizzato a considerare i rischi sistemici potenzialmente derivanti dall'operatività di tali fondi, strutturalmente poco regolamentati e meno trasparenti;
- (ii) *Working Group on Capital Flows*, con l'obiettivo di produrre raccomandazioni volte a ridurre la volatilità dei flussi di capitale e migliorare la gestione dei rischi associati all'eccessivo indebitamento a breve termine;
- (iii) *Working Group on Off-shore Financial Centres*, relativo al ruolo dei paesi off-shore nelle crisi internazionali ed ai rischi che pongono in termini di stabilità del sistema finanziario, con il proposito di determinare opportune misure idonee a risolvere problemi di scarsa cooperazione e di bassa qualità della regolamentazione ivi presente.

In aggiunta a questi tre gruppi di lavoro, il FSF ha istituito nel novembre 1999 la *Task Force on Implementation of Standards*, col compito di individuare strategie volte a promuovere l'adozione dei codici di condotta e standard internazionali, conformemente alle priorità della *New Financial Architecture* stabilite nella riunione del G-7 nel 1999. In tale contesto, il FSF ha provveduto ad emettere un *Compendium of Standards*, una raccolta di oltre 70 standard internazionali elaborati nel corso del precedente ventennio dalle istituzioni partecipanti al FSF ed altre organizzazioni non governative che operano nel settore finanziario⁷⁵.

⁷⁴ I *report* sono disponibili *on-line* sul sito ufficiale del FSF sopraindicato.

⁷⁵ I principali standard internazionali sono stati redatti da organizzazioni non governative di settore, quali il comitato di Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision*), composto dai governatori delle banche centrali degli Stati che partecipano al G-10 ed istituito nel 1975 a seguito di fenomeni di insolvenze bancarie che avevano dato vita ad effetti sistemici nel settore dei cambi (casi *Herstatt* e *Franklin*), sui principi di Basilea cfr. per tutti ALFORD (2005) e GARD (2006). Altri standard setter del mercato finanziario sono lo IOSCO, di cui si parlerà più ampiamente oltre, l'*International Association of Insurance Supervisors* (IAIS), la *European Bank for Reconstruction and Development* (EBRD), l'*Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) (sulla quale v. più ampiamente *infra*), *Committee on Payment and Settlement Systems*; e persino due associazioni private: (i) l'*International Accounting Standards Board*, un organismo non governativo finanziato dal settore privato e principalmente dalle cosiddette *Big Four*, ossia PwC, KPMG, Ernest & Young e Deloitte & Touch. L'IASB ha formulato gli *International Financial Reporting Standards* col proposito di codificare un unico set di regole contabili internazionali che garantisca qualità, trasparenza e comparabilità delle informazioni finanziarie da fornire al mercato; e (ii) l'*International Federation of Accountants* (IFAC), un'organizzazione che raccoglie le associazioni di categoria ed altri gruppi rappresentativi del settore della revisione contabile. L'IFAC ha emesso nel 1977 gli *International Standards on Auditing*, con il proposito di promuovere un'armonizzazione internazionale delle attività di revisione contabile esterna. Lo standard riguarda la responsabilità degli *auditor*, la pianificazione delle attività di

Proprio al fine di riordinare la materia ed evitare sovrapposizioni ed incongruenze, dei tanti codici di condotta del Compendio, nel marzo del 2000 la *Task Force on Implementation of Standards* del FSF ne ha evidenziati 12 ritenuti di importanza chiave per la stabilità del sistema finanziario internazionale⁷⁶. Si tratta del primo tentativo di selezionare e raggruppare in un'unica fonte standard internazionali relativi ad aspetti cruciali del settore finanziario e monetario⁷⁷.

Gli standard inclusi nel Compendio possono essere suddivisi per materia in tre macro-categorie:

- (i) trasparenza nelle politiche monetarie, finanziarie e fiscali⁷⁸;
- (ii) regolamentazione del mercato bancario, intermediazione mobiliare, assicurativo e sistemi di pagamento⁷⁹; e
- (iii) integrità del mercato (revisione contabile, principi contabili internazionali, *corporate governance*, insolvenza, antiriciclaggio e lotta al finanziamento del terrorismo)⁸⁰.

È la diffusione di questi 12 codici che il FSF ha ricevuto mandato dal G-7 di sponsorizzare in via prioritaria. Segue una succinta presentazione dei due standard che verranno considerati ai fini del presente lavoro.

revisione, la valutazione dei controlli interni, la redazione della relazione di revisione. cfr. NORTON (1999), p. 901 ss.; GIOVANOLI (2000); ZARING (2005) e DELONIS (2004), p. 585 ss. Come sottolineato da DIALTI (2005), precedentemente all'istituzione del FSF il ricorso agli standard internazionali fu sostenuto anche dal G-10 all'epoca della presidenza Draghi in un *Report* intitolato "*Financial Stability in Emerging Market Economies*", pubblicato nell'aprile 1997. Fu tuttavia il drammatico evolversi delle crisi asiatiche che fece in modo che quello che era un semplice "*approach*" si trasformasse in una vera e propria "*policy strategy*" (p. 538).

⁷⁶ I 12 codici di condotta del Compendio sono stati emanati oltre che dalle istituzioni partecipanti al FSF ed elencate nella nota 51, anche da ulteriori istituzioni non governative attive nel settore finanziario, tra cui due organismi privati quali lo IASC e l'IFAC; v. l'*issue paper report* emesso dalla Task Force nel marzo 2000 e disponibile presso l'indirizzo www.fsforum.org/publications/publication_22_29.html, particolarmente la lista di istituzioni inclusa nel box 3 a p. 19.

⁷⁷ Si noti come l'attitudine alla sistematizzazione delle norme in essere è tipica degli ordinamenti di *common law* che, a differenza di quelli di *civil law* favorevoli alla codificazione, necessitano di *restatements* per coordinare e semplificare un diritto di fonte giurisprudenziale.

⁷⁸ In particolare: *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*, *Code of Good Practices on Fiscal Transparency* *Special Data Dissemination Standard and General Data Dissemination System*.

⁷⁹ In specie: *Core Principles for Systematically Important Payment Systems*; *Core Principles for Effective Banking Supervision*; *Objectives and Principles of Securities Regulation*; *Insurance Supervisory Principles*.

⁸⁰ In particolare: *Principles and Guidelines on Effective Insolvency System*; *OECD Principles of Corporate Governance*; *International Accounting Standards*; *International Standards on Auditing*; *The Forty Recommendations of the Financial Action Task Force on Money Laundering and eight special recommendations on terrorist financing in the aftermath of 11 September 2001*. Il compendio è disponibile sul sopraccitato sito del FSF.

3.2 *Gli IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*

Gli standard di *best practice* che maggiormente rilevano per il settore dei valori mobiliari sono gli *Objectives and Principles of Securities Regulation* (di seguito anche gli “*IOSCO Principles*”). In essi vengono enucleati gli obiettivi ed i principi cui deve uniformarsi la regolamentazione e l’attività di vigilanza sui mercati mobiliari.

Tali principi sono stati emessi nel 1998 dallo IOSCO (*International Organisation of Securities Commissions*), un’associazione internazionale che attualmente riunisce le autorità di vigilanza di circa 110 paesi⁸¹. Lo IOSCO è stato istituito nel 1983, mediante la sottoscrizione dei membri di uno statuto (*By-laws*), ove si stabiliscono gli obiettivi dell’associazione (lo sviluppo dei mercati mobiliari e il miglioramento del loro livello di efficienza, il coordinamento nell’attività di *enforcement* da parte delle autorità e l’attuazione di standard comuni), la procedura per diventare membri ed il funzionamento degli organi interni.

La dottrina ha scarsamente approfondito il tema della personalità giuridica di diritto internazionale di tale organismo, che – a differenza di altri istituzioni quali il FMI, la BM e l’OCSE – non è costituito mediante un trattato internazionale tra Stati, ma con un accordo tra soggetti a cui tradizionalmente non si attribuisce soggettività internazionale⁸².

La struttura dello IOSCO è alquanto complessa⁸³. Basti qui evidenziare che il compito di affrontare le problematiche attinenti la regolamentazione dei mercati mobiliari è, di fatto, principalmente esercitato dal *Technical Committee*, un

⁸¹ Sul funzionamento e sull’attività dello IOSCO v. SOMMER (1996). La *membership* è tripartita: si distingue tra membri ordinari (le autorità di vigilanza alle quali solo è riconosciuto il diritto di voto), membri associati (che hanno diritto di partecipare al *President’s Committee/Comitato dei Presidenti*) membri affiliati (rappresentati da *Self Regulatory Organization* che si riuniscono a fini consultivi nella *SRO Consultative Committee*); le fonti di finanziamento dello IOSCO sono fortemente dipendenti dal settore privato, cfr. BRADLEY (2005), p. 142 ss.

⁸² V. ARANGIO-RUIZ; si è detto come di recente la dottrina internazionalistica abbia iniziato ad interessarsi a queste forme di associazionismo prendendo atto del ruolo prioritario che esse sono destinate a svolgere nel futuro prossimo; cfr. particolarmente SLAUGHTER (2004), RAUSTIALA (2002) e ZARING (2005).

⁸³ Oltre al Comitato dei Presidenti che rappresenta l’assemblea plenaria dell’associazione, vi è l’*Executive Committee*, composto da 19 membri che partecipano a vario titolo e in modo da rappresentare le varie aree geoeconomiche del globo (attualmente Nuova Zelanda, Cina, Francia, India, Nigeria, Tailandia, Belgio, Argentina, Australia, Italia, Ontario, Giappone, Polonia, Sud Africa, Regno Unito, Stati Uniti, Brasile, Giordania e Spagna). L’*Executive Committee* opera avvalendosi del *Technical Committee* e dell’*Emerging Market Committee*, ciascuno composto da 15 membri. Esistono inoltre quattro *Regional Standing Committee*: l’Africa / *Middle-East Regional Committee*, l’*Asia-Pacific Regional Committee*, l’*European Regional Committee* and l’*Interamerican Regional Committee* in cui si discutono problematiche tipiche dell’area di riferimento. Vi è infine un Segretariato Generale e un organo consultivo che riunisce le *Self Regulatory Organization*.

organo ristretto che riunisce 13 autorità di vigilanza di paesi con mercati maggiormente sviluppati, tra le quali la Consob, e 2 di economie emergenti (Messico e Hong Kong)⁸⁴. Il numero ridotto e relativamente omogeneo dei membri del Comitato facilita una rapida identificazione delle problematiche emergenti, un confronto costruttivo e una fluida e pronta elaborazione dei risposte in chiave cooperativa e di armonizzazione regolamentare⁸⁵.

Lo IOSCO non si presenta come un'istituzione autoritaria. Al contrario, essa è stata da sempre molto attenta a promuovere di sé l'immagine di un'associazione ad amplissima partecipazione e aperta alla discussione paritaria tra i propri membri e al confronto con l'esterno. In effetti, i lavori ritenuti di importanza fondamentale, tra cui gli standard internazionali, sono generalmente frutto di uno scambio tra paesi con mercati più sofisticati ed economie emergenti, rappresentate in un comitato speculare a quello tecnico, l'*Emerging Market Committee*. Inoltre, gli standard vengono solitamente discussi ed approvati dall'assemblea plenaria dell'associazione, il Comitato dei Presidenti, presso cui tutte le autorità associate – in qualità di membri ordinari – hanno diritto di voto. Data l'ampia rappresentatività dell'organo, l'approvazione da parte del Comitato dei Presidenti conferisce ad essi notevole autorevolezza.

Così è occorso anche per gli *IOSCO Principles*. All'epoca dell'elaborazione del documento, lo IOSCO già comprendeva rappresentanti di oltre 90 paesi, a loro volta raggruppati in quattro Comitati Regionali (Europa, Asia Pacifico, America, Africa Medio Oriente). Poiché i principi IOSCO sono stati approvati

⁸⁴ SOMMER (1996), p. 19, osserva che il Comitato Tecnico è “*self-constituting, in the sense that the Committee determines the countries which will be members of it; similarly it determines its procedures and agenda*”. L'Autore, inoltre, evidenzia come sulla base di documenti riservati risulta che il ruolo dello IOSCO è stato notevolmente rafforzato a partire dal 1990 a seguito di iniziative all'uopo intraprese dal presidente della SEC Richard Breeden e dal suo staff. Si noti come nel 1990 il Comitato venne anche riorganizzato in modo da prevedere una *membership* più ristretta.

⁸⁵ Il Comitato Tecnico dello IOSCO si occupa dell'attività di studio ed elaborazione normativa. Il Comitato Tecnico è organizzato in 5 *Standing Committee* (SC) di natura permanente: (i) SC1 sulla Trasparenza e la Revisione contabile, che tratta della regolamentazione degli obblighi informativi degli emittenti titoli diffusi tra il pubblico e gli standard contabili; (ii) SC2 sulla Regolamentazione dei Mercati Secondari, che considera la regolamentazione *cross-border* relativa all'operatività delle borse e dei mercati secondari; (iii) SC3 sulla Regolamentazione degli Intermediari di Mercato che considera la regolamentazione *cross-border* relativa alla supervisione degli intermediari di mercato quali *broker-dealer* e *underwriter*; (iv) SC4 sull'*Enforcement* e lo Scambio di Informazioni, che valuta come migliorare la cooperazione internazionale tra le autorità di vigilanza mobiliare; e (v) SC5 sulla Gestione del Risparmio, che si occupa della regolamentazione della gestione collettiva e della connessa attività di consulenza finanziaria. In seno al Comitato Tecnico si intraprendono varie iniziative legate alla regolamentazione dei mercati mobiliari, quali l'emanazione di documenti interpretativi degli standard in essere, la conduzione di *survey* per valutare il grado di adesione agli standard, lo sviluppo di meccanismi volti ad incentivare la cooperazione internazionale, individuazione e risoluzione di problemi emergenti; cfr. le Relazioni annuali dello IOSCO disponibili sul sito internet www.iosco.org.

dall'assemblea plenaria dell'associazione, il lavoro può dirsi ampiamente condiviso a livello mondiale⁸⁶.

Ciò che sembra favorire l'elaborazione degli standard internazionali nonostante l'ampio numero di partecipanti allo IOSCO è il *modus procedendi* adottato in seno all'organizzazione e ad oggi ancora scarsamente studiato dalla dottrina internazionalistica. Non è un caso, infatti, che vi sia una limitata trasparenza sui passaggi che precedono l'approvazione degli standard da parte dell'organizzazione e che le informazioni pubblicamente disponibili sul punto sono alquanto generiche.

Quanto sembra emergere è che la procedura di adozione degli stessi si scompone in diverse tappe che permettono un coinvolgimento dei membri inversamente proporzionale all'importanza del mercato finanziario vigilato. Si tratta di un approccio per gradi, che vede il Comitato Tecnico operare come protagonista sia nelle fasi iniziali di determinazione delle azioni da intraprendere e degli indirizzi di massima, che nell'elaborazione dei lavori preparatori, relazioni e studi. Solo in passaggi successivi intervengono i comitati rappresentativi dei mercati emergenti: con essi sono condivisi risultati ormai già ben definiti al livello precedente. L'ultima tappa è il vaglio del Comitato dei Presidenti, che agisce in uno stadio ormai avanzatissimo dei lavori, quasi a ratificare quanto già deciso nei gradini precedenti. In questo modo, formalmente ciascun membro ha un voto in assemblea plenaria; tuttavia la struttura interna dello IOSCO, le procedure, i compiti svolti da ciascun organo e le modalità di avanzamento dei lavori permettono alle economie più sviluppate di avere un ruolo preponderante nel formare gli indirizzi e gli obiettivi dell'associazione.

Questo peculiare *modus procedendi* trova conferma non solo in dichiarazioni generali contenute nei documenti IOSCO⁸⁷, ma anche in modo ancora più appariscente nell'elaborazione degli *Objectives and Principles of Securities Regulation*⁸⁸. Come espresso nell'introduzione, lo standard affronta questioni che sono già state oggetto di *Report* e *Resolution* dello IOSCO e ne rappresenta una sistematizzazione o, talvolta, un ulteriore sviluppo. Dei 145

⁸⁶ Così BIANCHERI, p. 162, all'epoca responsabile dell'Ufficio Relazioni Internazionali della Consob, nella sua presentazione degli *Objectives and Principles of Securities Regulation*.

⁸⁷ Si faccia riferimento ad esempio al recente *Consultation Report "An Overview of the work of the IOSCO Technical Committee"* del marzo 2007 in cui si legge a p. 3: "Its technical work is conducted by the Technical Committee (TC) and the Emerging Markets Committee. The TC has a leading role in developing standards within IOSCO. It proposes standards to the whole organisation, which are to be endorsed by the Presidents' Committee. Through its Standing Committees and its specialised Task Forces, the TC monitors markets evolutions, analyses new trends in financial activities and identifies actions to be taken by regulators".

⁸⁸ Si veda la p. 2 dell'introduzione agli *Objectives and Principles of Securities Regulation*.

documenti richiamati, meno del 10% proviene dall'*Emerging Market Committee*, mentre il resto sono lavori della *Technical Committee*⁸⁹.

Per quanto concerne il profilo contenutistico, lo standard detta un insieme di regole, organizzate in 30 principi, volte a promuovere tre principali obiettivi, tra di loro correlati:

- (i) la tutela degli investitori a fronte di pratiche ingannevoli, manipolative o fraudolente;
- (ii) la correttezza, l'efficienza e la trasparenza dei mercati; e
- (iii) la riduzione dei rischi sistemici, anche attraverso la regolamentazione prudenziale ed i controlli interni.

I principi indicati nello standard sono raggruppati in otto categorie concernenti: l'apparato regolamentare e preventivo preposto alla vigilanza dei mercati finanziari, l'*enforcement*, la cooperazione interna ed internazionale tra le autorità competenti, le responsabilità degli emittenti valori mobiliari, la gestione collettiva del risparmio, gli intermediari del mercato mobiliare ed il mercato secondario dei titoli. La vastità dei temi trattati e la rappresentatività dell'organizzazione fanno degli *Objectives and Principles of Securities Regulations* una sorta di "carta costituzionale dei mercati mobiliari", redatta da autorità tecniche al fine di favorire l'adozione generalizzata di regole funzionali allo sviluppo dei mercati dei valori mobiliari.

Destinatari del documento sono *in primis* le autorità di vigilanza che partecipano allo IOSCO in qualità di membri. Inoltre, i Principi si rivolgono anche a tutti coloro che dispongano di poteri di intervento nella formulazione della disciplina nazionale dei valori mobiliari⁹⁰. In effetti, una delle peculiarità tipiche degli standard internazionali è che la negoziazione e l'accordo sul contenuto non interviene direttamente tra i destinatari finali del documento⁹¹.

Per rendere più trasparente la determinazione della rispondenza degli ordinamenti nazionali con tali principi, lo IOSCO ha provveduto a redigere una metodologia, nella quale si elaborano nel dettaglio *benchmark* e criteri di valutazione sulla base dei quali si forma il relativo giudizio (*Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities*

⁸⁹ I *Report* e le *Resolution* rilevanti sono di volta in volta citati in nota ed elencati in appendice dell'ultima versione degli *Objectives and Principles of Securities Regulation* elaborata nel 2001. Un'ulteriore conferma del *modus procedendi* favorevole all'adozione degli indirizzi delle economie più sviluppate è fornita dalla modalità con cui lo IOSCO ha reagito ai recenti episodi di frode finanziaria (Enron, Parmalat), reazione che vede come assoluto protagonista il Comitato Tecnico, v. infra.

⁹⁰ Cfr. BIANCHERI, p. 163.

⁹¹ Cfr. DIALTI, p. 543.

Regulation). Come espresso nell'introduzione, "IOSCO intends the Methodology to illustrate IOSCO's interpretation of its Principles". In questo senso, la Metodologia rappresenta una forma di "interpretazione autentica" che specifica ed aggiunge contenuto allo standard internazionale ed a cui gli operatori debbono fare ulteriormente riferimento.

3.3 *Gli OECD Principles of Corporate Governance*

Altrettanto rilevanti per il mercato mobiliare sono gli *OECD Principles of Corporate Governance*, formulati nel 1999 dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) e poi modificati nel 2004, col proposito di tenere conto delle problematiche emerse a seguito degli scandali finanziari⁹².

L'OCSE (in inglese l'acronimo diventa OECD) è sorta nel 1961 sulle ceneri dell'Organizzazione Europea per la Cooperazione Economica, in rappresentanza dell'occidente industrializzato. L'obiettivo dell'OECD è di elaborare politiche funzionali ad una crescita economica sostenibile e alla convergenza della regolamentazione in campo societario e finanziario. Recentemente si è assistito ad un parziale allargamento della *membership* dell'organizzazione dagli originari 20 a 30 Stati, incluso 2 economie emergenti: Messico (da 1994) e Corea (dal 1996). Tuttavia, l'OCSE resta un'istituzione a partecipazione molto ristretta, l'accesso è su invito e condizionato al soddisfacimento di una serie di condizioni volte a verificare che il paese richiedente condivide i valori della democrazia e dell'economia di libero mercato, comuni a tutti i membri. Sicché l'OCSE resta per eccellenza l'organizzazione rappresentativa degli interessi delle economie più avanzate⁹³.

⁹² In questo senso si esprime l'OCSE. Si veda il *Policy Brief* dell'agosto 2004 (rivista elettronica disponibile su sito dell'OCSE: www.oecd.org), dove si legge a p. 3: "The OECD Principles are highly relevant to a number of recent high-profile cases of corporate failure. For example, in a number of cases, boards appear to have been dormant or even to have become a part of management, rather than an active monitor of its performance. In other cases, boards appear to act simply as rubber stamps, responding to the wishes of a dominant shareholder. Shareholders appear to have been either passive or ineffective at sanctioning the board and in a number of cases controlling shareholders have pursued their interests at the expense of minority shareholders. Complex financial institutions and complex corporate structures around the world have also thrown into stark relief the question of conflict of interests, which have been most apparent in some brokerage research and in fund management. The Principles have always addressed these issues, but the revised version gives them more emphasis".

⁹³ L'organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico si compone attualmente dei seguenti membri: Australia, Austria, Belgio, Canada, Repubblica Ceca, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Ungheria, Islanda, Irlanda, Italia, Giappone, Corea, Lussemburgo, Messico, Paesi Bassi, Nuova Zelanda, Norvegia, Polonia, Portogallo, Slovacchia, Spagna, Svezia, Svizzera, Turchia, Regno Unito, Stati Uniti.

In materia di convergenza normativa, l'OCSE ha sponsorizzato la stipula di convenzioni internazionali (ad esempio la *OECD Convention on Combating Bribery of Foreign Officials in International Business Transactions*, di cui l'Italia è firmataria) ed emanato numerose raccomandazioni e linee guida in vari settori, tra i quali la corruzione, la tutela dei consumatori, l'assistenza allo sviluppo, il diritto del lavoro, l'energia, l'informazione, il commercio, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e la corporate governance⁹⁴. Essa inoltre, attraverso l'emanazione di *Outlook, Survey, Country Report* ed altre pubblicazioni, svolge un ruolo primario nel vigilare ed analizzare il trend delle economie dei paesi membri e nel produrre e confrontare dati statistici ed economici.

Come si è detto, l'OCSE ha elaborato gli *OECD Principles of Corporate Governance*, che provvedono a fornire principi di buon governo per le società quotate, sul presupposto che, pur non esistendo un unico modello di *corporate governance*, sia comunque possibile rintracciare problematiche comuni e regole generali che i legislatori nazionali dovrebbero prendere in considerazione nel delineare la normativa interna. La finalità dell'OCSE non è dunque raggiungere una piena armonizzazione delle normative nazionali, quanto favorire una generale convergenza verso modelli flessibili ed allo stesso tempo equivalenti, in quanto funzionali allo sviluppo di mercati aperti⁹⁵.

I principi riguardano i seguenti aspetti del diritto societario:

- (i) la tutela dei diritti e l'equo trattamento degli azionisti;
- (ii) riconoscimento e tutela dei diritti degli *stakeholder*, ossia di portatori di interessi diversi dagli azionisti (ad es. dipendenti, clienti, creditori);
- (iii) promozione di una maggiore cooperazione tra società ed azionisti;
- (iv) monitoraggio e *governance* degli amministratori.

Ciascun principio è accompagnato da una “*explanatory annotation*” che specifica, attraverso un approccio funzionale, quale siano ratio, obiettivi e possibili misure normative idonee a trasporre il principio nel particolare contesto economico-giuridico locale.

⁹⁴ Un'indicazione completa delle attività svolte dall'OCSE, nonché dei documenti da essa pubblicati, è nel sito ufficiale www.oecd.org.

⁹⁵ È stato osservato, tuttavia, che sebbene l'approccio dell'OCSE abbia il vantaggio di garantire flessibilità, esso presenta i seguenti aspetti di criticità: “(1) *the dominance of the debate by financial institutions in the West and its consequent ethnocentrism*; (2) *the lack of effective enforcement mechanism* [ma su questo profilo v. infra]; (3) *the tendency to concentrate on form rather than substance and process rather than outcome*; and (4) *the tendency to pursue fashions without any consideration of their efficiency in practice*”; cfr. FARRAR (1999), p. 953.

Nel 2004 i principi sono stati rivisitati per introdurre importanti novità ritenute necessarie alla luce delle evoluzioni recenti dei mercati e delle esperienze maturate sia nei Paesi membri dell'OCSE che non⁹⁶. A seguito della revisione, i principi affrontano in termini più puntuali la questione dei conflitti di interesse e prevedono un più stringente regime di responsabilità degli amministratori.

Nel 2006 l'OCSE ha inoltre provveduto a redigere una Metodologia con funzioni analoghe a quelle della Metodologia IOSCO precedentemente descritta. Essa rappresenta pertanto un documento fondamentale per l'interpretazione delle raccomandazioni contenute nei Principi ed uno strumento imprescindibile per comprendere le modalità attraverso cui le raccomandazioni OCSE possono essere concretamente recepite nei singoli ordinamenti giuridici⁹⁷.

3.4 *Gli obiettivi politici riflessi negli standard internazionali*

Lo scopo degli standard internazionali è di stabilire regole minimali sulle quali concentrare un ampio consenso a livello internazionale ed alle quali fare riferimento nel costruire localmente un sistema normativo più funzionale allo sviluppo economico ed alla stabilità finanziaria. Questo è quanto emerge non solo dalle già descritte prese di posizione del G-7 e del FSF, ma anche dalla stessa lettera degli standard e particolarmente dalle relative parti introduttive. Emblematico in questo senso è il testo degli *Objectives and Principles of Securities Regulation*, dove si dichiara che:

*“Implicit throughout this document is the belief that regulation should facilitate capital formation and economic growth. In the context of the regulation, there should be a recognition of the benefits of competition in the market place.
(...)”*

It is possible to identify general attributes of effective regulation that are consistent with sound economic growth:

- *there should be no unnecessary barriers to entry and exit from markets and products;*
- *the markets should be open to the widest range of participants who meet the specified entry criteria;*

⁹⁶ Si legge appunto nelle premesse degli *OECD Principles* che: *“The Principles have now been thoroughly reviewed to take account of recent developments and experiences in OECD member and non-member countries.”*

⁹⁷ Sia i Principi OCSE che la Metodologia sono disponibili on-line sul sito ufficiale dell'organizzazione www.oecd.org.

- *in the development of policy, regulatory bodies should consider the impact of requirements imposed;*
- *there should be an equal regulatory burden on all who make a particular financial commitment or promise.*

More generally, there must be an appropriate and effective legal, tax and accounting framework within which the securities markets can operate. Securities law and regulation cannot exist in isolation from other laws and accounting requirements of a jurisdiction”⁹⁸.

Similmente, sebbene in termini più sintetici, si legge nelle premesse degli *OECD Principles*:

“Policy maker are now more aware of the contribution good corporate governance makes to financial market stability, investment and economic growth.(...) Corporate governance is one of the key element in improving economic efficiency and growth as well as enhancing investor confidence”⁹⁹.

Si delinea, dunque, in termini espliciti il carattere funzionale della regolamentazione finanziaria internazionale alla costruzione di mercati aperti, concorrenziali ed efficienti attraverso cui favorire la raccolta dei capitali e la canalizzazione degli investimenti e, in questo modo, garantire una maggiore crescita economica.

Si tratta di un vero e proprio manifesto politico che, attraverso gli standard, trova esplicitazione anche a livello di organismi tecnici. Le decisioni del G-7 e le filosofie della *New Financial Architecture* conquistano in questo modo una legittimazione definitiva. L’avallo “scientifico” da parte di esperti tecnocrati ha finito per garantire a quelle posizioni una parvenza di absolutezza, di obiettività e di neutralità¹⁰⁰.

Tuttavia, al di là dell’abusata retorica della neutralità che da anni risuona quasi come fosse una slogan sia nel contesto del diritto interno che di quello internazionale, il tecnocratismo degli standard internazionali, richiamando i fini

⁹⁸ Si veda la p. 8.

⁹⁹ V. rispettivamente, p. 3 e p. 11 degli *OECD Principles*. Peraltro, è nella stessa Convenzione istitutiva dell’OCSE, all’art. 1 che si delinea tra gli obiettivi dell’organizzazione quello di “*achieve the highest sustainable economic growth (...) while maintaining financial stability and thus to contribute to the development of the world economy*”.

¹⁰⁰ Per utilizzare le parole di CARUSO (2007), p. 6, che ha ampiamente studiato il fenomeno della pretesa neutralità nel limitrofo campo del diritto privato: “*Today, private law discourse fulfills the (...) task of consolidating post-national authorities and supranational forms of governance. These powerful, yet under-defined institutions, lack such traditional sources of legitimacy such representative democracy and broad-based accountability. Their authority is still fragile and often politically contested. In this context, private law performs badly needed justificatory function and bolster the institutional strength of such entities*”.

della normazione e dettandone i contenuti in termini ad essi funzionali, diventa chiaro strumento di politica¹⁰¹.

In questo senso, i codici di condotta vengono a costituire la vera e propria ossatura regolamentare con cui i Paesi del G-7 hanno inteso promuovere la “nuova architettura” del sistema finanziario globale. Il diritto finanziario internazionale diviene l’espressione tecnico-normativa di un obiettivo di “politica economica” di tipo egemonico: la convergenza verso modelli di mercato aperto e libera concorrenza, una scelta “*perciò non neutrale, e non oggettivamente tecnica*”¹⁰². “*In questa pretesa neutralità, le istanze statali si celano in nuove forme, più discrete ed accettabili*”¹⁰³.

Questa, in estrema sintesi, è l’ideologia (di stampo neoliberista) di cui gli standard internazionali sono portatori e della quale l’Italia si è fatta promotrice mediante la propria partecipazione sia al G-7, ove questo progetto ha trovato ideazione e sostegno politico ufficiale, che in tutte le istituzioni internazionali coinvolte nell’elaborazione e nella promozione dei codici di condotta.

4. Il piano della trasposizione: efficacia e diffusione degli standard internazionali

4.1 Standard come fonti di soft law internazionale

Secondo le logiche della *New Financial Architecture*, la *condicio sine qua non* per il raggiungimento della stabilità finanziaria e della crescita economica è

¹⁰¹ Non si condivide l’opinione di coloro che vedono nel fenomeno della globalizzazione l’imporsi di “un’impostazione rivolta a realizzare la sconfitta della politica nella determinazione delle regole e dei comportamenti delle imprese a favore di un prevalere delle ragioni dell’economia svincolate da qualsiasi condizionamento esterno” (da CARBONE (2005), p. 311). Ci sembra piuttosto che sotto la parvenza di regole dichiaratamente neutrali, si scorge un programma ultraliberale, che ha origine e sostegno in scelte di fondo di alcuni governi nazionali e si sostanziano a livello internazionale nelle filosofie del *Washington Consensus* prima e della *New Finanzia Architecture* poi. A livello locale, quelle logiche si ripetono nell’ambito dell’Unione Europea, come espresse nelle quattro libertà sancite nel Trattato ed infine trasposte in ambito nazionale mediante l’armonizzazione minima delle regole. D’altra parte, a beneficiare del “minor controllo” dello Stato sull’economia sono proprio i paesi maggiormente industrializzati che godono di un vantaggio competitivo e di una potenziale situazione di rendita rispetto alle economie emergenti.

¹⁰² IRTI, p. 29, il quale nella pagine XII della prefazione cita molto efficacemente: “*Fuori dalla politica nessuno può uscire, neppure chi professi l’anti-politica del tecnicismo e delle competenze professionali*”. Alla frase famosa di Walter Rathenau, essere oggi il destino non più la politica ma l’economia, l’acuminata sottigliezza di Carl Smitt oppone: “*Sarebbe più corretto dire che, ora come prima, il destino continua ad essere rappresentato dalla politica, ma che nel frattempo è solo accaduto che l’economia è diventata qualcosa di ‘politico’ e perciò anch’essa ‘destino’*”.

¹⁰³ IRTI, pp. 36-37, con riferimento tuttavia al moltiplicarsi delle autorità indipendenti.

l'effettivo recepimento delle regole di *best practice* internazionale da parte di un numero di nazioni quanto più ampio possibile (quello che nel primo paragrafo abbiamo spiegato in termini di *network effect*).

Questo progetto, di carattere spiccatamente universalistico, si scontra tuttavia con la circostanza che i codici di condotta sono emanati da istituzioni rappresentative dei soli paesi industrializzati o composte esclusivamente da autorità tecniche¹⁰⁴ – se non addirittura da rappresentanti del settore privato – e dunque prive di legittimazione politica.

Inoltre, i codici di condotta non rivestono la forma di convenzioni internazionali aperte alla sottoscrizione degli Stati, ma sono formalmente emessi come regole c.d. di *soft law*. Trattasi di fonti internazionali che sfuggono alle regole di sistemizzazione tipiche della tradizione giuspositivistica, in quanto sprovviste di forza vincolante¹⁰⁵. Ciò nondimeno esse costituiscono atti giuridici che il cui intento è normativo (nel senso di essere volte ad influenzare la condotta dei destinatari), ma la cui adozione è effettuata su base meramente volontaria¹⁰⁶.

Pertanto, da un punto di vista formale gli standard internazionali rappresentano un metodo di produzione normativa alternativo al monopolio statale: sfuggono ai normali canali istituzionali di produzione giuridica, non sono elaborati necessariamente da politici (il cui ruolo abbiamo visto svolgersi per lo più nei raggruppamenti di Stati), ma possono essere emessi da esperti che operano

¹⁰⁴ Il fenomeno della produzione regolamentare da parte di raggruppamenti di autorità di vigilanza è stato scarsamente studiato dalla dottrina internazionalistica. I principali apporti sono di SLAUGHTER (2000) e (2004), che ha efficacemente identificato, descritto e classificato il fenomeno di internazionalizzazione del diritto amministrativo in corso in termini di un "*globalization paradox*", evidenziando da un lato l'esigenza di istituzioni internazionali per risolvere incipienti problemi di azione collettiva favoriti dalla globalizzazione (es. mercati globali richiedono istituzioni sopranazionali) e dall'altro i pericoli che si celano nella centralizzazione del potere. La soluzione del paradosso è nell'affermarsi di una nuova forma istituzionale: i *government networks*, ossia accordi e forme di cooperazione sul piano dell'armonizzazione, dell'*enforcement* e dell'informazione tra agenzie di paesi differenti, che per l'Autore rappresentano il fulcro di "*a new world order of governance*". Alcuni Autori hanno risposto con scetticismo alla tesi che i *government networks* possano effettivamente rappresentare una soluzione al paradosso della globalizzazione, in quanto in queste strutture mancano sufficienti garanzie di democraticità e *accountability* cfr. ANDERSON (2005). Per RAUSTALIA (2002) l'internazionalismo liberale e le nuove forme di cooperazione attraverso network sono destinati ad intrecciarsi e ad interagire.

¹⁰⁵ Gli standard internazionali si trovano fuori dal quadro delle fonti indicate dall'art. 38 dello Statuto della Corte Internazionale di Giustizia, tradizionalmente adoperato nella dottrina per individuare le fonti del diritto internazionale (l'articolo prevede che la Corte, nel decidere le questioni che le sono sottoposte, applica le convenzioni internazionali, la consuetudine internazionale e i principi generali del diritto). Gli standard internazionali, pertanto, di per sé sono privi di valore vincolante e non creano direttamente diritti ed obblighi, sebbene comunque possono determinare taluni effetti giuridici (cfr. PASTORE (2003), p. 5). In quanto non costituiscono trattati internazionali, gli standard non possono costituire oggetto del processo di ratifica previsto all'art. 11 della Costituzione Italiana.

¹⁰⁶ Per utilizzare la definizione di SENDEN (2004), pp. 112 e 456, elaborata con riferimento alle fonti comunitarie, la *soft law* consiste in un insieme di: "*Rules of conduct that are laid down in instruments which have not been attributed legally binding force as such, but nevertheless may have certain (indirect) legal effects, and that are aimed at and may produce practical effects*".

in seno ad organismi tecnici o persino privati¹⁰⁷. In quanto mettono in crisi i punti cardine della centralità dello Stato come fonte sovrana di diritto e della coercibilità come elemento caratterizzante il fenomeno giuridico, tali principi propongono una risposta realmente innovativa all'inidoneità del tradizionale sistema organizzativo interstatale a disciplinare i rapporti economici transnazionali¹⁰⁸.

Nell'introduzione agli *OECD Principles of Corporate Governance*, l'efficacia degli standard internazionali è espressa come segue:

“The Principles are a living instrument offering non-binding standards and good practices as well as guidance on implementation, which can be adapted to the specific circumstances of individual countries and region. (...) It was agreed that the revision should be pursued in a way to maintaining a non-binding, principle-based approach, which recognises the need to adapt implementation to varying legal economic and cultural circumstances”.

Gli standard rappresentano, dunque, delle raccomandazioni prive di effetti vincolanti, che non possono essere annoverate tra le fonti di diritto *strictu sensu*¹⁰⁹. Come è stato detto, tali regole possono essere considerate come: *“quell'insieme di esperienze normative, fatte da accordi politici ed economici, non giuridicamente vincolanti, non obbligatori, ciò nonostante regolarmente rispettati, perché espressione della società internazionale”*¹¹⁰. Esse sono tuttavia ascrivibili al fenomeno giuridico, oltre che politico; ciò che distingue il *soft law* dai semplici documenti politico-programmatici è *“l'effetto conformativo non cogente”*¹¹¹ delle stesse, ossia la loro efficacia sul piano di fatto derivante dalla

¹⁰⁷ Cfr. nt. 75.

¹⁰⁸ Come bene sottolineato da PASTORE (2003), p. 10: *“All'indebolimento della capacità regolativi della legislazione fa riscontro l'aumento della rilevanza di strumenti giuridici soft, morbidi, 'fluidi', capaci di adattarsi a contesti diversi e di influenzare gli assetti presenti e futuri, restando pronti ad accogliere apporti ed input che arrivano in itinere”.*

¹⁰⁹ Secondo VISENTINI (Lezioni - 2000), p. 34-35: *“carattere del diritto è la giuridica sanzionabilità delle norme”* poiché *“la norma è di diritto se sul suo presupposto può essere discussa la rilevanza giuridica di un comportamento umano: o in quanto comportamento illecito, che rende passibile di pena l'agente; o in quanto comunque comportamento assunto produttivo di effetti giuridici”.*

¹¹⁰ Così PANEBIANCO, p. 354. In termini simili si esprime anche il FSF che fornisce la seguente definizione di standard: *“Standards are guidelines or principles that set out what are widely accepted as good principles or practices in a given area (...). International standards are generally accepted by the international community as being objective and relatively free of national biases. (...) Standards are not an end in themselves but a mean for promoting sound financial systems and sustained economic growth.”* (si veda www.fsforum.org). Il FSF differenzia gli standard internazionali tra (i) principi (*principles*), di solito formulati in termini generici e in quanto espressione di canoni fondamentali flessibili; (ii) pratiche (*practices*), maggiormente dettagliate e volte ad indicare la migliore applicazione pratica di un principio; e (iii) linee guida (*guidelines*) che offrono un'indicazione specifica dei requisiti da soddisfare. Sulla *soft law* nel settore finanziario si veda anche GIOVANOLI, pp. 33-59, DIALTI, che a p. 536-537 cita numerose fonti bibliografiche in materia e JORDAN-MAYNONI, LEMMA (2006).

¹¹¹ Cfr. BANO (2003), p. 59.

combinazione di vari meccanismi che ne assicurano l'effettività, l'adesione ad esse delle condotte nonostante i loro dettami non siano astrattamente vincolanti¹¹².

A ben vedere, la mancanza di un'efficacia formalmente cogente, considerata da alcuni il tallone di Achille degli standard internazionali¹¹³, ne costituisce il reale punto di forza, un *quid plus* che ne ha permesso l'affermazione e la diffusione. L'ampio uso della *soft law* in campo finanziario si giustifica, infatti, proprio con la difficoltà di raggiungere un accordo sufficientemente ampio in una materia ove stridenti sono le differenze normative non solo tra paesi in uno stadio di sviluppo diverso, ma anche nell'ambito della ristretta cerchia dei Paesi Industrializzati¹¹⁴. La formalizzazione di norme e principi non vincolanti, negoziati tra Stati con economie relativamente omogenee (ambito OCSE) o da esperti tecnocrati (ad esempio IOSCO), è apparsa allora la soluzione più rispondente a conciliare l'obiettivo della convergenza normativa con le esigenze di celerità e flessibilità tipiche di mercati globali in continua e rapida evoluzione¹¹⁵.

Il processo decisionale che conduce alla definizione dei codici di condotta si caratterizza per la dimensione ridotta dei comitati ove sono negoziati, circostanza che ne facilita evidentemente il *decision-making*. Inoltre, l'adozione di delibere per *consensus* conferisce maggiore legittimità ed autorevolezza agli standard¹¹⁶. Tutto ciò ha favorito l'impressionante popolarità di tale approccio regolamentare, così diverso da quello che tradizionalmente caratterizza il diritto internazionale classico. Malgrado l'assenza di istituzioni sopranazionali rappresentative di interessi generali e legittimate ad emanare norme precettive, ne è emersa un'abbondante produzione di regole che di fatto costituisce un peculiare ed atipico ordinamento finanziario internazionale¹¹⁷.

¹¹² Cfr. LEMMA (2006), p. 603 ss.

¹¹³ Cfr. GIOVANOLI, p. 45.

¹¹⁴ Come osservava con riferimento agli accordi di cambio GOLD (1983), la difficoltà ad utilizzare forme di regolamentazione hard nel campo finanziario dipende dal fatto che: "[f]irmer rules of law would be undesirable because they would reduce the choice of policies available to governments"; secondo l'Autore ciò che in realtà rileva non è tanto il carattere formalmente vincolante o meno della norma, quanto l'effettività della stessa. Si dirà in seguito come gli standard internazionali si caratterizzano esattamente per questo profilo: pur non essendo formalmente vincolanti, essi vengono diffusi secondo modalità che ne incentivano fortemente l'adozione.

¹¹⁵ Sul punto si vedano tra tutti EATWELL, *The challenging facing international financial regulation*, p. 14 ss e JORDAN-MANONI, p. 15.

¹¹⁶ V. DIALTI, p. 541.

¹¹⁷ In questo senso, BRESCIA MORRA, pp. 13-14. Si noti come l'atipicità degli standard in campo finanziario è tale da distanziare tali fonti dagli atti di *soft law* prodotti in altri settori del diritto internazionale. Mentre il *soft law* è generalmente creato da soggetti di diritto internazionale, specialmente dalle organizzazioni finanziarie piuttosto che dagli Stati (cfr. l'analisi svolta da THÜRER (2000), p. 454), in campo finanziario il primato è di autorità tecniche (IOSCO, Comitato di Basilea) ed il coinvolgimento di soggetti privati è massiccio.

Tale è stato il successo della *soft law* che le raccomandazioni sono divenute un sostituto, piuttosto che un complemento, delle tradizionali norme di *hard law*. Considerato il loro tenore generale ed astratto, simile a quello tipico di una qualunque norma giuridica interna, e considerato che sono indirizzati a soggetti diversi da quelli che hanno contribuito alla loro elaborazione, gli standard internazionali svolgono una funzione definibile para-legislativa. Tuttavia, come si è detto, il loro obiettivo non è un'armonizzazione tecnico-normativa, ma il coordinamento di pratiche orientate ad un fine condiviso. In altri termini, la *soft law* ha finito per supplire alla difficoltà di trovare l'accordo necessario alla stipula di trattati vincolanti, riempiendo efficacemente uno spazio normativo vacante. Gli standard internazionali hanno composto un sistema agile di fonti, in grado di colmare vuoti di legittimazione e di plasmare la norma ad esigenze particolari ed a realtà locali: uno strumento insomma con cui dare priorità alla flessibilità, a discapito della certezza del diritto¹¹⁸.

Pur in mancanza di una sanzione stabilita a fronte della mancata adesione, le norme di *soft law* sono senz'altro in grado di produrre effetti indiretti, ossia di tipo meta-giuridico e politico, nonché sanzioni "attenuate" e "non tradizionali"¹¹⁹. Innanzitutto, gli atti di *soft law* producono un effetto definito di "liceità", ossia la certezza per chi vi si conformi, di non commettere un illecito nei confronti degli Stati (o, in caso di istituzioni tecniche come lo IOSCO, delle altre autorità) che vi abbiano votato a favore o che comunque l'abbiano approvati senza alcuna riserva¹²⁰.

Anche in assenza di vincolatività sul piano giuridico, gli standard possono diventare, in pratica, cogenti una volta recepiti spontaneamente dagli operatori di mercato e/o dagli ordinamenti nazionali, anche eventualmente attraverso provvedimenti delle autorità amministrative membri degli *standard setter*. Tale seconda modalità di recepimento è favorita dalla circostanza che nella gran parte degli ordinamenti nazionali il diritto finanziario è un sistema complesso di regole, la cui definizione di dettaglio è lasciata alla discrezionalità delle autorità preposte alla vigilanza di settore.

Per le Autorità che partecipano agli organismi che hanno elaborato i codici di condotta, il recepimento dei principi diviene oggetto di un *best effort*, come

¹¹⁸ Si esprime in termini simili DURANTE, p. 4.

¹¹⁹ Di fatto, molti Autori dubitano che la *soft law* possa rientrare nell'ambito del diritto. Secondo GIOVANOLI, ad esempio, la *soft law* è piuttosto una *policy recommendation* che può utilmente contribuire all'interpretazione delle norme vincolanti ad esso collegate (v. p. 7); secondo PASTORE (2003), invece, proprio in quanto la *soft law* rinvia al momento interpretativo ed applicativo essa è parte di un sistema giuridico che al giorno d'oggi presenta un intrinseco carattere polivalente e dinamico (v. p. 12 ss.).

¹²⁰ Così CONFORTI, pp. 170-171.

espresso nell'introduzione degli *Objectives and Principles of Securities Regulation*, dove si legge:

“IOSCO members through their endorsement of this document express their commitment to the objectives and principles it sets out. Insofar as it is within their authority, they intend to use their best endeavours within their jurisdiction to ensure adherence to those principles. To the extent that current legislation, policy or regulatory arrangements may impede adherence to these principles, they intend that changes should be sought”.

Per quanto concerne più specificatamente l'ordinamento italiano, si noti come, allo stato, gli standard internazionali vigenti in materia di informazione al mercato godono di un'efficacia rafforzata, in ragione dei rinvii materiali ad essi effettuati dalla normativa primaria, particolarmente agli artt. 98-*bis*¹²¹, 117.2¹²² e 118-*bis*¹²³ del TUF. In virtù dei suddetti richiami, gli standard internazionali rappresentano un riferimento che per legge le autorità di vigilanza di settore ed il Ministero delle finanze debbono considerare nell'emanare disposizioni regolamentari in materia contabile e nell'esercitare competenze di vigilanza, quali nel caso della Consob in occasione dell'approvazione dei prospetti informativi.

In ogni caso, e nonostante la sua natura per così dire “informale”, la *soft law* rappresenta uno strumento importante per affrontare i problemi emergenti, una chiave di lettura per interpretare il diritto interno e talvolta un modello da seguire, un'anticipazione di scelte regolamentari successivamente adottate in seno agli Stati nazionali¹²⁴. In un certo senso, gli standard internazionali si pongono come

¹²¹ Così legge l'art. 98-*bis* del TUF: “Nel caso di emittenti aventi la loro sede legale in un paese extracomunitario, per i quali l'Italia sia lo Stato membro d'origine, la Consob può approvare il prospetto redatto secondo la legislazione del Paese extracomunitario, ove ricorrano le seguenti condizioni: a) il prospetto sia stato redatto conformemente a standard internazionali definiti dagli organismi internazionali delle commissioni di vigilanza dei mercati, compresi i Disclosure Standards della IOSCO e b) le informazioni richieste, incluse le informazioni di natura finanziaria, siano equivalenti alle prescrizioni previste dalle disposizioni comunitarie”.

¹²² Così legge l'art. 117.2 del TUF: “Il Ministro di grazia e giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, individua con regolamento tra i principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con quelli delle direttive emanate in materia dall'Unione Europea quelli sulla base dei quali gli emittenti strumenti finanziari quotati sia in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione, sia in mercati di paesi extracomunitari possono, in deroga alle vigenti disposizioni in materia, redigere il bilancio consolidato, sempre che i suddetti principi siano accettati nei mercati di paesi extracomunitari”.

¹²³ Così legge l'art. 118-*bis* del TUF: “La Consob stabilisce con regolamento, tenuto conto dei principi internazionali in materia di vigilanza sull'informazione societaria, le modalità e i termini per il controllo dalla stessa effettuato sulle informazioni comunicate al pubblico ai sensi di legge, comprese le informazioni contenute nei documenti contabili, dagli emittenti quotati”.

¹²⁴ Gli standard internazionali hanno rappresentato un importante punto di riferimento anche per la produzione normativa europea. Si veda BRESCIA MORRA, pp. 14-15. Sul piano del diritto internazionale la *soft law* è utile alla ricostruzione delle norme consuetudinarie, funge da strumento preparatorio di trattati internazionali e contribuisce a rendere chiara la portata delle convenzioni internazionali in essere, cfr. DI STEFANO (2003), p. 26 ss. Nell'ordinamento comunitario il *soft law* ha ormai affiancato e talvolta sostituito il

una sorta di *ius commune*, un substrato sul quale si basano iniziative in grado di apportare a quelle regole effetti vincolanti; essi emergono come il prodotto di un sistema complesso di incastri tra livello istituzionale sopranazionale e competenze endostatali. Il loro carattere morbido facilita il raggiungimento tempestivo di un accordo sugli obiettivi e per questa via la convergenza verso un modello che nel contesto internazionale sarebbe impossibile diffondere (imporre) con metodi “*hard*”.

4.2 *Tecnica redazionale ed approccio funzionale*

Al di là del contenuto di dettaglio degli standard internazionali, che verrà trattato nel prosieguo, ciò che importa sottolineare sin da ora è la tecnica redazionale utilizzata. L’approccio è spiccatamente di tipo funzionale: gli *standard setter* non si spingono a paventare l’introduzione o la modifica di un particolare istituto. Si limitano piuttosto ad indicare *ratio* e fini da raggiungere, un programma da seguire, aspetti da considerare¹²⁵. Le raccomandazioni si mantengono sul piano dei principi, di “macro-nozioni”¹²⁶, così da consentire un migliore adattamento al sistema nazionale in cui trasporre. Il fine insomma non è la più rigorosa uniformità normativa, l’armonizzazione di dettaglio, bensì la convergenza intorno a soluzioni comuni, il coordinamento delle normative nazionali verso un modello (politico) condiviso¹²⁷.

Gli standard internazionali sono il frutto di una negoziazione tra soggetti appartenenti alle più diverse tradizioni giuridiche e culturali, rappresentano un’astrazione ed una sintesi, insomma un compromesso tra diritti lontani. Per questa ragione, il lessico utilizzato tende a “denazionalizzarsi”, evitando richiami all’una o all’altra nozione giuridica tradizionale, così da trascendere il legame con uno specifico ordinamento. Il linguaggio perde tecnicismo giuridico, diviene flessibile e più facilmente adattabile ai diversi contesti, in vista di un medesimo obiettivo.

L’approccio funzionale e l’uso di categorie giuridiche neutre, tuttavia, si traduce in una genericità della disciplina tutta e solo apparente. Questo grazie alla

più tradizionale intervento volto all’armonizzazione degli ordinamenti tramite misure di *hard law* (direttive e regolamenti) attraverso una *governance by objectives*; cfr. BALANDI, BANO (2003), p. 3.

¹²⁵ Per utilizzare le parole di Pastore (2003), p. 12, tali atti: “*Stabiliscono, insomma, un indirizzo che costitutivamente presenta la forma del “più – o – meno” e richiede una gradualità nella realizzazione, incidendo sulla produzione normativa*”.

¹²⁶ L’espressione è di AJANI.

¹²⁷ Cfr. BANO (2003), p. 52, che sottolinea come per questa ragione sarebbe un errore trattare il *soft law* alla stregua di un succedaneo funzionale dell’*hard law* (p. 57).

struttura dei codici di condotta, che non si limitano a dettare “iper-categorie” e raccomandazioni formulate in forma sintetica, ma accompagnano le stesse con note esplicative, nonché apposite relazioni e metodologie con cui si ricostruisce la genesi dei principi, si esplicitano le finalità, si identificano problematiche e un numero di possibili soluzioni¹²⁸.

La raccomandazione viene, in altre parole, contestualizzata in varie ipotesi esemplificative e calata in un’analisi fenomenologica di dettaglio. Per questa via, l’enunciazione dell’iper-nozione viene arricchita di un contenuto alquanto circostanziato, che si spinge talvolta sino all’indicazione di dettaglio delle possibili soluzioni adottabili. Detta peculiare tecnica redazionale costituisce un efficace strumento di specificazione, con cui si finisce, in alcuni casi, per normare “di più” di quanto non farebbe un legislatore nazionale, abituato ad avvalersi di clausole generali ed a lasciare la fattispecie concreta alla valutazione delle corti. La *soft law* internazionale si propone allora come fonte di diritto “onnicomprendente”, che tenta di rimediare all’assenza di una pluralità di formanti con l’elaborazione di una casistica sulla carta.

4.3 Incentivi “soft” all’adozione degli standard internazionali

In quanto fonti di diritto “soffice” e non cogente, le raccomandazioni internazionali acquistano efficacia di legge negli ordinamenti interni solo a seguito di una formale trasposizione, frutto di un intervento volontario da parte del legislatore nazionale o, per via regolamentare, dell’autorità di settore. La trasposizione, peraltro, viene favorita dalla circostanza che gli standard vengono adottati per *consensus*.

Ma come viene garantita la diffusione dei codici di condotta anche in quei paesi che, come la maggior parte delle economie emergenti ed in via di sviluppo, non hanno avuto un coinvolgimento nella fase di elaborazione e talvolta non hanno neppure una *membership* nei relativi comitati?

In effetti, come riconosciuto dalla *Task Force on Implementation of Standards* del FSF, l’effettiva diffusione degli standard internazionali ruota

¹²⁸ Si condivide solo in parte l’opinione espressa da AJANI con riferimento alle norme prodotte a livello sopranazionale, secondo cui “(...) assistiamo negli anni più recenti al ricorso, da parte di soggetti attivi nel proporre nuovi modelli, a formule vaghe, principi, nozioni di sicura forza mediatica, ma dal contenuto tecnico-giuridico difficilmente identificabile, o comunque non univoco” (p. 6). Il contenuto non univoco delle norme è il frutto di un approccio che esulta dal localismo. La vaghezza delle norme è controbilanciata da una descrizione atecnica delle problematiche e delle possibili soluzioni che ne arricchiscono il contenuto e ne facilitano la comprensione e la trasposizione in ordinamenti con tradizioni giuridiche distanti.

intorno ad un fattore irrinunciabili: la c.d. *country ownership*¹²⁹. Dato il carattere volontario dell'iniziativa, il successo del progetto richiede che ciascun paese riconosca nell'adozione dei codici il perseguimento del proprio interesse nazionale; bisogna in altre parole assicurare il rispetto del principio di sovranità nazionale, prevedendo una qualche forma di coinvolgimento della nazione interessata e di incentivo ad adeguarsi alla “*best practice*”¹³⁰.

Una prima modalità con cui la trasposizione dei codici è promossa è attraverso un incoraggiamento al *self assessment*, ossia all'auto-valutazione da parte del paese interessato, su propria iniziativa o dietro impulso del medesimo *standard setter* di cui il paese sia membro in occasione delle c.d. *survey*¹³¹. Tuttavia, come riconosciuto dalla stessa *Task Force on Implementation of Standards*, la procedura di *self-assessment* non è di per sé sufficiente a garantire credibilità e rigore all'analisi. L'auto-valutazione, pertanto, necessita di essere accompagnata da iniziative di carattere esterno, in grado di assicurare un sufficiente grado di terzietà e di comparabilità delle valutazioni-paese¹³².

Un'altra forma di incentivo all'adozione dei codici è rappresentata dalla reazione dei mercati, i c.d. *market incentives* che possono definirsi come: “*decisions by market participants based on risk assessments taking into account an economy's observance of international financial standards*”¹³³. Tuttavia, anche in questo caso, il rapporto della *Task Force on Implementation of Standards* ha espresso scetticismo, in quanto i *market participants* non sono generalmente a conoscenza degli standard o non sono in grado di valutarne la rispondenza degli ordinamenti nazionali.

Pertanto, sono apparsi necessari altri e più efficaci tipi di stimoli, di carattere ufficiale, ossia provenienti dall'*official community*, da iniziative intraprese dagli Stati o dalle istituzioni internazionali preposte a monitorare il sistema finanziario. Proprio per favorire l'effettiva adozione dei codici di condotta, il G-7 e il FSF hanno affidato la promozione dei 12 principali standard

¹²⁹ Così nell'*Executive Summary* del *Report* presentato alle Nazioni Unite dal Segretariato del FSF il 12 maggio 2000, ove si legge al punto 4: “*Economies will be more willing to implement standards insofar as they recognise that it is in their national interest to do so, in terms of strengthening financial systems and thereby supporting sustained economic growth domestically while contributing to financial stability globally. While the implementation of standards is a sovereign decision. The international community can encourage it (...)*”.

¹³⁰ Si veda in proposito il *Report* presentato dalla Task Force al FSF e disponibile sul sito internet del FSF.

¹³¹ I *self-assessment* non sono raccolti in modo sistematico dalle istituzioni internazionali. Esistono raccolte non ufficiali, la cui consultazione può avvenire a pagamento presso il sito www.estandardsforum.com. Le *survey* condotte dagli *standard setter* sono disponibili invece sui rispettivi siti web. Tra le più recenti iniziative, si cita la *Survey on Auditor Oversight*, completata dallo IOSCO nell'aprile 2005 e concernente l'adozione degli *IOSCO General Principles for Auditor Oversight and Independence*.

¹³² Così nell'*Executive Summary* citato, p. 23, punto 6.

¹³³ GIOVANOLI, p. 23.

del Compendio alle organizzazioni finanziarie per eccellenza, ossia al FMI ed alla Banca Mondiale.

Un tentativo di stabilire un incentivo ufficiale di tipo “forte” è stata l’iniziativa del FMI di agganciare formalmente l’adozione degli standard internazionali alla condizionalità. Nel 1999 il FMI istituì la *Contingent Credit Line*, una linea specificatamente dedicata al fenomeno delle crisi internazionali e finalizzata alla prestazione di assistenza finanziaria a paesi soggetti al contagio. Il finanziamento era condizionato alla valutazione favorevole del FMI del recepimento da parte del paese interessato dei 12 standard internazionali chiave.

L’iniziativa si rivelò presto fallimentare: nessun paese usufruì di detta linea di credito, che venne conseguentemente cancellata il 30 novembre 2005¹³⁴. L’esperienza si è risolta in una vera e propria boccatura del tentativo di assegnare agli standard internazionali una vincolatività che non appartiene loro ed ha evidenziato l’opportunità di mantenere gli incentivi all’adozione degli stessi su un piano più fedele ad un approccio “soffice”¹³⁵.

4.4 La diffusione attraverso il FMI e la BM: il FSAP/ROSC

Proprio per promuovere il recepimento degli standard con iniziative che non ne snaturassero il carattere non cogente, nel maggio del 1999 – dietro l’impulso del G-7¹³⁶ – la Banca Mondiale ed il FMI hanno dato l’avvio a nuovi programmi di natura volontaria, il “*Financial Sector Assessment Programme*” (FSAP), di cui il *Report on Standards and Codes* (ROSC) rappresenta una componente chiave. Con questi programmi il FMI e la BM si propongono di effettuare una valutazione puntuale e a tutto campo del settore finanziario dei soli paesi che ne facciano richiesta¹³⁷.

¹³⁴ Si veda il comunicato stampa emesso da Comitato esecutivo e pubblicata sul sito internet del FMI all’indirizzo: <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2003/pn03146.htm>

¹³⁵ Nonostante il fallimento dell’iniziativa, è pur vero tuttavia che in passato il FMI ha previsto il rispetto degli standard internazionali tra le condizioni da soddisfare nei programmi di aggiustamento concordati nel corso dei finanziamenti. L’inclusione degli standard internazionali nella condizionalità è stato tuttavia un fenomeno non sistematico, condotto caso per caso ed in modo selettivo, ossia con riferimento ad un numero limitato di standard e di paesi, come riporta DELONIS (2004), p. 596 ss., che ha condotto una revisione, sebbene meramente parziale, delle Lettere di Intenti pubblicate presso il sito del FMI per verificare se vi fossero rinvii agli standard internazionali.

¹³⁶ Si veda in particolare il par. 9 della *Declaration of G-7 finance ministers and bank governors* del 30 ottobre 1998. Il testo della *Declaration* è disponibile su internet all’indirizzo <http://www.imf.org/external/np/g7/103098dc.htm>. Si noti come è generalmente riconosciuto il fenomeno per cui le politiche del FMI sono tendenzialmente eterodirette dai raggruppamenti di Stati (attualmente il G-7) e che questo stato di fatto viene spesso aspramente criticato da chi vorrebbe maggiore trasparenza nell’operato del FMI, cfr. *ex coeteris* TRUMAN (2005), p. 46 ss.

¹³⁷ Il programma venne inizialmente lanciato per un anno con riferimento a 12 paesi-pilota. Gli Amministratori Esecutivi del FMI e della BM concordarono in seguito di continuare nel progetto,

In particolare, con il FSAP, il FMI e la BM verificano la stabilità del settore finanziario del Paese richiedente e la capacità di assorbire eventuali shock e situazioni di crisi. In linea di principio, l'obiettivo è quello di identificare, mediante una metodologia *ad hoc*, eventuali punti di debolezza che possano dare luogo a conseguenze negative a livello macroeconomico. A tal scopo, i membri dello staff del FMI e della BM procedono ad uno studio della situazione-paese mediante l'utilizzo di indicatori macroeconomici, test di stress ed analisi di scenario volti ad evidenziare la reattività e la solidità del sistema finanziario in occasione di possibili *shock*.

Nonostante l'obiettivo del FSAP sia il compimento di analisi di tipo macroeconomico, esso presenta anche una componente microeconomica, il ROSC¹³⁸, nell'ambito del quale FMI e BM, coadiuvati da esperti appartenenti agli *standard setter*, allargano il campo di indagine ad una valutazione della congruenza delle normative nazionali di settore con i 12 codici di *best practice* promossi dal FSF¹³⁹. Sulla base di queste analisi, viene elaborato un *report* conclusivo con cui si fornisce una sommaria valutazione dell'osservanza degli standard internazionali. Nel *report* si formulano, inoltre, delle raccomandazioni mirate, con cui vengono "suggerite" le soluzioni e le modifiche normative che lo Stato sottoposto alla procedura dovrebbe adottare al fine di ottenere un positivo giudizio di rispondenza con le migliori prassi internazionali¹⁴⁰.

Per dare maggiore risonanza ed efficacia all'iniziativa, il FSAP ed il ROSC sono stati collegati alla tradizionale procedura di consultazione ex art. IV dello statuto che il FMI svolge annualmente nei confronti di *tutti* gli Stati Membri. Vediamo di cosa si tratta.

Originariamente, l'art. IV dello statuto del FMI codificava l'obbligo (di risultato) in capo agli Stati membri di mantenere le parità fisse. Con la fine del *gold exchange standard*, l'articolo venne sostituito con un generico obbligo (di comportamento):

coinvolgendo 24 membri. Attualmente (al 31 ottobre 2006) le giurisdizioni che si sono volontariamente sottoposte alla revisione sono ben 129. Cfr. particolarmente GIANVITI (2002) e DELONIS (2004), p. 605 ss.

¹³⁸ Il ROSC va considerato come un esercizio separato dal FSAP, in quanto oltre a poter essere svolto nell'ambito del FSAP e come modulo di quello, il ROSC viene anche effettuato in via autonoma. Si veda GIANVITI (2002).

¹³⁹ Ciascuno Stato membro è libero di scegliere anche rispetto a quali dei 12 codici del Compendio l'analisi di congruenza debba essere effettuata.

¹⁴⁰ Sulla base dei *report* emessi all'esito delle procedure di FSAP/ROSC, gli staff del FMI e della BM preparano rispettivamente il *Financial System Stability Assessment* (FSSA) ed il *Financial Sector Assessment* (FSA), ossia relazioni interne sottoposte ai rispettivi Executive Board. Esse verranno prese in considerazione anche in relazione ad altre attività svolte dalle organizzazioni, quali la sorveglianza (v. infra) o l'assistenza tecnica.

“to collaborate with the Fund and other members to assure orderly exchange arrangements and to promote a stable system of exchange rates”¹⁴¹.

A parziale compensazione del minore peso assegnato al FMI con la caduta del sistema dei cambi fissi, la nuova versione dell’art. IV riconosce al Fondo il compito di esercitare una: “*firm surveillance over the exchange rate policies of members*”, nonché di fissare “*specific principles for the guidance of all members with respect to those policies*”¹⁴².

Tali principi sono stati adottati nel 1977 mediante una decisione del Consiglio Esecutivo del FMI¹⁴³, che ha introdotto le c.d. regole di buona condotta. Nel documento si chiarisce che, per vigilare efficacemente sulle politiche di cambio nazionali, il FMI avrebbe proceduto ad una più generale analisi della situazione economica e delle strategie di ciascun Paese membro¹⁴⁴.

E’ nata così l’attività di “supervisione” (c.d. *surveillance*) del FMI, che storicamente consiste nella consultazione regolare con tutti gli Stati membri al fine di ottenere informazioni e negoziare le politiche di cambio. Non è previsto, tuttavia, un obbligo a carico dello Stato membro di adottare la politica; l’art. IV codifica un mero dovere di sottoporsi alla procedura. All’esito della consultazione, il Consiglio Esecutivo del FMI elabora una relazione contenente conclusioni non vincolanti (*suggestions*), ossia un insieme di raccomandazioni di *soft law ad personam*, ossia indirizzate specificatamente a ciascuno Stato membro.

Negli anni recenti, a seguito del crollo delle parità fisse e con l’internazionalizzazione dei mercati, si è assistito ad una evoluzione importante di questa procedura, in parte analoga a quella occorsa rispetto alla condizionalità. Nonostante la continuità formale degli obiettivi, indicati nel controllo sulle sole politiche di cambio, gli argomenti discussi nel corso della procedura di “supervisione” si sono andati via via estendendo, sino ad abbracciare questioni più

¹⁴¹ Dall’art. IV, sez. I dello statuto del FMI.

¹⁴² Dall’art. IV, sez. III dello statuto.

¹⁴³ Si richiama che il Consiglio Esecutivo del FMI decide con voto ponderato, si veda la nota 6.

¹⁴⁴ Decisione n. 5392 (77/63). Di recente, la decisione è stata sostituita dalla *Decision on Bilateral Surveillance on Members’ Policies* emanata dall’Executive Board il 15 giugno 2007 (disponibile on line su www.imf.org), con cui oltre a chiarire i principi già vigenti se ne aggiunge uno nuovo. In particolare si raccomanda ulteriormente che gli Stati membri evitino politiche di cambio che determinino fenomeni di instabilità esterna (*external instability*). Si noti come il ruolo del FMI in materia di stabilità finanziaria è stato assunto solo in tempi recenti e la legittimità dello stesso è tutt’altro che pacifico, in quanto la stabilità finanziaria non è espressamente contemplata tra gli obiettivi dell’istituzione formalizzati all’art. I dello Statuto; cfr. *ex multis* TRUMAN (2005), p. 7 e GIANVITI (2001), p. 1381. La Decisione dell’Executive Board rappresenta dunque un’interpretazione dello statuto del FMI volta a giustificare ed a formalizzare sotto un profilo giuridico una funzione che il Fondo sta svolgendo di fatto già da anni attraverso l’attività di sorveglianza, dietro impulso del G-7.

ampie, che poco hanno a che fare con la politica monetaria. Con le crisi finanziarie, il rapido sviluppo dei mercati finanziari globali e, soprattutto, con l'affermarsi delle filosofie della *New Financial Architecture*, il FMI ha ricompreso nella *surveillance* anche aspetti di tipo microeconomico, inclusi i risultati del FSAP/ROSC. In particolare, una volta che uno Stato si sia volontariamente sottoposto al FSAP/ROSC, le valutazioni compiute in quella sede vengono discusse e/o aggiornate anche in occasione delle consultazioni periodiche ex art. IV e riproposte nella relativa relazione conclusiva¹⁴⁵.

Incorporando il FSAP/ROSC nell'attività di sorveglianza, si è riusciti innanzitutto a dare maggiore visibilità al giudizio di rispondenza ai codici di condotta svolto dal FMI e dalla BM. Inoltre, per questa via, il FMI si trova in condizione di esercitare un monitoraggio ed una pressione continui nel tempo su tutti gli ordinamenti per i quali la congruenza con gli standard non è stata ritenuta piena. Attraverso questo meccanismo, si favorisce in modo particolarmente efficace il recepimento effettivo delle specifiche modifiche normative suggerite ed il rispetto duraturo dei principi contenuti nei codici di condotta.

Per certi versi, l'aggancio della valutazione di rispondenza agli standard internazionali alla procedura ex art. IV del FMI appare particolarmente consonante alle caratteristiche "soffici" di quelle regole. Infatti, questo tipo di iniziativa assicura che venga rispettato il principio di sovranità e, più in generale, la *country ownership*, in quanto sui *report* emessi all'esito delle valutazioni del

¹⁴⁵ *Cfr. Public Information Notice No. 05/106 dell'8 agosto 2005, disponibile su www.imf.org. Nella pratica, l'influenza del ROSC sull'attività di sorveglianza è stata forte sin dagli albori. Già dal novembre 2000, il FMI riconosceva che le conclusioni del FSAP erano rilevanti ai fini macroeconomici e dunque costituivano elementi utili ai fini delle consultazioni ex art. IV; cfr. Financial Sector Assessment Program (FSAP) A Review: Lessons from the Pilot and Issues Going Forward emanato dallo staff del FMI il 27 novembre 2000. Nel 2003 il FMI aveva inoltre già condotto in sede di procedura di sorveglianza 46 aggiornamenti di ROSCs; v. International Standards: Background Papers on Strengthening Surveillance, Domestic Institutions and International Markets, 5 marzo 2003, su www.imf.org. Più di recente il ROSC è stato ulteriormente integrato nell'attività di sorveglianza ex art. IV, v. particolarmente Standards and Codes – Implementing the Fund's Medium Term Strategy and the Recommendations of the 2005 Review of the Initiative, pubblicato dallo staff del FMI il 29 giugno 2006.*

FMI e della Banca Mondiale interviene, in sede di consultazione, un confronto aperto con gli Stati interessati. Inoltre, come già detto, le raccomandazioni ivi contenute non sono vincolanti, ma svolgono un ruolo meramente persuasivo.

A ben vedere, tuttavia, una volta resi pubblici, i *report* del FMI forniscono un quadro sintetico, completo ed autorevole della settore finanziario locale ed un giudizio sulla credibilità del Paese interessato, che influisce sulle scelte di investimento degli operatori di mercato e favorisce l'operare degli incentivi di mercato già descritti¹⁴⁶. Si consideri inoltre che i giudizi espressi dal FMI sono utilizzate dalle agenzie di *rating* per effettuare le proprie valutazioni del merito di credito della nazione interessata. Poiché un *rating* più elevato comporta normalmente un abbassamento degli interessi sul debito pubblico, le raccomandazioni del FMI vengono considerate con grande attenzione dal paese interessato¹⁴⁷.

Dunque, pur mancando di efficacia vincolante, le raccomandazioni formulate nei *report* diventano portatrici di conseguenze importanti sul piano della reputazione e dell'immagine e vengono, di fatto, tenute in dovuto conto dallo Stato partecipante, particolarmente se si tratta di un Paese emergente alla ricerca di capitali stranieri ed investimenti diretti¹⁴⁸. Inoltre, in quanto parte delle procedure di consultazione ex art. IV, l'adozione dei suggerimenti effettuati dal FMI in sede FSAP/ROSC diviene oggetto di una vigilanza periodica di tipo ufficiale, dalla quale è difficile sottrarsi passando inosservati, in quanto come si è detto gli Stati membri del FMI sono obbligati a sottoporsi alla procedura di sorveglianza con cadenza annuale ed i *report* emanati all'esito della procedura sono estremamente autorevoli. Pertanto è possibile concludere che l'iniziativa di agganciare il FSAP/ROSC all'attività di sorveglianza del FMI si risolve in un incentivo all'adozione degli standard internazionali particolarmente efficace e che potrebbe definirsi "semi-forte". Ciò rende di fatto gli standard internazionali una

¹⁴⁶ Sul tema v. ampiamente DELONIS (2004), p. 609 ss.

¹⁴⁷ Cfr. ALFORD (2005), pp. 288-289.

¹⁴⁸ A tale riguardo si è da più parti sollevato il problema della c.d. "asimmetria" delle iniziative di *soft-law* intraprese dal FMI, considerato che, a differenza del caso dei paesi in via di sviluppo, il mancato rispetto di raccomandazioni da parte di un paese industrializzato non si risolve in conseguenze negative tali da costituire un incentivo altrettanto forte all'effettiva adozione degli standard. Peraltro, come nota SCHENIDER, p. 12, a differenza delle economie emergenti, i paesi industrializzati possono indebitarsi nella propria moneta e dunque, non subendo il rischio di cambio, sono meno soggetti agli incentivi di mercato all'adozione degli standard. Inoltre, essendo i paesi industrializzati a definire cosa costituisce "*best practice*", è più facile che essi risultino adempienti ai codici di condotta internazionali. Si veda sul punto SCHENIDER, p. 14 e ss., e EATWELL, p. 9. In tempi recenti, il FMI ha espresso l'intenzione di ridurre le risorse da dedicare al giudizio di conformità agli standard internazionali, in modo da dare priorità a quei paesi che hanno un maggior impatto sistemico ed alle economie emergenti. In questo senso va la posizione del *Managing Director* prevista nel *Report "Implementing the Fund's Medium Term Strategy"* dell'aprile 2006 (v. par. 42 del *Report*, disponibile on line: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/040506.pdf>).

fonte normativa meno “soffice” di quello che appare da un punto di vista meramente formale.

In questo modo, mediante un intreccio di meccanismi di *moral suasion*, iniziative ufficiali ed incentivi di mercato, i paesi del G-7 hanno utilizzato strategicamente le istituzioni internazionali per far crescere il numero di ordinamenti nazionali disposti a trasporre internamente codici, principi e regole di *soft law*, originariamente negoziati come disposizioni non cogenti nell’ambito di un gruppo ristretto di Stati o di tecnocrati¹⁴⁹.

La promozione degli standard internazionali, presentata come una misura sostanzialmente di tipo tecnico, volta a ridurre la vulnerabilità dei Paesi in caso di crisi e limitare i fenomeni di contagio, diventa un meccanismo di trasferimento fortemente indotto (se non, di fatto, imposto) di riforme economiche e giuridiche giudicate virtuose; la diffusione di una *best practice* adempie ad uno scopo politico: la circolazione su scala globale di modelli giuridici funzionali allo sviluppo di sistemi economici mercatocentrici ed aperti.

5. *Le iniziative internazionali a fronte dei recenti scandali finanziari*

5.1 *Proliferazione di ulteriori standard*

Nonostante le “buone intenzioni”, le politiche della *New Financial Architecture* non sono state in grado di prevenire nuovi eventi critici, i noti scandali finanziari degli anni recenti, che hanno incrementato un’atmosfera di sfiducia verso il settore della finanza e degli investimenti¹⁵⁰. I casi di frode hanno portato alla luce in modo dirompente insufficienze regolamentari che, sebbene più palesi nelle economie emergenti, esistono e si ripetono in forme diverse anche nei

¹⁴⁹ La scarsa partecipazione delle economie emergenti nell’elaborazione degli standard ed i rischi (soprattutto in termini di “*one-fits-all approach*”) dietro l’aggancio del ROSC alla procedura di consultazione ex art. IV dello statuto del FMI sono aspetti che hanno dato origine ad una serie di critiche che lo stesso FMI riporta in un importante documento emanato congiuntamente dal FMI e dalla BM nel 2001 (disponibile su www.imf.org), in cui si valuta l’esperienza maturata con l’applicazione del ROSC, v. *Assessing Implementation of Standards: A Review of Experience and Next Steps*, particolarmente p. 18 ss. Una successiva valutazione è stata effettuata nel 2003, all’esito della stessa il FMI ha dettato criteri per stabilire le priorità con cui selezionare i paesi da sottoporre al programma.

¹⁵⁰ Ci riferiamo, a titolo esemplificativo, alle vicende Enron, Worldcom e Mobilcom negli Stati Uniti, alla vicenda francese della Vivendi e a quella olandese dell’Ahold e, in precedenza, alla Mawell in Inghilterra, allo scandalo dei bond argentini, oltre che ai casi nostrani dei fallimenti Cirio e Parmalat, nonché le recenti scalate bancarie alla Banca Nazionale del Lavoro ed alla Banca Antonveneta.

paesi dove hanno sedi le principali piazze finanziarie e che sino ad ora erano stati considerati come un modello da seguire.

Anziché mettere definitivamente in crisi le logiche del sistema globale delineato dal G-7, i citati episodi hanno finito per rafforzare e, in un certo senso, per radicalizzare le posizioni espresse con la *New Financial Architecture*. In effetti, dagli scandali finanziari è sorto un intenso dibattito che ha portato ad una riflessione a tutto tondo sulle debolezze dei sistemi finanziari più evoluti. Ciò che è scaturito all'esito delle riflessioni, è stata una conferma della bontà delle filosofie della *New Financial Architecture*, in particolare dell'importanza centrale di una buona regolamentazione dei mercati, non solo con riferimento ai paesi in via di sviluppo, ma all'intera comunità internazionale.

Di fatti, l'immediata reazione agli scandali è stata un proliferare di nuove discipline tanto a livello nazionale, come accaduto negli Stati Uniti con il *Sarban-Oxley Act* e poi nell'Unione Europea, che in campo internazionale. In particolare, lo IOSCO si è fatto portatore di nuovi progetti concretatisi nell'emissione di ulteriori standard volti a disciplinare quelle aree apparse come gli anelli deboli della catena. Sia in ambito nazionale che internazionale unanime è stato l'intento di confermare il ruolo della regolamentazione quale antidoto contro i fallimenti del mercato.

Una delle novità che emerge dall'analisi delle iniziative regolamentari dello IOSCO e dell'OCSE successive ai casi di frode è una attenzione più consapevole alla problematica del conflitto di interessi dei vari operatori nel settore mobiliare. Il conflitto di interessi endosocietario è all'origine delle modifiche apportate dall'OCSE ai *Principles of Corporate Governance* nel 2004. La questione è inoltre divenuta il tema centrale di numerosi documenti IOSCO emanati tra il 2002 ed il 2004. In questi lavori si viene a delineare un collegamento, quasi un nesso di causalità tra conflitto e frode finanziaria. Ci si riferisce, in particolare, a:

- (i) “*Principle for Audit Oversight*” (ottobre 2002);
- (ii) “*Principles of Audit Independence and the Role of Corporate Governance in monitoring Auditor's Independence*” (ottobre 2002);
- (iii) “*Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*” (ottobre 2002);
- (iv) “*Report on Analyst Conflict of Interests*” e “*IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflict of Interests*” (ottobre 2003);

- (v) “*Report on Activities of Credit Rating Agencies*”, “*IOSCO Statement of Principles Regarding Credit Rating Agency*” (ottobre 2003), e
- (vi) “*Study in Transparency Bond Market*” (maggio 2004).

I suddetti principi e rapporti affrontano la questione del conflitto di interessi facendo riferimento alle peculiarità di ciascuna categoria di soggetto e tipologia di servizio. In particolare, in detti documenti viene svolta un’analisi accurata della problematica che, partendo dalla descrizione della specifica operatività della figura professionale di volta in volta considerata, identifica le possibili ipotesi di conflitto con riferimento ad una molteplicità di profili e detta infine una raccomandazione¹⁵¹.

Recentemente, lo IOSCO ha voluto segnalare agli operatori la volontà di andare oltre lo svolgimento dell’attività di *standard setter* per attivarsi esso stesso direttamente nell’opera di “proselitismo” in favore dell’adozione degli *IOSCO Principles*. Il 5 aprile 2006 l’assemblea plenaria (*President Committee*) ha emanato una risoluzione con la quale si esprimono le priorità operative dell’istituzione, tra le quali spicca l’intenzione di svolgere una valutazione sistematica del livello di rispondenza degli ordinamenti delle autorità partecipanti allo IOSCO agli *Objectives and Principles of Securities Regulation* e di fornire assistenza sia di tipo tecnico che politico, laddove necessario¹⁵².

5.2 Il rafforzamento della cooperazione internazionale in ambito IOSCO

Un ulteriore elemento di novità rispetto al passato è rintracciabile nel riconoscimento dell’importanza di un’azione maggiormente coordinata in materia di *enforcement*. Lo IOSCO ha preso atto che l’armonizzazione delle regole non è sufficiente a garantire la stabilità e il corretto funzionamento del mercato, se non si accompagna con una cooperazione internazionale volta a reprimere in modo efficace e coordinato i fenomeni di abuso.

¹⁵¹ A titolo esemplificativo, rispetto al ruolo delle società di revisione il tema viene qualificato in termini di “indipendenza”, ossia di assenza di interessi che possano porsi come ostacolo allo svolgimento della funzione di *gatekeeper*, nonché degli strumenti di *corporate governance* per evitare fenomeni di collusione con gli amministratori dell’emittente. Con riferimento alle agenzie di rating, il conflitto è ricondotto alla dipendenza finanziaria dagli emittenti ed all’accesso ad informazioni riservate tali da favorire l’*insider trading*. Nei confronti degli analisti, il tema è analizzato con riguardo a numerosi aspetti, quali la prestazione di servizi accessori, l’eventuale operatività in una banca universale ed il pericolo di manipolazione informativa.

¹⁵² Si veda la *Resolution of the President Committee on IOSCO’s Operational Priorities* del 6 aprile 2005, disponibile sul sito www.iosco.org.

La collaborazione tra le autorità preposte alla vigilanza ed il coordinamento delle indagini investigative sono divenuti elementi essenziali per garantire l'applicazione delle regole e l'attuazione di discipline nazionali in un mercato senza frontiere. In questo senso, la cooperazione nell'azione di repressione da parte delle autorità di settore rappresenta la risposta di queste alle difficoltà derivanti dalla globalizzazione ed al reciso collegamento tra attività economica, territorio e potestà pubbliche. Quel legame non può più essere ricostituito con iniziative individuali, né con una costosa centralizzazione dell'attività di vigilanza. Solo l'assistenza reciproca può permettere che le potestà pubbliche si dispieghino anche al di là dei confini nazionali, così da colpire comportamenti abusivi o elusivi occorsi su un mercato globale.

Allo scopo di favorire tale cooperazione, lo IOSCO ha provveduto a redigere nel 2002 un *Multilateral Memorandum of Understanding* (MMoU), un accordo di collaborazione aperto alla firma della generalità delle autorità di vigilanza nazionali, con cui queste si impegnano a rispettare principi e procedure per una migliore cooperazione internazionale nel settore dei valori mobiliari. In particolare, si legge al paragrafo 6 che l'obiettivo del MMoU è la prestazione di assistenza e lo scambio di informazioni da parte delle autorità di vigilanza per assicurare il rispetto della disciplina interna relativa ai valori mobiliari ("*Laws and Regulations*").

Allo stato, non esistono categorie giuridiche che permettono di inquadrare l'MMoU in una o nell'altra fonte normativa internazionale¹⁵³. Trattasi di uno strumento modellato sugli MoU bilaterali che la SEC ha adoperato a partire dagli anni '80 per facilitare lo scambio di informazioni con autorità estere e garantirne la riservatezza¹⁵⁴. Successivamente lo strumento dell'MoU si è sempre più diffuso

¹⁵³ Cfr. RAUSTIALA (2002), p. 22, che con riferimento ai bilateral MoU scrive trattasi di: "*soft-law agreements: non-binding as a legal matter but, at least in the view of many regulators, highly effective and far more flexible*"; a ben vedere tuttavia lo IOSCO MMoU ha un'efficacia rafforzata rispetto agli accordi bilaterali: una volta diventate firmatarie le autorità si vincolano al rispetto dell'accordo e sono a tal fine monitorate ai sensi di una ben definita procedura; v. IOSCO MMoU, Appendix B, par. III., particolarmente lett. (e). Qualora si dovesse verificare una violazione dell'MMoU alla quale non si pone rimedio secondo le indicazioni offerte all'esito della succitata procedura, l'autorità potrebbe venire sanzionata con l'esclusione dall'MMoU.

¹⁵⁴ L'esigenza di rafforzare gli strumenti di cooperazione internazionale è stata per prima sentita dall'ordinamento statunitense che, proprio per facilitare la prestazione di assistenza reciproca e stimolare l'adozione di un simile approccio all'estero, ha emanato nel 1988 l'*Insider Trading and Securities Enforcement Act*. L'intento era quello di dotare la SEC di poteri sufficienti a prestare cooperazione internazionale anche quando nessuna violazione fosse occorsa negli Stati Uniti o secondo il diritto statunitense; cfr. GRUNDFEST (1990), p. 369. Questo interesse all'epoca esclusivamente americano per la collaborazione con autorità estere si spiega anche in conseguenza del fatto che negli anni '80 la regolamentazione dei mercati mobiliari era un fenomeno tipicamente statunitense e tutt'altro che diffuso anche in economie avanzate; cfr. RAUSTIALA (2002), p. 29.

ed oggi è utilizzato da numerosissime autorità di vigilanza, oltre che su base multilaterale dallo IOSCO e a livello comunitario dal CESR¹⁵⁵.

Si noti come sul piano delle dichiarazioni lo IOSCO MMoU non vuole rappresentare un nuovo ed ulteriore standard di cooperazione internazionale: esso si pone come una mera applicazione pratica di quanto già codificato nella sezione dedicata all'*enforcement* degli *Objectives and Principles of Securities Regulation*. In questi termini, per lo meno, si esprime l'assemblea plenaria dello IOSCO, che qualifica l'MMoU come un esercizio interpretativo delle raccomandazioni IOSCO e della relativa metodologia, tale da costituire un benchmark internazionale in materia di cooperazione e scambio di informazioni¹⁵⁶.

Tuttavia, l'accordo si concreta in qualcosa di più che una mero sviluppo dei principi precedentemente concordati in materia. L'MMoU, infatti, nello specificare gli impegni delle autorità a prestarsi "assistenza reciproca" prevede lo svolgimento di una serie dettagliata di attività, che vanno ben oltre il mero scambio di informazione (v. paragrafi 7 e 9) e che le Autorità, sottoscrivendo il documento, si impegnano a compiere a fronte di una richiesta di cooperazione internazionale.

Inoltre, l'adesione all'accordo può intervenire solo previo esperimento di una complessa procedura di *screening* volta a valutare che le normative nazionali applicabili all'autorità candidata alla firma non pongano ostacoli alla modalità di cooperazione prevista nel MMoU (si veda il paragrafo 14 e l'allegato B al MMoU). In particolare, per essere ammessi alla sottoscrizione, ciascuna autorità deve dimostrare di essere in grado di prestare assistenza ai sensi del MMoU, ossia di avere internamente il potere di compiere tutte le attività di vigilanza ivi contemplate per conto di un'altra autorità estera, su mera richiesta di questa ed in assenza di un qualsivoglia interesse nazionale.

In altre parole, per diventare firmatari dell'MMoU lo IOSCO non solo richiede alle autorità un impegno ad esercitare una vasta gamma di poteri che non è affatto scontato possedere (di fatto la stessa Consob, sino al recepimento della direttiva 2003/6/EC sugli abusi di mercato, non aveva), ma verifica con una complessa procedura *ad hoc* l'effettiva capacità dell'autorità a prestare assistenza internazionale. I poteri di vigilanza richiesti alle firmatarie sono molto ampi tanto sotto un profilo soggettivo che oggettivo. L'autorità deve essere in grado di

¹⁵⁵ Allo stato la Consob è firmataria di 33 accordi bilaterali di cooperazione, nonché dello IOSCO MMoU e del CESR MMoU, v. www.consob.it.

¹⁵⁶ Da ultimo, si veda il primo punto della *Resolution of the President Committee on the International Benchmark for Enforcement Related Cooperation and Exchange of Information*, del 6 aprile 2005.

raccogliere informazioni e documenti nei confronti sia degli intermediari vigilati, che di qualunque altro soggetto terzo. In aggiunta, oltre alla ricostruzione delle transazioni in valori mobiliari, le autorità devono poterne identificare i beneficiari finali e, finanche, ricostruire la struttura di controllo dei soggetti coinvolti nelle violazioni per cui l'assistenza è richiesta.

Si aggiunga che l'ambito di applicazione oggettivo del MMoU, ossia le violazioni a fronte delle quali è ammesso chiedere la cooperazione, è individuato in termini alquanto generali nella definizione "*Laws and Regulations*" (par. 4). Tale concetto impone, infatti, una competenza per materia dell'autorità di vigilanza particolarmente vasta: essa deve includere gli abusi di mercato, le false informazioni ed altri comportamenti fraudolenti¹⁵⁷, la detenzione dei fondi della clientela, l'emissione e quotazione di titoli (inclusi i derivati), la sollecitazione all'investimento, gli obblighi di comunicazione, gli intermediari ed i fondi di investimento, i mercati e le casse di compensazione e garanzia.

Ne consegue che, in sede di *screening*, le autorità dovranno dimostrare di essere in grado di esercitare, direttamente o indirettamente, poteri di vigilanza rispetto a tutte le succitate materie coperte dall'accordo. In effetti, l'obiettivo di una definizione così generale dell'ambito di applicazione dell'accordo è proprio quello di assicurare che l'assistenza reciproca possa essere prestata secondo i crismi e le garanzie dell'MMoU in un numero quanto più ampio possibile di violazioni della disciplina dei valori mobiliari¹⁵⁸.

L'MMoU riveste dunque un'importanza strategica per lo IOSCO perché, oltre a costituire uno strumento per garantire la cooperazione, esso viene impiegato, grazie alla procedura di *screening*, per favorire un avvicinamento (*rectius*, per la maggior parte dei casi un vero e proprio innalzamento) delle disposizioni nazionali concernenti lo status, i poteri e le competenze delle autorità di vigilanza verso un elevatissimo standard qualitativo¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Si dirà nel prosieguo della centralità della nozione di "frode" nell'ordinamento statunitense e, di riflesso, nel sistema finanziario internazionale.

¹⁵⁸ Si noti come la definizione di "*Laws and Regulation*" prevista nel MMoU serve ad individuare una condotta antiggiuridica rilevante ai fini del diritto amministrativo e solo incidentalmente passibile di avere implicazioni penali. L'MMoU, infatti, ha lo scopo di coordinare e semplificare l'attività di *enforcement* di autorità di settore che operano nel campo del diritto amministrativo e prescinde dalla cooperazione nel settore penale, che è molto più complessa e segue un binario parallelo.

¹⁵⁹ Questa particolare dinamica di armonizzazione delle normative è il riflesso di una politica che la SEC ha posto in essere a partire dagli anni '80, quando l'allora commissario Bevis Longstreth già dichiarava: "*the trick will be to encourage the securities regulators of the other major trading nations to develop systems that provide protections to investors substantially similar to those provided in this country*"; cit. in RAUSTIALA (2002), p. 29. Quest'obiettivo può dirsi ora almeno parzialmente raggiunto se i tempi sono mature perché i più alti funzionari dell'Office of International Affairs della SEC propongano in TAFARA, PETERSON (2007), p. 32: "*a new framework to apply to foreign financial services providers accessing the U.S. capital market, by providing investment services and products not otherwise available on the U.S. market. Rather than requiring*

Un ulteriore incentivo all'adeguamento delle normative interne a tale benchmark di cooperazione viene dalla circostanza che, recentemente, l'adesione al MMoU è divenuto un prerequisito per l'ammissione allo IOSCO. Inoltre, dal 2005 è stato fatto obbligo a tutti gli attuali membri dello IOSCO di diventare firmatari dell'accordo entro il 1° gennaio 2010. Ove ciò non fosse possibile, le autorità dovranno comunque esprimere un impegno formale a fare tutto quanto necessario per diventarne parte quanto prima¹⁶⁰. Pertanto, con la promozione concreta dell'MMoU, lo IOSCO ha finito per assumere negli anni recenti un ruolo particolarmente incisivo nella diffusione di elevati standard non solo di cooperazione, ma anche di vigilanza.

5.3 Un esempio di circolazione di macronozioni nel settore mobiliare: il concetto di securities fraud e il piano d'azione contenuto nel Report IOSCO del 2005

L'intervento maggiormente mirato sul tema di frodi internazionali è stato lo svolgimento da parte del Comitato Tecnico dello IOSCO di uno studio dedicato alle cause ed ai possibili rimedi per contrastare i crack finanziari. In particolare, nel febbraio 2004 il Comitato Tecnico ha dato vita ad una *task force* co-presieduta da un rappresentante della SEC (*US Securities and Exchange Commission*) e dal presidente della Consob Lamberto Cardia, col compito di organizzare e coordinare un programma per reagire ai fenomeni di frode ed abuso recentemente intercorsi.

Ne è scaturito, nel febbraio 2005, un *Report – Strengthening Capital Markets Against Financial Fraud* – estremamente importante, atteso che da esso originano tutte le iniziative intraprese dallo IOSCO successivamente agli scandali finanziari. In esso si analizzano le principali insufficienze regolamentari emerse a

such foreign stock exchanges and foreign broker-dealers to register with SEC, as I currently the case, the proposed framework relies on a system of substituted compliance with SEC regulations. (...) foreign stock exchanges and foreign broker-dealers would apply for an exemption from SEC registration based on their compliance with substantively comparable foreign securities regulations and laws and supervision (...) and enforcement philosophy substantively similar to SEC's." La proposta costituirebbe inoltre un incentivo potente all'adozione da parte degli Stati delle medesime norme e filosofie abbracciate dalle SEC (lo Stato godrebbe del vantaggio di veder semplificato l'accesso delle proprie imprese al mercato statunitense). Per dirla con le parole di MAHONEY (1990), p. 320: "*the SEC has responded to internationalization of the securities markets with calls for uniformity in securities regulation, a uniformity that is to be based on the American model. Internationalization has also provided SEC with opportunities to use its enforcement powers as a lever to press for greater cooperation and uniformity among the world's securities regulators*".

¹⁶⁰ Così è stato stabilito nella *Resolution of the Presidents Committee on the International Benchmark for Enforcement Related Cooperation and Exchange of Information*, dell'aprile 2005.

fronte degli episodi di frode e si delineano specifiche azioni da intraprendere per garantire l'integrità del mercato e porre rimedio alla crescente sfiducia degli investitori. A differenza dei precedenti lavori IOSCO citati, il *Report* non formula ulteriori raccomandazioni, ma elabora un piano d'azione per una migliore applicazione degli standard già vigenti.

Prima di passare all'analisi del contenuto del rapporto, è interessante sottolineare come il riferimento contenuto fin dal titolo del *Report* alle “frodi finanziarie” è sintomatico dell'influenza esercitata dal modello statunitense sui lavori dello IOSCO. La “frode finanziaria”, espressione giuridica di diretta derivazione statunitense, anzi istituto centrale di quel sistema normativo, è divenuta oggi un concetto chiave anche nel più vasto ambito dell'ordinamento finanziario internazionale. Essa è impiegata in numerosi documenti IOSCO, incluso i Principi, delimita l'ambito di applicazione oggettivo dello IOSCO MMoU ed ora è comunemente utilizzato, sebbene per lo più in senso atecnico e meramente descrittivo, anche in altri ordinamenti, incluso il nostro. La “frode finanziaria” è allora un vistoso esempio di quelle macro-nozioni denazionalizzate che si è detto caratterizzare il linguaggio degli standard internazionali e che circolano e si diffondono facilitando la convergenza verso comuni modelli giuridici.

Per comprendere il ruolo del concetto di frode finanziaria nel diritto statunitense bisogna innanzitutto considerare che, sotto un profilo teorico, il diritto federale americano – a differenza di quello italiano – muove dall'assunto che gli illeciti espressione del cattivo funzionamento del mercato finanziario non sono riconducibili al diritto comune dei *torts*. Per esistere tali violazioni devono ricevere una tipizzazione legislativa e regolamentare, oltre che un'eventuale ulteriore specificazione a livello giurisprudenziale. Pertanto, la normativa di settore si caratterizza negli Stati Uniti per il prevedere una serie di illeciti espressamente individuati, ai quali i giuristi debbono far riferimento per poter qualificare una determinata condotta come illegittima¹⁶¹.

A far quadrare il cerchio di un regime che potrebbe risultare troppo rigido vi è, appunto, l'istituto della “frode finanziaria” (*securities fraud*), costruita come divieto generale attorno alla *Section 10* del *Securities Exchange Act* del 1934¹⁶² e

¹⁶¹ Come efficacemente espresso da MAZZONI (2002), p. 235, l'approccio americano non impone preliminarmente di considerare se una regola generale, quale è il nostro art. 2043 c.c., sia applicabile – ed entro quali limiti – ad una determinata condotta, ma di: “individuare in quale “casella” di illecito tipizzato della normativa speciale, primaria o secondaria, può essere collocato il comportamento (...) rispetto al quale ci si pone di volta in volta l'interrogativo”.

¹⁶² La disposizione legge: “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities

alla *Rule 10.5* della S.E.C. emanata in attuazione della prima¹⁶³. Sulla base di questa normativa la S.E.C. vigila sul mercato ed esercita la propria potestà sanzionatoria e gli investitori possono avanzare azioni private, le c.d. *securities class actions*, per ottenere il risarcimento del danni o l'annullamento della transazioni abusive¹⁶⁴.

In particolare, la regola consente di considerare responsabili coloro che consapevolmente (requisito c.d. dello *scienter*)¹⁶⁵ diffondono informazioni false ovvero violano un obbligo di fornire informazioni relativamente ad un titolo o ad un emittente o ancora pongono in essere manipolazioni o condotte fraudolente. La responsabilità è nei confronti di chiunque abbia venduto o comprato il titolo, subendo un danno patrimoniale¹⁶⁶. Si tratta, pertanto, di una norma che tutela le

exchange (...) (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors”.

¹⁶³ La *Rule 10b-5*, emanate dalla SEC ai sensi della sopracitata Section 10 del 1934 Act, vieta: “(a) [t]o employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) [t]o make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact . . . , or (c) [t]o engage in any act, practice or course of business which operates or would operate as a fraud ordered upon any person, in connection with the purchase or the sale of any security”.

¹⁶⁴ Cfr. ROWLEY (2007): “A plaintiff who prevails on a claim of securities fraud in violation of Section 10(b) and/or Rule 10b-5 may recover actual damages, generally equal to the plaintiff’s ‘out-of-pocket’ losses [ossia i danni computati come differenza tra il prezzo di acquisto o di vendita del titolo ricevuto o corrisposto dall’attore ed il suo “true value”, ossia il valore che avrebbe avuto il titolo se la frode non fosse stata compiuta], although in some instances designed, instead, to give the plaintiff the ‘benefit of the bargain’ or some other equitable measure of actual damages. Actual damages are subject to the new ‘look back’ period added to § 15 U.S.C.A. § 78u-4(e) by the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (...). In lieu of actual damages, a Section 10(b) and/or Rule 10b-5 plaintiff may seek: (1) rescission, or cancellation, of the underlying transaction or agreement to purchase (or sell); (2) restitution, in order to prevent the defendant from being unjustly enriched; and/or (3) injunctive relief.”

¹⁶⁵ La consapevolezza è comunque un concetto diverso da quello di dolo, le corti infatti ritengono provato tale elemento soggettivo anche in ipotesi di colpa grave; cfr. NEAS (2007), p. 354: “courts have overwhelmingly adopted the position that recklessness is sufficient to impose liability under Rule 10b-5” e in nt. 56: “The Tenth Circuit has defined recklessness as “an extreme departure from the standards of ordinary care, and which presents a danger of misleading buyers or sellers that is either known to the defendant or is so obvious that the actor must have been aware of it.”

¹⁶⁶ Sulla base della giurisprudenza in essere al 2007 ROWLEY (2007) ricostruisce l’onere probatorio a carico dell’attore come segue: “To establish a prima facie case of securities fraud based upon [a misrepresentation,] an omission or failure to disclose in violation of Section 10(b) and/or Rule 10b-5, the plaintiff must plead and prove that: (1) the defendant [misrepresented,] omitted or failed to disclose certain information; (2) the [misrepresentation or the] omission concerned one or more material fact(s); (3) the defendant made the [misrepresentation or the] omission knowingly, or with reckless disregard for the truth thereof, and with the intent to deceive or defraud; (4) the defendant made the [misrepresentation or the] omission “in connection with” a purchase or sale of securities; (5) the defendant made the omission [misrepresentation or the] by means of the mails or some other device or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange; (6) the defendant owed the plaintiff a duty to disclose [questo onere probatorio deve essere soddisfatto solo in caso di condotta omissiva e non della misrepresentation]; (7) [the plaintiff relied upon defendant’s misrepresentation; and, as a consequence of plaintiff’s reliance, purchased (or sold) the security in question, or] the omission created a material misimpression, which induced the plaintiff to purchase (or sell) the security at issue; and (8) the defendant’s material [misrepresentation or] omission proximately caused plaintiff to suffer some monetary damage. Where the plaintiff alleges a fraudulent omission, the plaintiff is not required to plead or prove her reliance on defendant’s omission; rather, a plaintiff seeking to recover damages caused by a material omission need only demonstrate that the omission created a material misimpression regarding the facts at issue”.

negoziazioni sul mercato secondario ed è certamente quella più utilizzata dagli investitori nelle *class-action* americane¹⁶⁷. Particolarmente, è riconosciuto che la tipica motivazione alla base della commissione di una *securities fraud* è lo sfruttamento dei conflitti di interessi da parte dei gestori della società o più in generale degli operatori di mercato¹⁶⁸.

L'esercizio dell'azione risarcitoria è facilitato dalla teoria c.d. della *fraud on the market*: per ricevere ristoro gli investitori non devono provare la c.d. *reliance*, ossia di aver fatto concreto affidamento sull'informazione falsa, in quanto – considerato il funzionamento del mercato mobiliare – si può ritenere che detta informazione sia stata riflessa nel prezzo del titolo attraverso l'incrocio di domanda ed offerta¹⁶⁹. Pertanto, la teoria si risolve in una presunzione relativa secondo cui gli operatori di mercato, nell'assumere le proprie decisioni di investimento o disinvestimento, tengono in considerazione tutte le informazioni disponibili (comprese quelle che in un secondo momento si rivelino non veritiere)¹⁷⁰.

¹⁶⁷ I casi che più usualmente ricadono nella disciplina sono: (i) informazioni false o fuorvianti fornite da una parte all'altra al fine di indurla a concludere un contratto di compravendita di un titolo; (ii) manager che induce la società di appartenenza a concludere un'operazione svantaggiosa; (iii) omesse, fuorvianti o false informazioni fornite dalla società al mercato in modo da mantenere o elevare il corso dei titoli (caso più comune); (iv) utilizzo di informazioni confidenziali in operazioni di *insider trading*; (v) utilizzo di informazioni confidenziali da parte di terzi che ne siano venuti a conoscenza (c.d. *outside trading*); (vi) controversie tra intermediari e clienti; cfr. SEGATO (2006), p. 426. In effetti, proprio in ragione dell'ampiezza dell'ambito di applicazione della norma e del numero di azioni esercitate a titolo di *securities fraud* il legislatore statunitense ha nel 1995 introdotto il *Private Securities Litigation Reform Act*, che ha reso più pesante l'onere probatorio a carico dell'attore, particolarmente in relazione al nezzo eziologico tra la frode ed il danno, così da scoraggiare azioni temerarie, e favorito un maggior coinvolgimento degli investitori istituzionali nell'esercizio delle *class action*.

¹⁶⁸ Cfr. ARLEN, CARNEY (1992), pp. 702-703 e COFFEE (2005), p.

¹⁶⁹ A partire dal caso *Basic Inc. v. Levinson* del 1988 (485 U.S. 224, 241-47) le corti federali statunitensi hanno abbracciato la *fraud-on-the-market theory* basata sull'*efficient market hypothesis* secondo cui: "*the market price of shares traded on well-developed markets reflects all publicly available information, and, hence, any material misrepresentations. Because: '[a]n investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price, [and] [b]ecause most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action'. This presumption, however, may be rebutted: 'Any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and (...) the price received (or paid) by the plaintiff (...) will be sufficient to rebut the presumption of reliance'" (Basic, 485 U.S. at 246, 108 S. Ct. at 991). Il caso è trattato in dettaglio in SAKS (1991).*

¹⁷⁰ La letteratura in materia di frode finanziaria e teoria della *fraud on the market* è evidentemente molto ampia, si vedano per tutti i contributi di SCUDDER (1997); SAKS (1991); CRONIN, EVANSBURG, RAE GARFINKLE-HUFF, (2001); ROWLEY (2007); in letteratura italiana cfr. LORDI (2005), p. 353 ss. Giurisprudenza recente è citata in WOOD, ROSENMAN (2007) Anche le *class action* condotte successivamente agli scandali finanziari del 2001 sono state esercitate ai sensi della Section 10 e della Rule 10b. Le azioni sono state esercitate anche nei confronti delle banche, accusate dagli investitori di aver posto in essere "*fraudulent schemes/deceptive acts*" (ossia ai sensi delle lett. (a) e (c) della Rule 10.b) e pertanto responsabili a titolo di frode. Il 19 marzo del 2007 la corte d'appello del V circuito ha annullato la decisione di primo grado della Federal District Court of Houston relativa al caso Enron che condannava le banche (Credit Suisse First Boston, Merrill Lynch & Co. Inc. e Barkleys Bank PLC) al risarcimento dei danni, sostenendo che la condotta di "*aiding and abetting the Enron's fraud*" non è sufficiente a fondare un titolo di responsabilità primaria per *securities fraud*. In particolare, la Corte – interpretando restrittivamente la nozione di frode – ha ritenuto che: "*secondary actors (such as the investment banks involved in this case) who act in concert with the issuers of publicly-traded securities in schemes to defraud the investing public cannot be held liable as primary violators of Section 10(b) or Rule 10b-5 unless they (1) directly made public misrepresentations; (2)*

La nozione di “frode finanziaria”, affiancata alla “teoria della frode sul mercato”, opera nel diritto statunitense quale valvola di chiusura, come clausola generale applicabile in via residuale a tutte le aeree grigie difficilmente classificabili o riconducibili ad una delle violazioni tipizzate¹⁷¹. Si comprende allora come la prospettiva centrale da cui muovono le valutazioni della S.E.C. in merito alle variegate vicende che hanno caratterizzato gli scandali finanziari fa riferimento *in primis* a tale concetto. Il tema della frode è negli Stati Uniti la nozione di riferimento sulla quale si è focalizzato di riflesso il dibattito anche a livello internazionale¹⁷².

Le osservazioni che precedono permettono di considerare con maggiore consapevolezza come la tematica analizzata nel rapporto del Comitato Tecnico è estremamente vasta e riguarda a tutto campo i vari profili di illegittimità ed abusi che hanno caratterizzato i crack finanziari. In questo amplissimo contesto di riferimento, il *Report* individua sette settori giudicati particolarmente critici:

- (i) la *corporate governance* ed in particolare: (a) il ruolo degli amministratori indipendenti, (b) la tutela delle minoranze azionarie e (c) il conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate;

owe to the issuer's shareholders a duty to disclose; (3) directly 'manipulate' the market for the issuer's securities through practices such as wash sales or matched orders”. Allo stato il caso è pendente in terzo grado davanti alla Corte Suprema; la decisione rappresenterà un contributo fondamentale nell'individuazione dell'esatto perimetro della nozione di *securities fraud* e della responsabilità delle banche. Sul tema cfr. il recente lavoro di PRENTICE (2007) dove si critica anche in chiave storica l'interpretazione restrittiva della normativa antifrode condotta recentemente dalle corti di primo e secondo grado.

¹⁷¹ Si noti come costituiscono violazione della Section 10(b) e della Rule 10b-5 anche le condotte di abuso di mercato; cfr. EASTERBROOK, FISCHER (1991), p. 266 ss.; KANAREK, COLLIER (2004), che peraltro sottolineano come la regolamentazione della frode in Europa sia fenomeno recente, frutto della internazionalizzazione dei mercati finanziari e della pressione statunitense alla convergenza.

¹⁷² In diritto italiano manca una disposizione di chiusura di tal fatta, in quanto il principio della responsabilità aquiliana, proprio per il suo carattere trasversale, non è in grado di svolgere nel nostro sistema mobiliare la stessa funzione di regola residuale specifica del diritto finanziario che tipicamente realizza nell'ordinamento statunitense. Inoltre, in mancanza di una presunzione analoga alla frode sul mercato, la responsabilità aquiliana non favorisce affatto la “cattura” delle condotte opportunistiche (non tipizzate) peculiari del mercato finanziario, bensì finisce per riproporre nello specifico settore mobiliare le stesse difficoltà applicative riscontrabili in altre aree e derivanti dall'esigenza di provare: (i) l'ingiustizia del danno, (ii) l'elemento psicologico del dolo o della colpa ed (iii) il nesso di causalità. Sono assenti infine in Italia meccanismi che consentano l'aggregazione delle domande di risarcimento da parte degli investitori, pertanto il problema dell'azione collettiva non sono affrontati. Di conseguenza, mancano nel nostro ordinamento istituti che favoriscono l'esercizio dell'azione civile e del monitoraggio decentrato del mercato. In realtà, questa prospettiva è caratteristica comune anche ad altri paesi di *civil law* ed anzi è quella prevalente in Europa, dove al metodo dell'*enforcement* privato si preferisce un approccio incentrato alla regolazione pubblica del mercato. Una parte della nostra dottrina, v. particolarmente PERRONE (2006), p. 183 ss., prendendo spunto dalla teoria della frode sul mercato, ha recentemente tentato di trovare argomenti atti a raggiungere anche per il nostro ordinamento risultati analoghi a quelli statunitensi. Mi sembra, tuttavia, improprio o quantomeno azzardato pretendere di importare nel nostro paese teorie e logiche che si sono sviluppate e trovano una giustificazione nell'ambito di un mercato finanziario strutturalmente differente dal nostro, sia sotto il profilo della dimensione che, soprattutto, dell'efficienza.

- (ii) il ruolo dei revisori contabili e l'efficacia degli standard di revisione, inclusa la questione dell'indipendenza dei revisori;
- (iii) l'efficacia dell'informazione al mercato con riferimento agli emittenti titoli diffusi;
- (iv) la trasparenza del mercato secondario dei titoli obbligazionari, inclusa la qualità e quantità di informazioni disponibili ed il meccanismo di formazione dei prezzi;
- (v) l'uso di strutture societarie complesse, quali gli “*special purpose vehicles*” e strutture di controllo piramidali;
- (vi) il ruolo degli intermediari mobiliari e dei c.d. *gatekeepers*, come le banche di investimento ed i *broker-dealer* ed in particolare gli obblighi di comportamento nei confronti degli investitori;
- (vii) il ruolo del settore privato nell'analisi delle informazioni, come gli analisti finanziari e le agenzie di *rating*.

Il documento contiene un esame puntuale di ciascuna delle questioni nevralgiche emerse a seguito delle frodi e fornisce numerosi spunti di riflessione di cui si darà conto nel prosieguo di questo lavoro. L'iniziativa dello IOSCO, insomma, rappresenta uno sforzo intelligente di “fare il punto della situazione” guardando al futuro, seguendo una logica costruttiva e propositiva. Il *Report*, infatti, contiene una lunga serie di indicazioni interessanti (sebbene chiaramente di carattere autoreferenziale) circa le azioni da intraprendere per rafforzare il sistema finanziario attuale.

Tali azioni sono principalmente riconducibili a tre filoni, ossia:

- (a) la promozione degli standard IOSCO tra i propri membri attraverso *survey*, l'uso di *benchmark* e la prestazione di assistenza tecnica da parte dello IOSCO;
- (b) la conferma della centralità del MMoU come strumento di cooperazione internazionale; e
- (c) l'individuazione di paesi non cooperativi maggiormente problematici (c.d. centri *off-shore*) al fine di stabilire con essi un dialogo per porre rimedio alle insufficienze a livello di collaborazione internazionale emerse in occasione degli scandali finanziari.

Il *Report* tuttavia non manca di presentare passaggi ambivalenti che, mi pare, si pongano in aperta contraddizione con il tenore generale del documento ed il contesto nel quale è stato elaborato. In particolare, per un verso si riconosce che la frode è un fenomeno destinato a verificarsi non solo nell'ambito di una limitata cerchia di giurisdizioni, ma in tutti i mercati, comprese le piazze finanziarie più importanti, ove gli standard internazionali sono già ampiamente vigenti. Per un altro verso, la conclusione a cui si giunge all'esito di tale osservazione è, tutto sommato, in controtendenza rispetto all'ottimismo espresso nell'universalismo del *Washington Consensus* prima e nella *New Financial Architecture* poi. Basti citare il seguente paragrafo:

“In conclusion, the Technical Committee notes that even the highest quality regulatory standards, fully implemented and enforced, cannot eliminate financial fraud. Financial fraud hurts investors and damages the integrity of our markets. It takes the constant vigilance of all stakeholders – issuers, investors, auditors, analysts, market operators, market intermediaries, regulators and other enforcement agencies – to minimize such market misconduct. IOSCO is committed to working with all parties to better protect the integrity of global capital markets”.

In questo passaggio del *Report* si giunge ad attestare una sorta di ineluttabilità della frode finanziaria, qualificata come un fenomeno ineliminabile anche nella vigenza delle più appropriate delle regole. La fiducia nella norma – cavallo di battaglia della NFA che ha animato tutte le iniziative dello IOSCO come *standard setter* – improvvisamente implode: la regolamentazione diventa mero pagliativo di un problema di devianza di per sé invincibile.

A ben vedere, tuttavia, quella sopraccitata appare un'osservazione per un verso superflua, perché ciò che “scandalizza” degli “scandali” finanziari non è tanto il verificarsi in sé di un comportamento fraudolento, che è di certo ineliminabile, quanto l'entità della devianza, la sua durata, la facilità con cui è stata perpetrata nonostante l'esistenza (divenuta talvolta connivenza) di numerosi meccanismi di controllo, di natura sia privata che pubblica. Per altro verso è un'osservazione necessitata, se solo si considera che il *Report* è stato elaborato proprio dai due paesi maggiormente travolti dagli episodi di frode e che mai avrebbero potuto ammettere in una sede ufficiale un qualsivoglia concorso di colpa. L'ineluttabilità, insomma, come *scusatio* per le autorità coinvolte e le giurisdizioni di appartenenza.

5.4 *Le iniziative successive al Report IOSCO sulle frodi finanziarie*

Successivamente all'emanazione del *Report*, lo IOSCO ha avviato le iniziative volte ad esplicitare gli standard esistenti. Ciò è intervenuto attraverso iniziative ed ulteriori documenti elaborati dalla *Technical Committee* (composto come si è detto dai soli rappresentanti delle autorità di vigilanza delle economie più sviluppate) al fine di integrare ed esplicitare gli standard già esistenti conformemente alle priorità stabilite nel *Report* sulle frodi finanziarie, nonché di condurre *survey* particolarmente in materia di corporate governance e revisione contabile.

Fondamentali sono i seguenti documenti emanati dal Comitato Tecnico: la *best practice* volta a scoraggiare le pratiche di *market timing* con riferimento alle gestioni collettive del risparmio (ottobre 2005); il *Report* sulla funzione di controllo interno degli intermediari del mercato mobiliare (marzo 2006); i principi di governance applicabili alle gestioni collettive (Parte I: giugno 2006 – Parte II: febbraio 2007); la *Survey* a fini comparativi sulla regolamentazione degli *hedge funds* (novembre 2006); la *Survey* sulla regolamentazione dell'attività di revisione contabile (condotta congiuntamente con l'*Emerging Markets Committee* – gennaio 2007); la *Survey* condotta insieme all'OCSE sulla figura degli amministratori indipendenti delle società quotate (marzo 2007); i Principi concernenti il regime di trasparenza applicabile in occasione di offerte *cross-border* di titoli di debito (marzo 2007); il *Report* sull'uso di *special purpose entities* (aprile 2007). Sono inoltre in corso di finalizzazione i report su: l'uso delle *soft commission*; la gestione dei conflitti di interessi da parte degli intermediari mobiliari in caso di offerta di titoli; la trasposizione del codice di condotta delle agenzie di *rating*; i principi per la valutazione dei portafogli degli *hedge fund*; la protezione degli azionisti di minoranza¹⁷³.

Da quanto precede emerge come l'impegno del Comitato Tecnico dello IOSCO vada sempre più ampliandosi sino a coprire gli aspetti più delicati e controversi della regolamentazione del mercato mobiliare, mostrando un'attenzione capillare per i problemi individuati a seguito degli scandali finanziari o che di volta in volta emergono come i più scottanti sul panorama internazionale¹⁷⁴. Il contenuto estremamente dettagliato dei sopraccitati

¹⁷³ Una panoramica delle attività attualmente in corso di svolgimento da parte del Comitato Tecnico dello IOSCO è nel *Consultation Report* del marzo 2007 "An Overview of the Work of the IOSCO Technical Committee", su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD239.pdf>.

¹⁷⁴ Di recente ad esempio è stata lanciata una nuova iniziativa volta a fronteggiare le problematiche emerse a seguito della crisi sul mercato dei mutui ipotecari statunitense; cfr. *Press release "IOSCO Launches Task Force on Recent Market Events"* dell'8 novembre 2007.

documenti fa sì che essi rappresentino qualcosa di più di semplici interpretazioni delle precedenti raccomandazioni: ne costituiscono senz'altro uno sviluppo ulteriore. Ancora una volta, iniziative intraprese da pochi Stati finiscono per contribuire in modo informale e tempestivo alla creazione di nuovi standard funzionali a reagire con prontezza agli imprevisti del mercato ed alle contingenze del momento.

Per quanto concerne i paesi non cooperativi, successivamente al *Report* sulle frodi finanziarie lo IOSCO ha intrapreso numerose iniziative tutt'oggi in corso di svolgimento. Innanzitutto, il 3 febbraio 2005 lo IOSCO ha annunciato di aver dato inizio ad un programma volto a rafforzare l'efficacia della cooperazione internazionale tra le autorità di vigilanza del settore mobiliare. In particolare, lo IOSCO ha confidenzialmente individuato un numero di giurisdizioni ritenute particolarmente problematiche alla luce degli ostacoli alla collaborazione transfrontaliera ed ha iniziato con esse un dialogo in forma riservata, così da favorire il rispetto dei criteri e delle previsioni contemplati nello IOSCO MMoU¹⁷⁵. L'obiettivo è di favorire attraverso un approccio pragmatico il superamento degli ostacoli che paesi come gli Stati Uniti e l'Italia avevano sperimentato nel corso delle indagini intervenute in seguito agli scandali finanziari¹⁷⁶ in ragione del rifiuto o talvolta della mera incapacità delle autorità di vigilanza dei paesi *off-shore* di prestare l'assistenza richiesta, vuoi per mancanza dei necessari poteri o risorse, vuoi per il regime di esenzioni applicabili alle società ivi incorporate che favorisce un'intensa opacità informativa.

Si noti come nella risoluzione del Comitato dei Presidenti del 6 aprile 2005 lo IOSCO ha stabilito che, considerato il carattere transfrontaliero delle frodi finanziarie, l'MMoU deve costituire un *benchmark* per la cooperazione internazionale in materia di *enforcement* da esportare anche nei confronti di paesi non associati allo IOSCO, con ciò costruendo più sicure basi per giustificare il

¹⁷⁵ Il carattere riservato dell'iniziativa rende al momento impossibile individuare gli Stati nei cui confronti il dialogo è in corso di svolgimento e le modalità dello stesso.

¹⁷⁶ Sull'uso di veicoli costituiti presso paesi non cooperativi negli scandali finanziari nostrani al fine di creare opacità e facilitare la conclusione di operazioni fraudolente cfr. ONADO (2003); MIOLA (2005); MALAGUTTI, ONADO (2005), p. 541. Si richiama in particolare che, come evidenziato dal Presidente della Consob Lamberto Cardia nel corso dell'audizione di fronte alle Camere riunite tenutasi il 20 gennaio 2004 nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla tutela del risparmio: "*Messi sotto pressione dalla Consob, il Collegio dei sindaci e i revisori hanno fornito informazioni atte a far emergere dalle pieghe nascoste del bilancio Parmalat il ruolo della Bonlat Financing Corporation, ovvero – come poi è apparso – un perno importante della truffa che sta venendo a galla nella sua reale dimensione. La Bonlat è una società controllata da Parmalat, con sede alle Isole Cayman nel Mar dei Caraibi. Come sembra emergere dalla ricostruzione dei fatti alla quale lavorano i Magistrati inquirenti, gli stessi dirigenti della Parmalat consideravano la Bonlat come una sorta di 'discarica', in cui nascondere le perdite accumulate dal gruppo. (...) Dalla documentazione acquisita è venuta alla luce, inoltre, l'esistenza del fondo d'investimento Epicurum, con sede alle Isole Cayman, in cui Bonlat dichiarava di aver investito oltre 500 milioni di euro*".

dialogo con paesi ritenuti non cooperativi, ma non ancora membri dello IOSCO¹⁷⁷.

Infine, in sede di *Financial Stability Forum* l'attività dello IOSCO ha ricevuto un miglior coordinamento con le altre iniziative in corso nel medesimo settore. Si richiama, a tale riguardo, come anche il FSF aveva intrapreso congiuntamente con il FMI un programma di azione nei confronti di 42 *off-shore centers* (OFCs) volto a fare pressione affinché tali giurisdizioni si sottoponevano agli esercizi del FSAP/ROSC. Il programma aveva evidenziato come gli ordinamenti off-shore non fossero in linea con le raccomandazioni degli standard internazionali e ponessero gravi ostacoli alla cooperazione internazionale. Di conseguenza, nel 2005 il FSF ha ritenuto opportuno demandare agli standard setter – IOSCO, BCBS, IAIS – la predisposizione di azioni volte migliorare la collaborazione con tali paese ed ha riconosciuto l'adequazione delle iniziative intraprese a questi fini dallo IOSCO¹⁷⁸.

Allo stato, il FSF svolge la funzione di coordinare le attività degli standard setter con quelle del FMI e di definire sulla base delle informazioni ricevute dalle istituzioni coinvolte i futuri interventi in materia. In particolare, nel settembre 2007 il FSF ha emesso un *press release* in cui si riconosce la necessità di continuare nelle iniziative in corso, in quanto – nonostante i risultati positivi sinora osservati dal FMI – alcuni membri hanno evidenziato la permanenza nei confronti di talune giurisdizioni di problemi di cooperazione e di vuoti informativi¹⁷⁹.

5.5 La valutazione di congruenza agli standard. Rinvio

Anche a voler partire dall'ovvia considerazione che episodi fraudolenti accadono in ogni settore dell'economia e a maggior ragione rappresentano uno dei rischi tipici di sistemi finanziari aperti, resta ferma l'osservazione (che è poi la ragione stessa che giustifica i lavori dello IOSCO e la redazione del *Report*) che regole giuridiche inadeguate possono consentire, facilitare e persino favorire la commissione di attività criminose.

¹⁷⁷ Si legge nella Risoluzione, p. 2: “*Cross-border financial frauds know no frontiers and IOSCO must push forward in identifying obstacles that prevent enforcement cooperation and exchange of information within its membership and with non-member securities regulators. (...) It is now time to endorse the IOSCO MOU as the international benchmark for enforcement related cooperation and exchange of information and to move forward with its implementation both within and outside the IOSCO membership*”.

¹⁷⁸ Cfr. i FSF *Press release* del 9 settembre 2004 e soprattutto dell'11 marzo 2005 relativo alle iniziative nei confronti degli OFCs decise nel meeting tenutosi a Tokyo (v. www.fsforum.org).

¹⁷⁹ Il *press release* è disponibile on-line alla pagina www.fsforum.org/press/press_release_ofc20_2007e.pdf.

Allora, su quale base si esclude che i crack finanziari nostrani possano essere stati incentivati da una legislazione nazionale non pienamente in linea con gli standard internazionale e con logiche di mercato aperto? Sino a che punto corrisponde al vero l'affermazione che l'Italia ha compiutamente recepito ed applicato quei codici di condotta da essa stessa promossi a livello internazionale? Quanto eventuali incongruenze potrebbero aver influito nell'aumentare il rischio di abusi?

L'esigenza di trovare una risposta alle precedenti domande si appalesa quanto più si riflette sulla circostanza che, storicamente, l'Italia si caratterizza per avere avuto un sistema ad economia mista, caratterizzato da una forte presenza dello Stato e dell'intervento amministrativo nell'economia¹⁸⁰ e dunque assolutamente lontano dalle filosofie liberiste che impregnano la *New Financial Architecture* e gli standard internazionali. In questo contesto, un giudizio di congruenza dell'ordinamento italiano con quelle oggi identificate come le "migliori prassi internazionali" risulta essere ancora meno scontato.

I successivi capitoli si prefiggono appunto di affrontare tali questioni, comparando la normativa italiana con le vigenti raccomandazioni internazionali nel settore mobiliare. La comparazione sarà circoscritta alla disciplina del conflitto di interessi, in quanto a seguito degli scandali finanziari è questa la tematica emersa quale snodo nevralgico del sistema¹⁸¹.

Di fatto, come si avrà modo di considerare nel prosieguo, il conflitto di interessi può ingenerare forti incentivi a mettere in atto comportamenti opportunistici a danno degli investitori. Ciò vale particolarmente in presenza di asimmetrie informative, caratteristiche – come si esplicherà più ampiamente nel successivo capitolo – dei mercati finanziari. Considerato che nell'attuale assetto dei mercati mobiliari sia i conflitti che le asimmetrie informative sono fenomeni endemici, una regolamentazione che affronti la problematica in termini rigorosi diviene centrale al fine di mantenere quella fiducia verso gli operatori di mercato in assenza della quale i meccanismi della finanza non possono operare.

In effetti, a seguito degli scandali finanziari è emersa chiaramente l'esigenza di assoggettare anche gli ordinamenti dei Paesi Industrializzati ad una valutazione

¹⁸⁰ Sul tema si veda ampiamente VISENTINI.

¹⁸¹ Riconosce, ad esempio, l'OCSE che: "One of the most striking lessons of recent years is that conflicts of interest are widespread and can often lead to behaviour detrimental to shareholders, investors and stakeholders" (da *Policy Brief*, agosto 2004, p. 4, disponibile su www.oecd.org).

di congruenza con gli standard internazionali e di metterli al vaglio delle procedure di FSAP e ROSC¹⁸².

Anche l'Italia è stata recentemente sottoposta a questo tipo di analisi da parte del FMI¹⁸³. Le aree disciplinari su cui la valutazione di congruenza è stata effettuata sono: (1) l'antiriciclaggio e la lotta al terrorismo, (2) la vigilanza bancaria, (3) la diffusione di dati finanziari, (4) la trasparenza in materia fiscale, (4) la vigilanza assicurativa, (5) la trasparenza delle politiche monetarie e finanziarie, (6) i sistemi di pagamento, (7) la regolamentazione dei valori mobiliari¹⁸⁴.

Le conclusioni del Fondo sono state complessivamente positive, con raccomandazioni concernenti per lo più la materia dell'antiriciclaggio e la vigilanza bancaria¹⁸⁵. Nel settore dei valori mobiliari, le osservazioni del FMI si sono concentrate sulla questione della trasparenza delle emissioni bancarie, ove è stata sollecitata l'applicazione della normativa generale sui prospetti, e della vigilanza sugli intermediari, che richiederebbe secondo il FMI un uso maggiormente sistematico delle ispezioni in loco, particolarmente per garantire un maggior rispetto da parte delle banche degli obblighi di informazione in favore degli investitori.

Tuttavia, da una lettura del *Report* emerge che il tema del conflitto di interesse è stato trattato con estrema superficialità, se non pressoché tralasciato. Vi si accenna unicamente nell'analisi del principio 23 degli *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, ai sensi del quale gli intermediari dovrebbero rispettare regole organizzative e comportamentali tali da assicurare la protezione degli interessi dei propri clienti. L'Italia è stata valutata adempiente al principio in base alla semplice presa d'atto che tra gli obblighi imposti agli intermediari del mercato mobiliare la legge italiana contempla l'adozione di misure organizzative interne, quali i c.d. *chinese wall*, idonee a "mitigare" il

¹⁸² Persino gli Stati Uniti hanno deciso di sottoporsi al vaglio del FMI, limitatamente tuttavia ai temi della trasparenza fiscale (il *Report* è pubblicato su internet all'indirizzo www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2003/cr03243.pdf) e dell'antiriciclaggio ed antiterrorismo (www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06432.pdf).

¹⁸³ Gli esiti dell'analisi sono contenuti nell'*IMF Country Report* N. 06/112 del marzo 2006, disponibile presso il sito www.imf.org.

¹⁸⁴ Per quanto concerne la *corporate governance*, la materia è stata trattata solo incidentalmente nel *Report* concernente la regolamentazione dei valori mobiliari. Le conclusioni raggiunte dal Fondo sono nel par. 52 ("*Corporate governance and investor protection*") ove, previo riconoscimento che la normativa di tutela degli investitori è persino più stringente di quanto richiesto negli standard internazionali, si identificano i fenomeni dell'elevato grado di concentrazione proprietaria, delle partecipazioni reciproche e delle strutture piramidali quali ostacoli all'effettivo esercizio dei diritti da parte dei soci di minoranza. I *Report* sono disponibili presso il sito del FMI al seguente indirizzo: www.imf.org/external/country/index.htm.

¹⁸⁵ Le raccomandazioni si sono particolarmente concentrate, per quanto concerne il settore bancario, sulla questione della *governance* della Banca d'Italia e della trasparenza nella vigilanza bancaria.

conflitto. Motivazione che appare non solo scarsamente esplicativa, ma addirittura tautologica, considerato che lo scopo di tutto l'esercizio del FSAP non è tanto quello di verificare semplicisticamente la presenza o meno di una normativa, quanto di valutarne in concreto l'effettiva rispondenza agli standard internazionali.

Ci sembra allora che un'analisi comparativa di dettaglio sulla congruenza della disciplina nostrana in materia di conflitto di interessi nel settore mobiliare alle raccomandazioni di *best practice* si faccia particolarmente opportuna e stimolante.

CAPITOLO I

STANDARD INTERNAZIONALI: GENESI, PRODUZIONE ED EFFICACIA

1.	Premessa	8
2.	Cooperazione sul piano politico: liberalizzazione e sviluppo dei mercati finanziari.....	16
2.1	La crisi del regime dei cambi fissi.....	16
2.2	<i>Washington Consensus</i> , neoliberalismo e globalizzazione.....	19
2.3	Le crisi finanziarie degli anni '90.....	22
2.4	La concertazione politica: i raggruppamenti di Stati	24
2.5	La nascita della <i>New Financial Architecture</i>	27
3.	Convergenza sul piano tecnico-normativo: gli standard internazionali.....	29
3.1	Il <i>Financial Stability Forum</i> ed il Compendio di standard internazionali	29
3.2	Gli IOSCO <i>Objectives and Principles of Securities Regulation</i>	33
3.3	Gli OECD <i>Principles of Corporate Governance</i>	37
3.4	Gli obiettivi politici riflessi negli standard internazionali	39
4.	Il piano della trasposizione: efficacia e diffusione degli standard internazionali	41
4.1	Standard come fonti di <i>soft law</i> internazionale.....	41
4.2	Tecnica redazionale ed approccio funzionale.....	47
4.3	Incentivi “ <i>soft</i> ” all’adozione degli standard internazionali.....	48
4.4	La diffusione attraverso il FMI e la BM: il FSAP/ROSC.....	50
5.	Le iniziative internazionali a fronte dei recenti scandali finanziari.....	55
5.1	Proliferazione di ulteriori standard	55
5.2	Il rafforzamento della cooperazione internazionale in ambito IOSCO.....	57
5.3	Un esempio di circolazione di macronozioni nel settore mobiliare: il concetto di <i>securities fraud</i> e il piano d’azione contenuto nel Report IOSCO del 2005	61
5.4	Le iniziative successive al Report IOSCO sulle frodi finanziarie.....	68
5.5	La valutazione di congruenza agli standard. Rinvio.....	70

CAPITOLO II

FRODI FINANZIARIE E CONFLITTO DI INTERESSI DEGLI INTERMEDIARI MOBILIARI NEI RAPPORTI CON LA CLIENTELA

1. Definizione del problema e tassonomie

1.1 La funzione dei mercati finanziari intermediati ed il modello di agenzia

Per comprendere e valutare la questione dei conflitti d'interesse degli intermediari mobiliari è utile effettuare una breve analisi preliminare sul ruolo del mercato finanziario intermediato nell'economia contemporanea e sul concetto di conflitto di interessi alla luce dello strumento analitico fornito dal modello principale-agente¹.

Nel contesto di specializzazione produttiva che caratterizza l'odierno capitalismo, la finanza svolge la funzione di permettere alle imprese la raccolta di disponibilità economiche presso il pubblico, ossia di quella parte di reddito prodotto con il lavoro, o tratto dalle rendite, e non consumato. Il capitale trasferito dai risparmiatori viene poi impiegato dalle imprese in investimenti (auspicabilmente) produttivi, che consentono la creazione di nuova ricchezza (reddito nazionale). Sotto un profilo macro-economico, tali investimenti costituiscono l'essenziale fattore propulsivo della crescita di un paese, da cui l'importanza della finanza nello sviluppo dell'economia reale².

In termini micro-economici, il processo di raccolta del capitale interviene principalmente mediante il canale bancario e quello mobiliare, in concorrenza tra

¹ Cfr. Introduzione.

² Una relativamente recente analisi economica ha quantificato il beneficio che scaturirebbe in termini di crescita economica dei paesi europei dalla integrazione dei mercati finanziari in un incremento del PIL di un punto percentuale. Si veda LONDON ECONOMICS, *Quantification of macro-economic impact of EU financial markets*, London, 2002, disponibile sul sito della Commissione Europea. Si veda inoltre nello stesso senso il recente studio di GUIISO, JAPPELLI, PADULA, PAGANO. In termini generali, si vedano ONADO (2000), BLACK (2001), ESCHENBACH. La relazione tra mercati finanziari ed economia reale è stata teorizzata sin dal 1911 da SCHUMPTER. Tuttavia, sotto il profilo scientifico, è doveroso precisare che la direzione del nesso di causalità tra miglioramento del sistema finanziario e crescita reale è tutt'altro che pacifica. Gli economisti, infatti, non sono riusciti a stabilire con certezza quale dei due fattori rappresenti la causa e quale l'effetto. Sul punto, con ricca indicazione dei riferimenti bibliografici, si vedano FOHLIN, p. 3. Per una ricognizione della letteratura economica italiana che a partire dalla fine degli anni '70 si è occupata della relazione tra sviluppo dei mercati finanziari e crescita reale v. CAPOLUPO, CELI (2004).

loro. Nell'ambito della prima modalità di raccolta, i risparmiatori depositano i propri fondi presso un'istituzione bancaria che ne diventa proprietaria, confidando di ottenerne la restituzione in qualunque momento, in forza di un credito liquido ed esigibile. E' un fenomeno che potrebbe definirsi di "affievolimento" del diritto di proprietà in un diritto di credito, a fronte del quale i risparmiatori ricevono dalle banche interessi e/o prestazione di servizi di pagamento. Le banche, a loro volta, mediante il meccanismo di trasformazione delle scadenze, rendono disponibili alle imprese i fondi raccolti a breve presso il pubblico attraverso finanziamenti di medio-lungo periodo, lucrando interessi. Con l'intermediazione bancaria la raccolta del risparmio interviene in modo indiretto, nel senso che la posizione dei risparmiatori si mantiene distinta da quella degli imprenditori in ragione di una catena di rapporti per cui i primi divengono creditori degli intermediari e questi, a loro volta, creditori o soci degli imprenditori³.

L'Italia – similmente agli altri paesi dell'Europa continentale – si è ispirata all'archetipo "bancocentrico" appena descritto, fortemente orientato agli intermediari bancari ed incentrato sulla stabilità⁴. Il mercato mobiliare ha avuto un'importanza marginale nel finanziamento alle imprese⁵. In particolare, storicamente la finanza italiana si caratterizzava per la presenza di un sistema creditizio in gran parte di proprietà pubblica e sottoposto al dominio governativo secondo le logiche tipiche dell'economia mista⁶. È solo in tempi recenti, sotto la spinta riformista derivante dalle pressioni internazionali e dalla partecipazione alla

³ SALANITRO (1998), p. 3.

⁴ Sull'origine dei diversi sistemi finanziari presenti nei paesi industrializzati cfr., *ex multis*, GERSHENKRON (1962), secondo cui la banca ha svolto un ruolo più preminente in tutti quei paesi la cui industrializzazione è intervenuta in momento successivo rispetto ad economie come la Gran Bretagna ed gli Stati Uniti; secondo LA PORTA E ALTRI (1997), il fattore determinante è la tradizione giuridica tipica di ciascun paese: il mercato di capitali stenta ad affermarsi in quelle giurisdizioni che garantiscono scarsa protezione per gli investitori. Proprio in polemica con questa seconda ricostruzione, RAJAN E ZINGALES (1999) le differenti caratteristiche dipendono dal contesto politico (più che giuridico) nel quale la finanza si è sviluppata, e particolarmente dal grado di centralizzazione del potere statale; cfr. anche ROE (1997); IMPERATORI (1994).

⁵ Come evidenziato dal Ministro dell'Economia Tremonti nel corso dell'indagine conoscitiva "sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio", svolta dal Parlamento fra il 15 gennaio e il 24 marzo 2004 a seguito degli scandali Cirio e Parmalat, il sistema finanziario italiano ha vissuto tre fasi: *"Una prima fase è posizionata nel periodo storico che va dalla ricostruzione postbellica fino agli anni Ottanta. In questa prima fase, il finanziamento del sistema delle imprese è operato con la tecnica della triangolazione: istituti a medio termine emettono titoli obbligazionari, in regime di privilegio legale ed in serie speciali, retrocedendo e servendo simmetricamente alle imprese la raccolta così operata. Lo fanno sotto forma di finanziamenti strutturati a medio o lungo termine. È un sistema di intermediazione caratterizzato da grande ed oggettiva efficienza, perché garantisce ed allinea, strutturalmente e professionalmente, coerenze industriali, finanziarie e temporali. Una seconda fase è quella, immediatamente successiva, delle cosiddette emissioni in euro-lire. È una fase che viene dopo la fine del regime di privilegio legale riservato agli istituti a medio termine ed arriva fino alla fine degli anni Novanta. È una fase relativamente ordinata, pur in un contesto di progressiva e costante liberalizzazione"*.

E' solo dopo l'euro, dunque a partire dal 1999, che inizia una terza fase nella quale: *"crescono esponenzialmente, con una concentrazione nel triennio 2000-2002, la dimensione e lo spessore di un mercato composto da titoli obbligazionari denominati in euro. Si apre in questi termini un nuovo fondamentale canale di finanziamento delle imprese, che collega direttamente risparmi ed investimenti."*

⁶ Sul tema si veda VISENTINI (2005).

Comunità Europea, che si è verificata una progressiva apertura verso la concorrenziale forma di raccolta c.d. “mercato-centrica”⁷.

Il canale mercato-centrico, sviluppatosi particolarmente sui mercati anglo-americani, vede le imprese rivolgersi per la raccolta di capitali direttamente al mercato, solitamente attraverso l’ausilio di operatori qualificati (c.d. intermediazione di investimento o intermediazione mobiliare)⁸. Trattasi, in particolare, del c.d. mercato primario, ove il bisogno (di medio-lungo periodo) di risorse finanziarie da parte delle imprese si risolve col collocamento di strumenti finanziari di nuova emissione. A differenza del canale bancario, nel mercato mobiliare gli investitori accettano di partecipare allo scambio in vista di una remunerazione futura e meramente eventuale. Tale remunerazione si può ottenere sia mediante riscossione di interessi o dividendi, che in ragione della negoziabilità degli strumenti finanziari nel c.d. mercato secondario, in cui i titoli già emessi sono oggetto di scambio continuo (nel breve e nel brevissimo periodo) e possono essere rapidamente liquidati, producendo plusvalenze. In questo secondo modello di raccolta i risparmiatori, acquistando strumenti finanziari, assumono il ruolo di soci o di creditori e, per questa via, partecipano direttamente al rischio di impresa.

Non si tratta tuttavia di canali che viaggiano su binari paralleli. L’evoluzione della finanza e la creatività degli operatori hanno sviluppato forme ibride di raccolta di capitali, che mescolano elementi caratteristici del primo e del secondo modello, come è ad esempio nel caso di raccolta a fronte di emissione di titoli obbligazionari acquistati da banche in occasione di c.d. collocamenti privati (*private placement*) o all’utilizzo di operazioni in derivati a scopo di finanziamento. Inoltre, si assiste a crescenti fenomeni di trasferimento del rischio di credito dalla banca al mercato mediante operazioni di cartolarizzazione ed emissioni di derivati di credito (ad esempio i *credit default swaps*).

Quale che sia il modello di raccolta di riferimento, esso è rispondente all’esigenza di far incontrare il bisogno delle imprese di raccogliere capitali nel

⁷ Questa inversione di tendenza è stata ugualmente avvertita in altri paesi dell’Europa continentale, come la Germania e la Francia che si sono aperte al mercato di capitali sotto le spinte riformiste comunitarie. Come ha messo efficacemente in luce MOLONEY (2002): “*Indeed, in many respects the evolution of the integration process is a story of the movement of the EC from a predominantly bank-based finance system (as far as continental economies are concerned) to a market-based finance system, although (...) this transformation is very far from complete*”, p. 6. Resta ferma comunque la centralità delle banche che dominano l’industria dell’intermediazione mobiliare. Come evidenziato nella Relazione Annuale Consob 2006, ai soggetti bancari è imputabile circa il 62% dei ricavi lordi complessivi da intermediazione mobiliare dell’anno 2005 ed il 76% circa dei ricavi netti (v. p. 45). Alle Sgr è imputabile il 31% dei ricavi lordi e solo il 16% circa dei ricavi netti, in quanto una quota cospicua delle commissioni ricevute dalle Sgr sono retrocesse alle banche del gruppo per servizi di collocamento e distribuzione. Le Sgr sono prevalentemente controllate da intermediari bancari (v. p. 46).

⁸ Sulle differenze tra “capitalismo bancocentrico o renano” e “capitalismo mercato-centrico o anglosassone”, si veda, tra gli altri, RAJAN – ZINGALES, pp. 294 e ss.

medio-lungo periodo con le aspettative di profitto e le logiche di breve periodo degli investitori⁹. Il mercato finanziario, sia esso nella forma mercatocentrica o bancocentrica, svolge la funzione di colmare tale “sfasatura delle scadenze”, rendendo possibile uno scambio altrimenti difficile.

Come in ogni mercato, anche in quello finanziario gli opposti interessi (degli imprenditori e dei risparmiatori) si compongono nel meccanismo di formazione dei prezzi, che risulta dal continuo incrocio di domanda ed offerta. Secondo la teoria economica, il prezzo risultante incorpora le informazioni disponibili sul mercato e fornisce un segnale per una corretta allocazione delle risorse tra progetti alternativi che competono per la medesima fonte di finanziamento. In questo contesto ideale, i guadagni attesi dagli investitori costituiscono incentivi al trasferimento delle risorse verso un uso produttivo e le iniziative imprenditoriali sono continuamente monitorate, selezionate e finanziate dal mercato, e dunque da una pluralità di soggetti che operano in modo decentrato, conformemente a criteri di efficienza¹⁰.

Pertanto, il mercato finanziario favorisce l'efficiente mobilitazione del risparmio a fini produttivi, la specializzazione dei compiti¹¹ e la separazione tra proprietà e controllo dei mezzi di produzione, fondamentale per l'esistenza di imprese ad alte intensità di capitale tipiche dei moderni sistemi capitalistici¹². Tuttavia, se si passa dal piano delle semplificazioni del modello teorico alla complessità del mondo reale, gli economisti constatano che il processo di

⁹ Si veda PARTNOY, p. 747.

¹⁰ Indicazioni bibliografiche sulla *efficient market hypothesis* sono nel cap. I.

¹¹ Come è noto, le moderne economie capitalistiche si fondano sulla divisione del lavoro e sulla specializzazione dei compiti permesse dalla conclusione di una molteplicità di accordi di scambio e dall'attivazione di forme di cooperazione e coordinamento tra gli agenti. Al fenomeno della specializzazione del lavoro si associa quello del *pooling*, ossia del trasferimento delle risorse dalla generalità dei risparmiatori ad un più ristretto gruppo di “esperti”, che genera economie di scala, trasferimento dei rischi su una platea più ampia di soggetti e realizzazione di progetti altrimenti non perseguibili. Proprio la specializzazione ed il *pooling* sono all'origine della *fiduciari society*, dello sviluppo delle relazioni fiduciarie. Cfr. FRANKEL (1983), pp. 802-804.

¹² Nella letteratura anglo-americana la separazione tra proprietà e controllo è generalmente riferita alla presenza di società di capitali con titoli altamente diffusi tra il pubblico, i cui azionisti non detengono una percentuale di partecipazione sufficientemente ampia per esercitare un controllo sulla gestione effettuata dagli amministratori della società (si veda in questo senso MARKS, p. 692). In realtà, come si avrà cura di descrivere nel quarto capitolo, la separazione tra la proprietà ed il controllo è un fenomeno più ampio, che ricorre anche nei mercati a proprietà concentrata, secondo modalità e forme peculiari. L'espressione, infatti, va intesa come scissione tra potere di decisione e sopportazione dei relativi rischi, per cui chi è nella posizione di prendere le decisioni non coincide con il soggetto che subisce le conseguenze economiche di quelle scelte. La bibliografia sul tema è sterminata. Tra i primi studiosi della questione è necessario citare BEARLE E MEANS, che già nel 1932 hanno identificato nella separazione tra proprietà e controllo la ragione d'essere del moderno capitalismo. Ulteriori essenziali contributi sono di MANNE (1965), JENSEN E MECKLING (1976), FAMA E JENSEN (1983), EASTERBROOK, FISHEL (1991), COOTER, FREEDMAN (1991), ROE (1994), e HANSMANN (1996). Questi autori hanno ricondotto la questione al rapporto di agenzia e studiato l'insieme degli incentivi in grado di ridurre i costi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo (ossia dal rapporto *principal - agent*). Un'ampia bibliografia sul tema è riportata da KEIN. Si segnala un rinnovato interesse per la questione in tempi più recenti; fra i tanti contributi: BEBCHUK E ROE (1998), BLACK (1999), p. 781, ROE (1999), COFFEE (2000), COFFEE (2001).

spostamento di risorse dagli investitori agli imprenditori comporta inevitabilmente costi transattivi ed asimmetrie informative che complicano il modello¹³.

I costi transattivi possono essere definiti come “a) i costi di ricerca della controparte; b) i costi di produzione del contratto, cioè di ogni specifica attività finanziaria; c) i costi di valutazione dell’attività finanziaria all’inizio del contratto (screening); d) i costi di monitoring durante la vita del contratto, per verificare che non vari il rischio rispetto alla valutazione iniziale”¹⁴. Volendo riferirsi, a titolo esemplificativo, al processo di formazione del prezzo di un titolo, affinché il prezzo rappresenti un segnale significativo per l’efficiente allocazione delle risorse sarà necessario che il mercato disponga di informazioni affidabili e sufficienti sull’emittente e che quelle informazioni siano incorporate rapidamente ed accuratamente nel prezzo. Questo processo comporta il compimento di tre differenti attività e l’assunzione dei relativi costi: (i) la produzione e la ricerca di informazioni; (ii) la verifica della loro accuratezza; (iii) il *pricing*, ossia la corretta assegnazione ad esse di un valore monetario¹⁵.

L’asimmetria informativa dipende dalla diversa distribuzione delle informazioni relative ai progetti di investimento¹⁶. La separazione tra proprietà e controllo comporta che i gestori dell’impresa posseggono maggiori informazioni sui potenziali profitti o sulla rischiosità dell’attività rispetto agli acquirenti dei titoli o alle banche finanziatrici. Ciò determina l’instaurazione di relazioni di *principal/agent* (principale/agente), riscontrabili ogniqualvolta una parte interessata ai risultati di una certa attività (il principale) si affida per lo svolgimento della stessa ad un altro soggetto (l’agente), che dovrebbe operare nell’interesse del primo, in una situazione in cui le informazioni presenti sul mercato sono imperfette con riferimento sia alla conoscibilità delle azioni intraprese dall’agente, sia di quelle che questi avrebbe dovuto intraprendere¹⁷. Come è noto, secondo la

¹³ Come è noto, il modello economico neoclassico si fonda su talune ipotesi semplificative particolarmente irrealistiche riguardo la perfetta razionalità degli agenti, sempre in grado di effettuare scelte ottimali sulla base di previsioni corrette, la disponibilità di informazioni completa, l’esistenza di un sistema legale e giudiziario in grado di garantire il rispetto degli accordi contrattuali. A partire dagli anni settanta sono state introdotte nuove ipotesi di lavoro che tengono meglio conto della realtà degli scambi economici. Questi studi hanno dato origine ad un nuovo filone della letteratura che va sotto il nome di economia dei contratti e ha fornito il supporto scientifico per spiegare fenomeni in precedenza ignorati, quali la creazione e l’evoluzione delle istituzioni economiche (c.d. economia delle istituzioni).

¹⁴ ONADO (2000), p. 350, nota 4.

¹⁵ Sulla natura dei costi di transazione si faccia riferimento, più ampiamente, a COASE (1995); cfr. anche DENOZZA (2002), p. 38, che fa rientrare nella nozione di costi transattivi anche quelli derivanti dall’opportunità e dalla razionalità limitata.

¹⁶ Così PERRONE (2006), pp. 372 e 373.

¹⁷ In termini tecnici, il rapporto economico di agenzia sorge quando il benessere di una parte, il principale, dipende dall’attività svolta da un’altra parte, l’agente. Il problema è quello di fornire all’agente incentivi sufficienti ad operare nell’interesse del principale, anziché seguendo elusivamente i propri interessi. Il modello principale-agente è utilizzato dalla teoria economica per analizzare le relazioni caratterizzate da problemi di asimmetrie informative, la cui presenza è tipica nei mercati mobiliari, sia nel caso in cui il

teoria economica, questo tipo di rapporto può comportare fenomeni di opportunismo, selezione avversa e azzardo morale (c.d. costi di agenzia)¹⁸.

In particolare, poiché gli interessi personali dell'agente possono divergere da quelli del principale ed il comportamento dell'agente o le informazioni in suo possesso non sono facilmente osservabili dal principale, l'agente può ritenere conveniente sfruttare l'asimmetria informativa comportandosi in modo opportunistico a discapito della controparte¹⁹. La convenienza per l'agente sta nel fatto che questi non sopporta il rischio delle decisioni che assume, in quanto gli atti che è chiamato a compiere non incidono sul proprio patrimonio, bensì su quello del *dominus*²⁰. Di conseguenza, l'agente, se non sufficientemente incentivato ad effettuare le scelte più idonee alla cura dell'interesse altrui, è portato ad anteporre il proprio interesse a quello della controparte e a scegliere di agire abusivamente al fine di ottenere un vantaggio personale. Il vantaggio ottenuto in questo modo dall'agente è un'appropriazione di risorse non giustificata dalla relazione contrattuale, ma realizzata attraverso una condotta sleale, un atto che – come è stato notato – assume lo stesso significato della truffa²¹. Un comportamento scorretto di tal fatta costituisce un abuso di potere, una violazione della fiducia, dell'affidamento che il principale ha riposto nell'agente circa la rispondenza dell'operato al proprio interesse²².

principale non ha informazioni sulle azioni intraprese dall'agente (“azioni nascoste” – “*hidden actions*”), sia qualora il principale non conosce le caratteristiche dell'agente o dell'oggetto scambiato (“informazioni nascoste” – “*hidden information*”). Gli studi classici sul modello di agenzia sono di ARROW (1971), ROSS (1973), STIGLIZ (1974), HOLMSTROM (1979). In generale, sul rapporto principale-agente e sul modello economico dell'*agency* si vedano, *ex multis*, BELLANTUONO, STIGLIZ (1998) p. 185 ss., SARTORI (2001-II), p. 607 ss., PRATT E ZECKHAUSER (eds) (1985), ROSS (1973), p. 119 ss., EASTERBROOK, FISCHEL (1991).

¹⁸ Si rinvia ai ragionamenti svolti nel capitolo introduttivo; cfr SARTORI (2001-II), p. 611 ss. Per quanto concerne la selezione avversa, la difficoltà di discernere tra investimenti buoni e cattivi comporta la progressiva regressione dei primi e, nel lungo periodo, la scomparsa del mercato: v. AKERLOF (1970) e, con specifico riferimento al mercato mobiliare, *ex coeteris* BLACK (2001), p. 786 ss. Sull'azzardo morale nel settore finanziario si veda per tutti ENRIQUES (1995).

¹⁹ Volendo formalizzare questa relazione, possiamo indicare l'impegno dell'agente nello svolgimento dell'attività per conto del principale con la variabile *e*. Tale variabile per l'agente costituisce un costo, mentre per il principale influisce positivamente sull'effettiva realizzazione dei benefici economici attesi dalla transazione. Se il principale non è in grado di monitorare perfettamente l'agente, quest'ultimo sarà indotto a selezionare l'azione per lui meno costosa, indipendentemente dall'impatto che tale scelta avrà sul principale, determinando una situazione socialmente inefficiente. Cfr. NICITA e SCOPPA (2005), p. 37.

²⁰ È questo tecnicamente il *moral hazard*. Cfr. ENRIQUES (1995).

²¹ Così POSNER (1972), p. 66 ss., BOWLES (1985), p. 115, DE LORENZI (1993), pp. 983 ss., 989 ss., 995 e FICI (1997) p. 305.

²² Per fiducia si intende qui quella particolare relazione contraddistinta: (i) dalla presenza di asimmetrie informative che rendono economico per un soggetto (il principale) delegare ad un altro (l'agente) lo svolgimento di taluni compiti nel proprio interesse, (ii) dal fatto che il contenuto delle obbligazioni dell'agente non è rigidamente predeterminato, ma è discrezionale (c.d. *open-ended contract*) e (iii) da costi di monitoraggio dell'attività dell'agente proibitivi per il principale. Questo tipo di “fiducia” si differenzia da quelle tradizionalmente analizzate dalla dottrina giuridica italiana per avere un contenuto: (a) più ampio rispetto al negozio fiduciario tecnicamente inteso, ove rileva l'intestazione fiduciaria, ossia la dissociazione tra titolarità sostanziale e titolarità formale di un diritto, negozio che costituisce uno solo dei possibili modelli delle relazioni fiduciarie (in cui rileva invece la dissociazione tra proprietà e controllo) e (b) più ristretto rispetto ai negozi fondati sull'*intuitus personae*, consistendo la fiduciarità a cui ci si riferisce nel testo in qualcosa di più, ossia nell'affidamento dell'interesse del fiduciante all'altra parte perché ne abbia cura e nel

Il rischio di siffatti comportamenti opportunistici è acuito nell'ambito dei mercati finanziari dalla circostanza che i profitti ottenuti dagli investimenti dei risparmiatori possono non essere il risultato della buona gestione svolta dall'agente, ma sono influenzati da fattori causali al di fuori del controllo delle parti. Questa "incertezza" permette all'agente di nascondere più facilmente eventuali comportamenti di appropriazione e, quindi, ne incentiva ulteriormente il compimento²³.

È su queste difficoltà che si innesta il ruolo degli intermediari finanziari, la cui presenza permette di mitigare le succitate insufficienze del mercato ("*market failures*")²⁴ e di facilitare lo scambio finanziario²⁵. Essi, infatti, operando professionalmente sul mercato, consentono di ridurre i costi transattivi attraverso lo sfruttamento di sinergie dovute ad economie di scala. Ad esempio, in quanto dotati di conoscenze specialistiche, gli intermediari possono raccogliere e valutare le informazioni finanziarie, possono svolgere attività di monitoraggio e redigere contratti finanziari²⁶. Inoltre, gli intermediari offrono ai propri clienti le informazioni finanziarie necessarie a compiere una scelta di investimento consapevole e razionale, sia attraverso lo svolgimento di attività di consulenza che, indirettamente, compiendo un'operazione finanziaria per loro conto²⁷. In questo modo, gli intermediari facilitano il processo di corretta formazione dei prezzi, che a loro volta, forniscono incentivi agli investitori per effettuare scelte efficienti.

Il ruolo informativo degli intermediari finanziari è tanto più importante se si riflette che l'investitore medio non possiede elementi sufficienti a riporre una

corrispondente dovere del fiduciario di tutelare quell'affidamento improntando il proprio comportamento alla migliore soddisfazione degli interessi del fiduciante. Trattasi dunque di un terzo tipo di fiducia: sull'affidamento di un contraente nella massima correttezza dell'altro. Su questi aspetti, si vedano le analisi puntuali e le indicazioni bibliografiche fornite da FICI (1997), particolarmente nella nota 45; anche STESURI (1999), p. 11 ss. vede nella tutela dell'affidamento il principio cardine che opera nel campo del conflitto di interessi. In BELLACOSA (2006), pp. 16-17, un analogo concetto è espresso utilizzando il termine "fedeltà". In particolare, l'Autore distingue tra fedeltà *personale*, consistente nella volontaria subordinazione dei propri interessi a quelli di un'altra persona e fedeltà *reale*, relativa all'esatto e puntuale adempimento di un obbligo precedentemente assunto ovvero la conformità ad un dovere. La fedeltà reale rimanda al concetto di *correttezza*.

²³ L'incertezza che pervade i rapporti economici può essere formalizzata assumendo che il risultato y sia influenzato non solo dall'azione e scelta dall'agente, ma anche da una variabile casuale z . Avremo pertanto che $y = y(e, z)$. Se il principale non è in grado di osservare il valore della variabile z non sarà in grado di comprendere se il risultato y è interamente il frutto del particolare comportamento dell'agente ovvero dipenda in tutto o in parte dal caso. Cfr. NICITA E SCOPPA (2005), p. 39.

²⁴ Un'insufficienza (o fallimento) del mercato viene generalmente identificata come un rischio a cui il mercato non riesce ad associare correttamente un prezzo.

²⁵ In generale, sul ruolo degli intermediari finanziari si veda, oltre ad ONADO (2000), PACCES (2000), CHOI (2004).

²⁶ V. SARTORI (2004), p. 8 nota 15.

²⁷ V. PACCES (2000), p. 481.

convinta fiducia nel mercato e concludere consapevolmente transazioni finanziarie. La remunerazione meramente incerta e di difficile valutazione che gli viene offerta in contropartita ad un bene tangibile comporta una naturale diffidenza verso l'universo della finanza. Questa diffidenza origina da un' "ignoranza", da un' "apatia", persino "razionale", considerati i costi proibitivi che una migliore informazione comporterebbe²⁸. La raccolta e l'interpretazione di informazioni finanziarie è, infatti, attività particolarmente complessa, dato il carattere altamente tecnico e specialistico della materia. La valutazione dei possibili ritorni economici di un investimento mobiliare dipende dai diritti associati a ciascun valore mobiliare su cui si è investito e che, a sua volta, si collega a notizie sulla società, quali i guadagni attesi, la bontà delle scelte strategiche, i rischi del settore in cui opera. Per questa ragione i prodotti finanziari sono qualificati in economia come "*credence goods*", ossia beni la cui qualità, anche successivamente ad acquisti ripetuti, può essere valutata solo a costi proibitivi²⁹.

Inoltre, ogni singolo investitore che si accinge a partecipare al mercato finanziario si trova a dover affrontare problemi di azione collettiva e di *free-riding* dovuti alla natura di bene pubblico dell'informazione, la cui soluzione è ostacolata dalla difficoltà di coordinamento tra i vari investitori³⁰. Tali difficoltà sono palesi e riscontrabili empiricamente nel quotidiano. Basti considerare la pressoché totale assenza di partecipazione da parte degli investitori *retail* alle consultazioni precedenti l'emanazione di norme in materia finanziarie, rispetto all'attivismo di gruppi imprenditoriali, associazioni di categoria e lobby bancarie, capaci invece di influire in modo sostanziale sulle decisioni regolamentari del legislatore nazionale e comunitario. I problemi di azione collettiva si cumulano peraltro con i problemi di *agency*, in quanto l'investitore, in qualità di principale, sopporta i costi dell'attività di sorveglianza dell'agente, mentre i benefici di questa attività ricadono su ciascun partecipante in modo non proporzionale agli sforzi effettuati³¹.

Si aggiunga che, affinché il mercato possa dirsi efficiente, è necessario non solo che i prezzi riflettano le informazioni da fornire, ma anche che siano basati su aspettative razionalmente formulate circa i futuri pagamenti cui i titoli daranno diritto³². Al contrario, come ampiamente dimostrato da studi empirici effettuati soprattutto a partire dagli anni '80 e riconducibili alla branca dell'economia

²⁸ Sul tema dell'ignoranza razionale del comune investitore si veda PACCES (2000), p. 484e GOODHART e al., p. 8.

²⁹ V. PACCES (2000), p. 483 e RECINE (2002), p. 179.

³⁰ V. CHOI (2004), p. 1.

³¹ V. DENOZZA (2002), p. 98 ss.

³² Così BARONE (2004), p. 32.

denominata *behavioral finance*, le scelte di investimento compiute dagli operatori del mercato finanziario si discostano dallo schema razionale predetto dall'*efficient market hypothesis*, in quanto influenzate da una serie di fattori psicologici ed errori nelle valutazioni delle probabilità e dei rischi che rendono irrealistico il modello e conducono ad una inefficiente allocazione delle risorse³³. Evidentemente, la probabilità che un risparmiatore compia scelte di investimento deviando dai rigidi binari della razionalità è tanto più alta quanto più questi sia inesperto e non si avvalga dei servizi di un professionista.

Per queste ragioni, la ricerca di informazioni effettuata dal singolo investitore risulta inefficiente da un punto di vista economico. Rientra nella logica della specializzazione e della corretta divisione del lavoro (presupposti fondamentali del capitalismo e della crescita reale) che attività di tal guisa siano effettuate da soggetti capaci di contenerne i costi con elevate economie di scopo. La delega da parte del singolo investitore di attività di *monitoring*, di raccolta e di elaborazione delle informazioni ad istituzioni finanziarie a ciò professionalmente dedicate e remunerate permette di mitigare i problemi di *free-riding*, azione collettiva e razionalità limitata. Ne consegue che il ruolo informativo svolto dagli intermediari mobiliari è cruciale per un corretto ed efficiente funzionamento dei mercati finanziari³⁴.

Le innovazioni tecnologiche e la creazione di prodotti sempre più sofisticati hanno aumentato i gap informativi presenti sul mercato mobiliare. La naturale risposta del mondo dell'intermediazione alla crescente complessità della finanza è stata la ricerca di nuove sinergie e soluzioni strategiche, risoltesi nell'affermazione del modello dell'intermediario polifunzionale e della banca universale³⁵.

La banca universale, operando sia come banca commerciale che come banca di investimento, riunisce su di se entrambi gli archetipi della raccolta diretta ed indiretta. Questa circostanza consente all'intermediario una conoscenza relativamente più approfondita del cliente rispetto all'istituzione che operi in uno solo dei due rami di attività. La banca universale può ridurre i costi di produzione

³³ La deviazione dal modello della razionalità perfetta non è una problematica esclusiva del settore finanziario, ma è comune a tutti gli ambiti economici. Tale deviazione è comunque particolarmente sentita in quei settori dove le scelte sono effettuate in condizioni di incertezza e le informazioni da elaborare sono particolarmente complesse. I problemi cognitivi riscontrabili negli operatori finanziari contribuiscono a spiegare gli andamenti ciclici dei mercati finanziari, spesso caratterizzati da bolle speculative che esplodono in crolli di borsa repentini ed inattesi. Per un'efficace introduzione ai modelli elaborati dalla *behavioral finance*, si veda CUNNINGHAM (2001). Sulla diversa prospettiva rispetto al tradizionale law and economics approach cfr. CIOPPA (2005), p. 35 ss.

³⁴ Sui problemi di *free-riding* e sui costi di produzione delle informazioni finanziarie v. più ampiamente CROCKETT, pp. 3 e ss.

³⁵ Cfr. CAVAZZUTI (1989), p. 361.

delle informazioni, in quanto è in grado di sfruttare informazioni intersettoriali ottenute da clienti che chiedono servizi complementari³⁶. Inoltre, l'interazione tra la componente bancaria e quella finanziaria permette il conseguimento di una migliore diversificazione produttiva ed una maggiore concorrenzialità.

Pertanto, il vantaggio competitivo che l'intermediario polifunzionale può vantare risiede nella capacità di incrementare economie di scala e di scopo³⁷. Considerata questa superiorità informativa ed organizzativa, la banca universale è teoricamente meglio equipaggiata a monitorare e valutare efficacemente l'emittente e, dunque, a fornire all'investitore un servizio più rispondente alle proprie esigenze e a costi inferiori³⁸. Conferme empiriche sono rinvenibili in ricerche effettuate sul mercato statunitense, dalle quali emerge che il progressivo ingresso delle banche commerciali nel business dell'*investment banking* ha prodotto un aumento del grado di concorrenzialità, a vantaggio anche degli investitori³⁹.

Sebbene le sinergie e le economie di scopo ottenute mediante il modello dell'intermediario polifunzionale offrono sostanziali benefici al mercato ed agli investitori, anch'esse si rivelano portatrici di potenziali rischi e di incentivi al compimento di comportamenti che possono ledere l'integrità dei mercati. In effetti, se da un lato il ruolo degli intermediari mitiga efficacemente i costi derivanti da asimmetrie informative, d'altro canto tale presenza non elimina il problema, ma ne muta solo il referente soggettivo⁴⁰.

Un costo di agenzia tipico in questo contesto è proprio quello derivante dalla presenza di conflitti di interessi in seno all'intermediario, che può determinare la conclusione di transazioni che non riflettono le condizioni di mercato. Di fatti, il moltiplicarsi dei servizi prestati, la complessità dei rapporti di gruppo nei conglomerati finanziari e la superiorità informativa di cui l'intermediario polifunzionale indubbiamente gode potrebbero essere da questi sfruttati a proprio (o altrui) vantaggio, occasionando comportamenti opportunistici lesivi dell'interesse dei clienti *uti singuli* e della società nel suo complesso. Da ciò nasce l'esigenza di regolamentare l'attività degli intermediari finanziari, al fine di

³⁶ WHITE, p. 2.

³⁷ Secondo uno studio empirico condotto da VANDER VENNET (1998) sul grado di efficienza del sistema bancario europeo, il modello della banca universale e del conglomerato finanziario garantisce il raggiungimento di un più elevato livello di profitti ad un minor costo rispetto alla specializzazione del sistema americano.

³⁸ V. KROZNER (1998), p. 5 ss. e KLEIN E ZOELLER, p. 1.

³⁹ In questo senso, GANDE, PURI E SAUNDERS, WALTER (1997); GANDE PURI E SAUNDERS (1999); DRUCKER E PURI (2004); CALOMIRIS E PORNROJNANGKOO (2006).

⁴⁰ Così FICI (1997), p. 282, cfr. anche BLACK (2001), p. 787.

evitare che le loro eventuali scorrettezze disincentivino gli investimenti e danneggino gli interessi dei risparmiatori ed il mercato.

1.2 *Conflitto di interessi v. concorso di interessi*

Né gli standard internazionali, né la disciplina italiana forniscono una definizione giuridica di conflitto di interessi tra intermediario mobiliare e cliente. Più in generale, la dottrina ha da tempo osservato il carattere ambiguo del concetto stesso di interesse e il fatto che tale nozione assume un significato diverso nei vari settori del diritto⁴¹. Inoltre, la stessa disciplina del conflitto di interessi sembra svolgere una funzione differente a seconda del contesto nel quale è dettata e del rapporto nel quale si innesta⁴².

Per questa ragione risulta particolarmente utile ai fini dell'accertamento di che cosa costituisce conflitto di interessi per l'intermediario mobiliare partire dalla constatazione che esso è innanzitutto un concetto economico, strettamente connesso ai meccanismi tipici del modello dell'*agency*, particolarmente al rapporto che si instaura tra l'intermediario (l'agente) e l'investitore (il principale) in presenza di asimmetrie informative e che vede l'intermediario operare nell'interesse del cliente, ossia effettuare scelte i cui effetti vanno ad incidere sul patrimonio di questi. In detto ambito, il conflitto è riconducibile alla concentrazione in capo all'agente-intermediario di una pluralità di interessi in concorso tra loro e potenzialmente contrastanti, di tal guisa che il soddisfacimento del proprio (o altrui) può precludere in tutto o in parte il soddisfacimento di quello della controparte⁴³.

Più in dettaglio, in una prospettiva economica, l'interesse è un'utilità attesa, ossia è un'anticipazione mentale di ciò che ci si aspetta sarà un guadagno o una riduzione dei costi/rischi⁴⁴. L'interesse dell'intermediario è legato all'utilità che si

⁴¹ Così FERRO LUZZI (2006), p. 662 ss.; STESURI (1999), p. 6, RABITTI (1990), p. 125, LUMINOSO (1984), pp. 9 e 15 con ampia bibliografia a riguardo. Secondo CASSESE (2004), p. 235, l'espressione conflitto di interessi non costituisce né un istituto unitario, né un principio, né probabilmente una categoria ordinante.

⁴² Indicazioni dettagliate in merito ai diversi modelli di conflitto presenti in diritto italiano sono in MAFFEIS (2002), si vedano particolarmente le pp. 37 e ss.

⁴³ Sostiene l'utilità di utilizzare l'armamentario concettuale degli economisti per esplorare la nozione di conflitto di interessi MATTEI (2004), p. 249, che evidenzia peraltro la tendenza dei giuristi alla "complessificazione" a cui si contrappone quella degli economisti alla "semplificazione" funzionale alle esigenze di modellizzazione astratta del reale: "*Gli economisti vedono nelle decisioni prese in conflitto la risultante "naturale" della tendenza di ciascuno a massimizzare la propria utilità. Il diritto deve scongiurare tale naturale tendenza, cercando di disincentivare il comportamento opportunistico di chi agisce in conflitto, vuoi attraverso il prezzo implicito di una sanzione credibilmente comminata, vuoi attraverso altri meccanismi capaci di allineare l'interesse privato con l'interesse gestito*".

⁴⁴ In questo senso anche SARTORI (2004), p. 277, che tuttavia finisce per usare indifferentemente e non distinguere le espressioni "conflitto di interessi", "concorso di interessi" ed "effettivo conflitto" (ossia l'abuso

attende dalla prestazione di servizi a terzi e/o dallo svolgimento di attività per proprio conto (es. lucro da commissioni, provvigioni, interessi e *spread*) e abbattimenti dei costi/rischi⁴⁵. Similmente, l'interesse dell'investitore che l'intermediario è chiamato a perseguire è quello di ottenere dall'investimento il massimo profitto con il minimo rischio⁴⁶.

La situazione di conflitto si comprende considerando che qualunque operatore di mercato agisce al fine di massimizzare il proprio benessere, ossia la propria utilità attesa, dati i vincoli (ad es. di bilancio per il risparmiatore e nella domanda dei risparmiatori per l'intermediario)⁴⁷. In questo contesto, l'intermediario è portato a porre in essere una condotta opportunistica in violazione dell'affidamento della controparte se, secondo una valutazione *ex ante*, il vantaggio derivante dallo sfruttamento del conflitto è percepito come più elevato rispetto ai costi (sotto il profilo reputazionale⁴⁸ e sanzionatorio⁴⁹) che ne potrebbero derivare.

E' fondamentale, tuttavia, formulare una precisazione che aiuta a chiarire la portata del fenomeno del conflitto e a differenziarlo dal concorso di interessi. In economia, come in diritto, la presenza di interessi differenti ed in astratto opposti da parte degli operatori non è di per sé sintomo di un problema (attuale o potenziale) ma è all'origine stessa dello scambio e del mercato: lo strumento contrattuale permette alle parti coinvolte di raggiungere i propri obiettivi e di incrementare le proprie utilità senza interferenze negative di sorta. In economia, infatti, il contratto rappresenta lo strumento con cui le parti compongono i propri interessi raggiungendo una situazione di equilibrio mutuamente favorevole⁵⁰.

e l'inadempimento doloso del vincolo fiduciario). In altre parole, l'Autore non chiarisce, come è opportuno, la differenza tra concorso di interessi (compresenza di una pluralità di differenti utilità attese), conflitto di interessi (la compresenza è tale per cui il soddisfacimento di un interesse proprio o altrui può comportare il sacrificio dell'interesse di un altro) e frode (sfruttamento abusivo del conflitto per proprio tornaconto).

⁴⁵ Osserva STESURI (1999), p. 207, che nel caso di broker l'interesse è quello di effettuare il maggior numero possibile di operazioni e lucrare commissioni, per il dealer l'interesse è a che l'investitore acquisti il maggior numero di titoli già in suo possesso, che si sia impegnato a collocare svolgendo la funzione di *underwriter* o per il quale svolga la funzione di *market maker*.

⁴⁶ Cfr. GIANNI (2002-II), p.232 e RABITTI (1990), p. 126 che svolge un'analisi puntuale della natura economia e della fenomenologia del conflitto di interessi tra investitori e *broker-dealer*, evidenziando l'importanza non solo del prezzo di un'operazione conclusa per conto del cliente, ma anche del "tempo", del momento in cui essa viene effettuata.

⁴⁷ La massimizzazione dell'utilità si raggiunge dai soggetti nel punto in cui il costo marginale è uguale al beneficio marginale correlato; cfr. *ex multis* COOTER E ULEN (1988), p. 10.

⁴⁸ La reputazione costituisce uno strumento indiretto di *enforcement* contrattuale in un contesto di relazioni ripetute, considerato che una cattiva reputazione potrebbe impedire ad un soggetto, in questo caso l'intermediario, di trovare nuovi contraenti in futuro. Sugli effetti deterrenti dei rischi reputazionali ed in generale sulla funzione della *market discipline* per gli intermediari finanziari, si vedano PACCES (2000), CROCKET (2003), CHOI (2004), WHITE e BORIO, HUNTER; KAUFMAN E TSATSARONIS (2004), MERAN E STULZ (2006), p. 17.

⁴⁹ Sul ruolo deterrente della sanzione si vedano le considerazioni espresse nel successivo par. 5.

⁵⁰ La stessa dottrina italiana, pur prescindendo dagli strumenti dell'analisi economica, riconosce la differenza tra la generica locuzione "conflitto di interessi" (quella che qui riferisco come "concorso di interessi"), volta

Similmente, in diritto il contratto realizza gli interessi individuali delle parti, rappresentandone il punto d'incontro. L'istituto della causa del contratto, requisito essenziale ai sensi dell'art. 1325 c.c., altro non è che questo: la sintesi della funzione economico-individuale concretamente perseguita dalle parti, il riflesso dell'assetto degli interessi che le parti intendono soddisfare con il compimento dell'operazione⁵¹.

Il conflitto, invece, è in economia un costo tipico dei rapporti di agenzia, dovuto alla presenza di incentivi che spingono l'agente ad operare opportunisticamente favorendo un interesse proprio (o altrui) a discapito di quello della controparte. In diritto esso rileva nei rapporti c.d. di cooperazione e di sostituzione⁵² sul piano di motivi individuali non riflessi nella causa del contratto e che influenzano l'operare di una parte in violazione dell'accordo (o comunque di un obbligo legale riconducibile al rapporto contrattuale)⁵³. L'istituto della causa

ad indicare il "fenomeno che giustifica, in generale, la conclusione del contratto" e "la locuzione conflitto di interessi positivamente utilizzata, che esprime la situazione in cui un soggetto porta l'interesse proprio e quello altrui, ciò che comporta, di regola, l'invalidità del contratto eventualmente concluso dallo stesso"; così CECCHINI (1977), p. 137 ss.

⁵¹ La causa è uno degli istituti più problematici e discussi del diritto privato tradizionale. Come richiama CARRESI (1987), p. 245 ss., la teoria della causa originariamente vista come funzione economico-sociale del contratto è stata nel tempo oggetto di decise critiche in merito alla sua consistenza e soprattutto alla sua utilità stessa. La linea di tendenza del processo di revisione della nozione di causa si è incentrata sulla considerazione della dimensione "individuale" del precetto di autonomia e pertanto sulla rilevanza degli scopi perseguiti in concreto dai contraenti; in questa prospettiva la causa è vista come funzione economico-individuale del contratto; tra i primissimi sostenitori di questa teoria v. GIORGIANNI (1960), p. 573 ss.. Da ultimo, una recente sentenza della Cassazione (Cass. civ., sez. III, 8 maggio 2006, n. 10490, in *Studium Iuris*, 2006, p. 1457 ss., ha riconosciuto nella causa del contratto non la "funzione economico sociale del contratto", bensì la sintesi degli "interessi reali" che esso è diretto a realizzare (e non della volontà delle parti), a prescindere dal modello contrattuale utilizzato. La causa rappresenta secondo questo orientamento la ragione concreta della dinamica contrattuale, ossia la funzione economico-individuale del contratto.

⁵² Questo aspetto è stato opportunamente precisato da MAFFEIS (2005), che osserva come nel rapporto con il cliente, la banca opera ai sensi di un contratto riconducibile al genere dei rapporti di cooperazione e di sostituzione. Non si è in presenza di una *causa vendendi*, bensì di una *causa mandati*, per cui una parte è chiamata a realizzare gli interessi dell'altra. L'importanza di inquadrare la problematica del conflitto di interessi nell'ambito dei rapporti di cooperazione (ossia fiduciari), distinguendoli da quelli di compravendita è molto chiara anche nella letteratura americana, v. per tutti AA. VV. (1980), p. 5.

⁵³ Come osserva FICI (1997), p. 281, il conflitto di interessi è stato un fenomeno scarsamente studiato relativamente ai suoi aspetti interni: la dottrina ha considerato attentamente la disciplina della rappresentanza volontaria ex art. 1394 c.c. e dunque il tema dell'annullabilità del contratto concluso con il terzo, ma si è poco interessata ai rapporti tra conflitto di interessi ed inadempimento, agli effetti del conflitto sul rapporto sottostante e ai possibili modi di prevenire il conflitto. Una compiuta ricostruzione del conflitto di interessi nel contratto del rappresentante volontario è in MAFFEIS (2002), p. 75 e ss., dove si ripercorrono criticamente le varie posizioni dottrinali che hanno ricondotto il conflitto di interessi ad un vizio del consenso del rappresentante, ad un vizio della causa del contratto con il terzo, ad un'azione intenzionalmente dannosa (ossia come abuso e sviamento di potere). L'Autore ricostruisce il conflitto ex art. 1394 c.c. come causa di annullabilità del contratto rappresentativo con il terzo in ragione dell'incidenza sul contratto di un interesse in conflitto (v. p. 137), con esclusione della rilevanza del dolo o della colpa del rappresentante. Questa ricostruzione attinge al rapporto esterno: l'agire nell'interesse del rappresentato costituisce un requisito di validità del contratto concluso con il terzo. Vi è però un altro aspetto del conflitto, quello interno, relativo al rapporto tra rappresentante e rappresentato, che si svolge non sul piano della validità, bensì su quello della responsabilità (v. p. 138). L'Autore, infine, riconosce che il modello disciplinare abbracciato per la gestione individuale di patrimoni è diverso da quello codicistico, in quanto è: "*figlia della nozione, non strettamente giuridica, sorta, in materia, nei paesi anglosassoni*". Esso infatti non è in funzione del rimedio impugnatorio

del contratto diventa in questa prospettiva un concetto chiave nello stabilire che cosa costituisce conflitto, in quanto aiuta a delinearne i contorni – si potrebbe dire - “per sottrazione”: l’elemento che dà origine al conflitto è quell’interesse individuale (in economia: quell’utilità attesa) che non risulta riflesso nella causa e che può incidere sulla corretta e puntuale esecuzione del contratto (in economia: che incentiva un comportamento opportunistico).

Questa caratterizzazione del conflitto sembra trovare riscontro nella nostra giurisprudenza, che ha escluso la presenza di un conflitto rilevante ai sensi della normativa del settore mobiliare nel caso in cui il solo interesse dell’intermediario è quello di lucrare le commissioni remunerative di un servizio prestato, in ciò ravvisando una situazione fisiologica alla base di qualunque contrattazione (aggiungo, un interesse riflesso nella causa)⁵⁴. In mancanza di un interesse ultroneo e deviante rispetto a quello costitutivo del contratto, il conflitto dunque non è ravvisabile.

Volendo fornire un esempio di quanto sopra esposto, facciamo il caso di una banca universale che svolge attività creditizia nei confronti di società quotate e contemporaneamente fornisce servizi di consulenza finanziaria in favore di un cliente. In questa ipotesi, il cliente che contratta con la banca universale può beneficiare della superiorità informativa goduta da quella rispetto ad altri intermediari specializzati, superiorità dovuta alla disponibilità di informazioni di carattere intersettoriale sui titoli emessi dalle società finanziate nei quali il cliente potrebbe essere interessato ad investire. Inoltre, la banca è in grado di fornire il servizio ad un costo inferiore, considerate le economie di scala e di scopo che riuscirebbe a sfruttare rispetto ad un operatore specializzato. Da parte sua, la banca valuta conveniente agire nell’interesse del proprio cliente perché è dalla prestazione del servizio a questi che potrà ricavare non solo la commissione, ossia l’utile associato allo specifico accordo, ma anche guadagnarsi la fiducia del

del contratto con il terzo, ma della predisposizione di una serie di precauzioni rivolte, per un’esigenza di ordine pubblico, ad assicurare l’efficienza del mercato, prima che la tutela del singolo cliente (v. p. 481). Pertanto, nel settore mobiliare l’incidenza del conflitto di interessi sul rapporto tra intermediario e cliente è rilevante non tanto ai fini di una migliore tutela della parte debole del rapporto, quanto per garantire il corretto funzionamento e lo sviluppo dei mercati mobiliari (in questo senso anche ENRIQUES (1995) p. 316, ALPA (1998-II), p. 372 e FICI (1997), p. 282). Sulla dialettica tra efficienza del mercato e tutela del contraente debole v. anche PERRONE (2006), p. 375 e ss.

⁵⁴ V. Tribunale di Venezia, sez II, sent. N. 2654 del 22 novembre 2004, con commento di MAFFEIS (2005), v. in particolare la p. 15. Il tribunale di Venezia tratta la questione in via meramente incidentale e di passaggio, a rimarcare che il perseguimento degli scopi istituzionali dell’ente creditizio non può, entro certi limiti, dare origine ad un’ipotesi di conflitto. Cfr. anche Trib. di Catania del 23 gennaio 2007, su www.ilcaso.it: “*La negoziazione in contropartita diretta non è di per sé sufficiente a far ritenere la sussistenza di un conflitto di interessi laddove la compravendita si sia perfezionata sulla base di un ordine conferito spontaneamente dal cliente e manchi la prova che si sia perfezionata su suggerimento o sollecitazione dell’intermediario diretta a perseguire scopi ulteriori e diversi dalla realizzazione dell’interesse del cliente.*” La pronuncia ricalca altri precedenti; cfr. Trib. di Mantova del 5 aprile www.ilcaso.it, cit. anche da GOBBO, SALODINI (2006), p. 27, nt. 94

risparmiatore in vista di future operazioni e, per questa via, una reputazione sul mercato e nuovi clienti. Trattasi di un caso di mero concorso di interessi, che permette alle parti la realizzazione di transazioni mutuamente vantaggiose attraverso lo strumento contrattuale.

La presenza di una pluralità di ruoli e di interessi che nell'esempio precedente si risolve in un risultato favorevole sia per il cliente che per l'intermediario può, in circostanze particolari, rivelare in concreto un conflitto quando l'intermediario abbia incentivi a comportarsi in modo opportunistico e a non rispettare gli accordi stipulati o omettere e falsificare le informazioni di cui è in possesso. Tale situazione si presenta tipicamente nel caso in cui i benefici attesi derivanti dalla violazione contrattuale sono superiori rispetto ai costi attesi. Questa valutazione prospettica che conduce la banca a giudicare economico un comportamento sleale è indotta dalla presenza di un interesse dell'intermediario ulteriore rispetto a quello di lucrare dal cliente quanto concordato nel contratto a fronte della prestazione di un servizio, interesse che potrebbe concretarsi, ad esempio, in quello alla restituzione del finanziamento dall'emittente che versi in una situazione di difficoltà economica.

L'opportunismo può inoltre essere favorito da un'altra serie di fattori esterni, che potremmo dire ambientali, ossia che dipendono dal grado di concorrenza del mercato e dal generale contesto in cui l'intermediario opera in un dato momento.⁵⁵ Può incidere, ad esempio, la circostanza che ad un certo punto la profittabilità dei servizi si è ridotta e c'è esigenza di far quadrare i conti, ovvero che il mercato azionario è in boom e l'intermediario è consapevole che i risparmiatori sono meno avversi al rischio, o ancora che i costi di *switching* da un intermediario ad un altro sono elevati, per cui è oneroso per il cliente cambiare intermediario, oppure che gli schemi di compensazione dei dipendenti adottati dalla banca sono basati seccamente sulla performance, con eccessiva attenzione ai risultati di breve di un determinato dipartimento, o infine che l'investitore non è in grado di valutare la presenza del conflitto e l'intermediario sia indotto ad approfittarne⁵⁶.

Un ulteriore profilo di rilievo è che, dato il rapporto economico che si instaura tra intermediario e cliente, il rischio che il conflitto venga sfruttato con sacrificio dell'interesse dell'investitore è tanto più forte quanto più l'intermediario

⁵⁵ Cfr. AA. VV. (1980), p. 13.

⁵⁶ Cfr. le analisi in materia svolte da GUIZO (2004).

è in condizione di poter agire in modo discrezionale⁵⁷. A ben vedere, la discrezionalità dell'agente nel determinare le modalità di esecuzione dell'incarico è caratteristica essenziale di tutte le relazioni fiduciarie. Il cliente, infatti, ricorre all'intermediario proprio perché fa affidamento nella capacità professionale di questi, nell'abilità della controparte a scegliere tra le varie possibili operazioni quella più utile al proprio interesse⁵⁸. Tuttavia, il grado di discrezionalità e la capacità dell'intermediario di influire sulla selezione degli investimenti che incidono sul patrimonio del cliente può essere maggiore o minore a seconda del servizio prestato. Pertanto, il rischio è massimo nella gestione dei portafogli di investimento, ma si presenta con gradazioni differenti anche nella prestazione di "consulenza incidentale" nei servizi di negoziazione per conto proprio e per conto terzi e nella ricezione e trasmissione di ordini⁵⁹.

Il grado di discrezionalità dell'intermediario non è solo funzione del tipo di servizio prestato, ma è inversamente correlato anche al livello di preparazione finanziaria del risparmiatore, alla sua capacità di monitorare il comportamento dell'agente e riconoscere i conflitti. Di fatti, tanto più il cliente è permeabile al consiglio "interessato" o è incapace di giudicare una gestione influenzata dalla presenza di conflitti quanto più l'asimmetria informativa e la capacità dell'intermediario di incidere sulle scelte di investimento è elevata. Ne consegue che è proprio l'investitore meno sofisticato a fare maggiore affidamento sulla professionalità dell'intermediario e ad essere più vulnerabile ai conflitti di interesse⁶⁰. Di ciò deve evidentemente tenere conto il legislatore nel dettare regole di prevenzione dello sfruttamento dei conflitti e quelle di diligenza e correttezza nella prestazione dei servizi.

Per altro verso, i costi attesi dall'intermediario a fronte dello sfruttamento del conflitto costituiscono disincentivi al comportamento infedele. Tali costi si collegano all'eventuale interruzione del rapporto contrattuale in corso con il cliente e alla conseguente perdita del flusso di rendite ottenibili da quella relazione (c.d. *enforcement* interno bilaterale), ad una perdita della reputazione goduta sul mercato, che riduce la disponibilità di terzi ad intraprendere relazioni contrattuali con la banca in futuro (c.d. *enforcement* interno multilaterale), e infine all'eventuale applicazione di una sanzione (c.d. *enforcement* esterno)⁶¹.

⁵⁷ Sartori (2004), p. 304, parla di: "rapporto di proporzionalità diretta tra discrezionalità in capo all'intermediario e rischi che quest'ultimo ponga in essere comportamenti opportunistici, nel disprezzo della fiducia ripostagli dal cliente".

⁵⁸ Cfr. FICI (1997), pp. 296-297.

⁵⁹ Cfr. STESURI (1999), p. 208.

⁶⁰ Cfr. RABITTI (1990), p. 127.

⁶¹ Resta inteso che alla base del buon funzionamento dei predetti meccanismi vi è la circostanza che i clienti della banca siano in condizione di osservare il comportamento della controparte, che sappiano interpretarlo e che abbiano interesse ad attivare la successiva fase sanzionatoria. Considerata la già menzionata apatia

La distinzione tra la situazione di conflitto e quella di concorso, necessaria sotto un profilo logico ed utile al legislatore per comprendere le dinamiche del fenomeno, diventa labile se ci si pone da un punto di vista *ex ante*. Essa non può essere stabilita a priori, in quanto dipende da valutazioni prospettive compiute dal singolo intermediario in un dato momento ed in presenza di peculiari circostanze esterne. Pertanto, un legislatore che intenda disincentivare comportamenti opportunistici ponendosi in una prospettiva *ex ante* deve adottare una nozione ampia di conflitto di interessi, che valga a comprendere anche il concorso potenzialmente conflittuale⁶².

In quest'ottica, l'effetto di deterrenza può essere ottenuto rendendo lo sfruttamento del conflitto una scelta antieconomica per l'agente. Tale risultato richiede l'adozione di un regime di trasparenza dei conflitti che faciliti un monitoraggio decentrato dell'attività degli intermediari, la pubblicità di eventuali comportamenti riprovevoli che contribuiscano al corretto operare dei meccanismi reputazionali e l'applicazione di una sanzione di ammontare tale non solo da internalizzare quanto abusivamente scaricato sul mercato, ma da rendere sconveniente in una logica di calcolo dei costi-benefici il compimento del comportamento opportunistico⁶³.

Infine, è bene sottolineare che da un punto di vista economico ciò che devia dal raggiungimento di un risultato socialmente efficiente è il mero verificarsi del comportamento opportunistico dell'intermediario che decida di non agire nella migliore cura dell'interesse del cliente e/o fornire informazioni deviate. La circostanza che il cliente si trovi in conseguenza dell'azione illegittima a patire soggettivamente un danno economico è del tutto irrilevante, perchè il verificarsi o meno del danno potrebbe essere influenzato dal fattore di incertezza – il rischio finanziario – che concorre a determinare i profitti e le perdite dell'investitore. Lo sfruttamento di asimmetrie informative invece, inquina la trasparenza e ostacola il corretto meccanismo di formazione dei prezzi. I prezzi cessano di fungere da efficienti indicatori della scarsità delle risorse; il corretto operare del mercato finanziario viene messo in discussione e questo di per sé costituisce un danno sociale. Tale considerazione mette in luce due aspetti: (i) che il conflitto rileva in

razionale dei risparmiatori, si rende necessaria la presenza di istituzioni di supporto idonee a minimizzare i costi complessivi di *enforcement*; cfr. in termini più generali, NICITA E SCOPPA, p. 109 ss. e GUIO (2004) con riferimento ai limiti dell'operare di meccanismi reputazionali.

⁶² Come si avrà modo di esplicitare oltre, quest'approccio è in linea con la rilevanza assegnata negli standard internazionali al conflitto potenziale. L'esigenza di una nozione ampia di conflitto quando una situazione è valutata è ante è riconosciuta da FICI (1997), p. 311, ENRIQUES (1996), p. 658 e, con riguardo al conflitto degli amministratori di spa, da MAFFEIS (2003). Il medesimo approccio è nel modello anglosassone, ove basta la mera concorrenza di interessi per far scattare gli obblighi relativi alla gestione del conflitto.

⁶³ Il tema è trattato più ampiamente nel par. 5.1.

quanto fenomeno potenziale, da cui la necessità che venga valutato *ex ante*, in ragione della sua possibile lesività; (ii) che la disciplina del conflitto non è solo funzionale alla tutela dei singoli investitori, ma rileva anche ai fini di una migliore tutela dell'integrità del mercato⁶⁴.

1.3 *La nozione giuridica di conflitto di interessi*

Passando ad un'analisi più strettamente giuridica, sebbene, come già anticipato, né gli standard internazionali, né la disciplina italiana offrono un'astratta definizione giuridica di "conflitto di interessi" dell'intermediario, sono certamente riscontrabili a livello interpretativo e sistematico elementi che permettono di ricostruirne la nozione⁶⁵. Partendo dall'analisi dell'ordinamento internazionale, i Principi IOSCO e la relativa Metodologia si limitano a menzionare la fattispecie del conflitto di interessi, senza indicare in che cosa consista, presupponendone il significato. L'unica indicazione esegetica degna di menzione è la circostanza che, in vari passaggi dei suddetti documenti, emerge che gli obblighi di comportamento dell'intermediario in relazione ai conflitti di interesse sorgono al momento in cui essi sono in uno stadio meramente potenziale. Dunque, il conflitto assume rilevanza giuridica come situazione di contrasto tra gli interessi degli investitori e quelli dell'intermediario o di soggetti ad esso associati⁶⁶.

Un riferimento più preciso alla sostanza del fenomeno è rinvenibile nei "Principles for Regulation of Collective Investment Scheme", emessi dallo IOSCO nel 1994, in periodo di parecchio precedente il dibattito sviluppatosi in seguito agli episodi fraudolenti degli anni recenti. Sebbene manchi una nozione astratta di conflitto, i principi contengono indizi utili a ricostruirne taluni elementi costitutivi. In particolare, il Principio 6 esorta affinché gli ordinamenti nazionali

⁶⁴ Cfr. *ex multis* ENRIQUES (1995), p. 316. secondo cui "la prevenzione del conflitto di interessi nel campo mobiliare non mira, se non in prima battuta, a proteggere gli interessi privati dei singoli risparmiatori, bensì ad assicurare, in ultima analisi, il perseguimento dell'interesse pubblico alla stabilità economica e ad un'efficiente allocazione del risparmio dai settori in avanzo ai settori in disavanzo"; e COMPORTI (2005), p. 609 e ss., secondo cui la finalità della regolamentazione del conflitto di interessi è duplice e può distinguersi in un obiettivo "micro", riguardante il rapporto economico-contrattuale tra intermediario e cliente, ed uno "macro", funzionale ad "evitare che il conflitto pregiudichi la qualità del servizio nel senso che l'indipendenza, obiettività ed efficienza del servizio stesso non siano compromesse" (v. particolarmente p. 611).

⁶⁵ Come evidenziato da MAFFEIS (2002), pp. 7-8, proprio con riferimento all'assenza di una qualsivoglia definizione di "conflitto di interessi" in diritto italiano: "La mancata descrizione del fatto è un fenomeno frequente, comunque ai concetti indeterminati - quale il conflitto di interessi - ed alle clausole generali. Tuttavia, anche quando rinuncia a descrivere il fatto è frequente che il legislatore non rinunci del tutto a fornire all'interprete elementi utili ai fini della ricostruzione della regola".

⁶⁶ Cfr. la sezione dei principi IOSCO dedicata ai conflitti nella gestione collettiva (par. 11.4, p. 28) e nella prestazione di servizi di investimento (par., 12.5, p. 37); stesso approccio per la prestazione di servizi di consulenza (par. 12.8, p. 38).

prendano atto del fatto che chi opera una gestione collettiva può essere portatore di interessi che, se esercitati in assenza di vincoli, potrebbero confliggere in modo significativo con gli interessi degli investitori. Trattasi di un rischio che le autorità di vigilanza debbono contrastare attraverso l'introduzione di opportuni presidi giuridici⁶⁷. Sulla scorta del principio che precede, è possibile rilevare quantomeno i seguenti connotati del conflitto:

- (i) la presenza di un interesse dell'intermediario che sia potenzialmente divergente rispetto a quello dell'investitore (situazione di conflitto);
- (ii) il carattere significativo della divergenza tra i due interessi;
- (iii) il rischio che, a fronte di quell'interesse, l'intermediario intraprenda un'operazione in conflitto con l'interesse dell'investitore (sfruttamento del conflitto)⁶⁸.

Ulteriori indicazioni esegetiche sono contenute nel report consultivo recentemente emanato dal Comitato Tecnico dello IOSCO sui conflitti di interesse che sorgono in occasione delle offerte di valori mobiliari: *“Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings, Consultation Report of the IOSCO Technical Committee, February 2007”*⁶⁹. Nel documento, il conflitto è visto come un fenomeno frequente, che ha origine nella

⁶⁷ Il tenore del Principio 6 è il seguente: *“The regulatory regime should recognise that an operator of a CIS may have interests that if exercised without restraint would conflict in a material way with the interests of investors. Regulatory authorities should respond to this risk by ensuring that a regime provides for the exercise of management responsibilities with full regard to the best interests of investors (...)”*.

⁶⁸ I Principi IOSCO relativi alla regolamentazione degli organismi di investimento collettivo forniscono anche una casistica esemplificativa delle situazioni di conflitto più comunemente riscontrabili nell'ambito della prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, di cui si darà conto nel paragrafo successivo. La casistica, ma non la definizione di conflitto contenuta in nuce nel Principio 6, è stata poi ulteriormente specificata in una relazione della IOSCO *Technical Committee* del maggio 2000, intitolata *“Conflicts of Interests of CIS Operators”*.

⁶⁹ Il lavoro, disponibile su internet sul sito ufficiale dello IOSCO, segue la raccomandazione contenuta nel Report *“Strengthening Capital Markets Against Financial Fraud”*, di cui si è dato conto nel precedente capitolo, in cui il Comitato Tecnico della IOSCO approfondisce il tema del ruolo rivestito dagli intermediari nell'ambito degli occorsi episodi di frode. Con il documento lo IOSCO avvia una consultazione su varie questioni attinenti la gestione delle informazioni in situazioni di conflitto e le procedure interne che gli intermediari dovrebbero all'uopo costituire. La consultazione verte anche su un tema fondamentale: che cosa sono i conflitti di interessi? Il Comitato Tecnico fornisce una descrizione generale, sebbene alquanto scarna, del fenomeno del conflitto e domanda ai partecipanti se condividono la descrizione e, in caso negativo, chiede di fornire una definizione alternativa. Il paragrafo legge come segue: *“Conflicts of interest are common in the activities of market intermediaries because of the different roles that an intermediary or companies within the same financial group as the market intermediary play. A conflict arises where the interests of a market intermediary may be inconsistent with, or diverge from, those of its clients, investors or other. There may also be conflict between the interest of one group of clients and those of another group. Conflicts of interest take various forms, i.e.: they may be actual, apparent or potential (future). It is common for a market intermediary to have conflicts of interest in connection with securities offerings because the market intermediary often plays more than one role.*

In addition, a market intermediary may be part of a group of companies or business units (the group), where different entities within the group undertakes different services or activities for a range of clients. Although the market intermediary may be involved only the offering of the securities, other entities in the group may perform other functions that are relevant to the market intermediary's role. These other members of the group and their functions can create conflicts of interest between them and other members”.

polifunzionalità degli intermediari, ossia nella circostanza che essi individualmente (modello della banca universale), o in quanto appartenenti ad un gruppo finanziario (modello del gruppo polifunzionale), svolgono una pluralità di ruoli⁷⁰. Il documento differenzia due tipologie di conflitto: (i) la divergenza tra l'interesse dell'intermediario e quello del cliente/investitore e (ii) la divergenza tra gli interessi di gruppi eterogenei di investitori. Inoltre, è specificato che il conflitto può assumere rilevanza nella sua attualità ovvero in potenza, come conflitto futuro.

Per quanto riguarda la normativa italiana, elementi tassonomici possono ricavarsi esclusivamente in via indiretta, *in primis* attraverso l'attività interpretativa della Consob che con lo strumento delle comunicazioni ha fornito talune indicazioni circa la sussistenza o meno del conflitto a fronte di richieste specifiche degli operatori. Secondo la Consob la sussistenza di un conflitto non può essere individuata a priori, ma va valutata *“con riguardo alle peculiarità del caso concreto”*, in ragione del grado di discrezionalità goduto dall'intermediario nella prestazione di un determinato servizio ed alla possibilità di escludere ogni pregiudizio per il cliente. In particolare, non è ravvisabile un conflitto quando l'intermediario opera in contropartita diretta ed il cliente ha conferito un ordine di negoziazione spontaneamente; è solo in presenza di un suggerimento dell'intermediario che occorre valutare se il comportamento di questi è improntato alla realizzazione al meglio degli interessi dei clienti, o se al contrario risulti (anche o unicamente) diretto alla soddisfazione di scopi ulteriori propri. In queste circostanze: *“Il conflitto potrebbe ritenersi insussistente nei soli casi in cui le condizioni della singola transazioni fossero – rispetto ad altre operazioni con analoghe caratteristiche prospettabili in alternativa – così favorevoli per il cliente da escludere per esso ogni concreto pregiudizio, anche in termini comparativi riferito al mancato conseguimento di una più favorevole opportunità di investimento; e ciò tenuto, in particolare, conto della qualità dell'emittente e della liquidabilità dell'investimento”*⁷¹.

Con riferimento alle disposizioni comunitarie, le indicazioni esegetiche più significative sono contenute nella normativa di secondo livello, che attuano la

⁷⁰ Particolare enfasi viene prestata alla situazione di conflitto che deriva dall'appartenenza al medesimo gruppo, in ciò evidenziando l'influenza prevalente che ha avuto nella redazione del documento il modello del gruppo polifunzionale di impronta statunitense.

⁷¹ Si veda la Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997, in cui la Consob ravvisa la presenza di un conflitto di interessi quando l'intermediario suggerisca al cliente di acquistare titoli precedentemente sottoscritti a fermo. Tale orientamento è contraddetto da una giurisprudenza minoritaria che ritiene immane il conflitto nel caso in cui l'intermediario agisca in contropartita diretta ed in conto proprio (cfr. Tribunale di Milano, 25 luglio 2005). L'orientamento maggioritario prevede, al contrario, che la titolarità dei prodotti da parte dell'intermediario non sia di per sé sufficiente ad integrare il conflitto se non si prova che l'intermediario ha perseguito un fine ulteriore (cfr. Trib. Roma, 25 maggio 2005 e Trib. Roma, n. 17539 del 29 luglio 2005).

direttiva MiFID⁷² e la cui trasposizione è prossima anche nel nostro paese. In particolare, l'art. 21 della Direttiva 2006/73 del 10 agosto 2006 individua talune generali situazioni esemplificative di carattere minimale da considerare per valutare la possibile insorgenza di un conflitto, ossia:

- a seguito di un'attività svolta da o nell'interesse dell'intermediario, è probabile che questi o un soggetto collegato ottenga un profitto o eviti una perdita, a spese del cliente;
- l'intermediario o altro soggetto collegato abbia un interesse nel risultato finale di un servizio fornito al cliente o di una transazione svolta da un cliente, diverso dall'interesse del cliente nello stesso risultato;
- l'intermediario o altro soggetto collegato abbia un incentivo (finanziario o di altra natura) a favorire l'interesse di un cliente o un gruppo di clienti a danno dell'interesse di altro cliente;
- l'intermediario o altro soggetto collegato svolga lo stesso business del cliente;
- l'intermediario o altro soggetto collegato riceva, da una persona diversa dal cliente, emolumenti in relazione ai servizi svolti per il cliente, ulteriori rispetto alle commissioni o alle tariffe percepite per quel servizio⁷³.

Comune a tutte le precedenti situazioni è la presenza di un interesse dell'intermediario o di un soggetto ad esso collegato: (i) ulteriore rispetto a quello istituzionale di ricevere una remunerazione per il servizio prestato e (ii) potenzialmente divergente dall'interesse del cliente. In cosa consista questa divergenza si può dedurre dalla premessa 24 della medesima direttiva, dove si specifica che il contrasto è tra l'interesse dell'intermediario e i doveri gravanti nei confronti del cliente. Inoltre, la mera possibilità che l'impresa possa conseguire un utile non è circostanza sufficiente a far sorgere il conflitto, essendo ulteriormente necessario il prospettarsi di un possibile svantaggio per il cliente. Tale approccio è confermato all'art. 22 ove, nel delineare il sopraesposto elenco di situazioni senz'altro rilevanti, si specifica che il conflitto oggetto di disciplina è solo quello dalla cui esistenza potrebbe conseguire una lesione degli interessi del cliente.

⁷² Direttiva n. 2004/39/CE che ha abrogato ed interamente sostituito la Direttiva sui servizi di investimento (n. 93/22/CE).

⁷³ V. art. 21 della Direttiva 2006/73/CE del 10 agosto 2006.

Dall'analisi dell'insieme delle disposizioni che precedono emerge che il legislatore comunitario ha inteso differenziare la mera concorrenza di interessi dal quale l'intermediario può ricavare un'utilità dalla situazione di conflitto rilevante, in cui cioè la pluralità di interessi è tale da poter sviare la condotta dell'intermediario dal rispetto degli obblighi dettati a tutela degli interessi del cliente e dell'integrità del mercato. In questo possibile sviamento, e non in un potenziale danno economico, niente affatto contemplato nelle disposizioni menzionate, risiede la lesione che qualifica la presenza di un conflitto.

Dunque, pur mancando in diritto una definizione generale ed astratta di conflitto di interessi, l'analisi economica e l'esegesi delle fonti internazionali nazionali e comunitarie forniscono indicazioni univoche sulla natura del conflitto di interessi tra intermediario mobiliare e cliente, da cui è possibile ricavarne agevolmente la nozione giuridica e individuarne i contorni in termini alquanto definiti. Dalle considerazioni effettuate sono emersi i seguenti elementi:

- (a) il conflitto di interessi dell'intermediario è una “obiettiva situazione di pericolo” che si distingue dalla mera concorrenza di interessi per la presenza di un interesse (proprio o altrui) ulteriore rispetto a quello riflesso nella causa del contratto concluso o da concludere con il cliente e potenzialmente lesivo dell'interesse di questi e dell'integrità del mercato;
- (b) per stabilire in via retrospettiva la presenza di un conflitto non occorre che l'“agire” in conflitto abbia prodotto effettivamente una lesione, ma è sufficiente la sussistenza degli elementi obiettivi nei quali si concreta il pericolo di lesione;
- (c) la lesione non consegue necessariamente alla “situazione” di conflitto, ma talvolta può essere risolta attraverso una corretta gestione dello stesso; da cui l'importanza di istituire presidi che valgano a regolare il conflitto *ex ante*, in modo da prevenirne lo sfruttamento, ossia evitare che l'interesse contrario dell'intermediario incida sulla cura dell'interesse del cliente;
- (d) la lesione non consiste in un danno economico (*damnum emergens* e *lucrum cessans*), che rappresenta un evento meramente accidentale in quanto co-determinato dal fattore incertezza, ossia dal rischio finanziario, ma si sostanzia nella contrarietà dell'azione all'interesse del cliente o alla trasparenza ed integrità del mercato, contrarietà che si estrinseca nella violazione di un obbligo giuridico (sia esso di fonte contrattuale o legale); tuttavia evidentemente l'assenza *ex post* di un danno economico fa venir meno l'interesse dell'investitore ad esercitare l'azione processuale; da cui l'importanza di strumenti di *enforcement* pubblici;

- (e) la convenienza (l'incentivo) ad "agire" in conflitto, ossia a sfruttare la situazione conflittuale violando l'obbligo nei confronti del cliente dipende dai vantaggi che l'intermediario anticipa di ottenere a fronte dello sfruttamento rispetto alla disutilità attesa; da ciò l'importanza di incrementare l'efficacia di presidi reputazionali e sanzionatori per ripristinare un corretto assetto degli incentivi.

1.4 Fenomenologia del conflitto di interessi dell'intermediario mobiliare

L'analisi della tassonomia del conflitto di interessi non sarebbe completa se non facessimo riferimento all'elaborazione casistica rinvenibile negli ordinamenti con mercati finanziari più evoluti, che permette di descrivere con maggiore accuratezza il fenomeno⁷⁴.

In generale, è possibile distinguere due tipologie di conflitti⁷⁵:

- (i) conflitto interno, che si verifica quando l'intermediario, o un soggetto a questo collegato o appartenente al medesimo gruppo, è portatore di un interesse ulteriore rispetto al guadagno atteso dal cliente; l'intermediario è indotto ad agire opportunisticamente, di solito estraendo una rendita o trasferendo un rischio non correttamente riflesso nel prezzo⁷⁶;

⁷⁴ Una interessantissima, ed in parte ancora attuale, analisi comparativa sul tema è in ANNUNZIATA (1993), p. 327 ss.

⁷⁵ La medesima distinzione è rinvenibile all'art. 18(1) della MiFID dove si fa riferimento sia ai conflitti di interesse fra "imprese e clienti" che a quelli "fra due clienti", e meglio specificata nella premessa (24) della Direttiva 2006/73/CE di secondo livello MiFID ai sensi della quale: "Tra le circostanze che devono essere considerate tali da far sorgere un conflitto di interesse devono rientrare le situazioni nelle quali esista un conflitto tra gli interessi dell'impresa, o di taluni soggetti collegati all'impresa o al gruppo di impresa, e gli obblighi dell'impresa nei confronti della clientela; o tra gli interessi divergenti tra due o più clienti nei confronti di ciascuno dei quali l'impresa ha degli obblighi". La norma peraltro riprende l'impostazione già adottata all'art. 10 della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 (c.d. ISD), sostituita dalla MiFID. Similmente la Metodologia IOSCO, p. 118, richiama la necessità che clienti nella medesima condizione siano trattati in modo simile (v. *infra*). Un Autore ha criticato questa impostazione (con riferimento alle disposizioni della MiFID) in base alla considerazione che il conflitto di interessi presuppone un rapporto giuridico, che è quello tra l'intermediario e cliente, mentre non è rinvenibile alcuna relazione fra i diversi clienti, per cui "un conflitto di interessi fra i clienti, tale per cui la banca debba equamente trattare l'insieme dei clienti, non è affatto prospettabile" (v. MAFFEIS (2004) p. 463). Ci sembra invece che l'impostazione adottata in sede comunitaria e generalmente riconosciuta dalla dottrina sia corretta, in quanto evidenzia due fenomeni economico-giuridici distinguibili e che richiamano strumenti di gestione del conflitto differenti. In particolare, nel conflitto interno l'interesse che incide sul rapporto con il cliente è quello proprio (in senso ampio) dell'intermediario, mentre nel conflitto esterno l'interesse che incide sempre sul medesimo rapporto intermediario-cliente (e non certo su quello tra cliente e cliente) è un interesse altrui, alla cui cura l'intermediario è obbligato. In questa seconda ipotesi diviene rilevante il trattamento dei clienti in causa, nell'ambito del quale potrebbe manifestarsi il conflitto.

⁷⁶ Cfr. WALTER, p. 3, il quale fornisce un'interessante casistica di conflitti di interesse nel rapporto tra intermediario e cliente, sia istituzionale che *retail*.

- (ii) conflitto esterno, dovuto alla circostanza che l'intermediario presta i propri servizi nei confronti di una pluralità di clienti, di cui taluni sono più profittevoli degli altri: l'intermediario potrebbe ritenere conveniente agire in modo opportunistico per favorire il cliente (o una tipologia di clienti) dal quale si aspetta di ottenere il maggior il guadagno a discapito dell'altro⁷⁷.

Un conflitto del primo tipo si verifica quando la banca colloca quote di un fondo comune gestito da un soggetto a cui essa è legata da rapporti di gruppo.⁷⁸ Ulteriore caso tipico di sfruttamento di un conflitto interno è quello della banca che nel gestire i portafogli della clientela favorisce la vendita di prodotti finanziari emessi da società appartenenti al proprio gruppo ad un prezzo eccessivo o a prescindere dal profilo di rischio del risparmiatore o di criteri efficienti di diversificazione⁷⁹.

Altro esempio è quello in cui un intermediario ha erogato credito, l'emittente finanziato versa in una situazione di crisi e ciononostante il titolo viene allocato sul cliente in modo da trasferire su di questi il rischio finanziario che altrimenti avrebbe sostenuto la banca⁸⁰. In questa circostanza, l'intermediario può reputare conveniente avvantaggiarsi della propria superiorità informativa per

⁷⁷ Questa tipologia di conflitto origina dalla circostanza che l'industria finanziaria trae maggiori profitti dalle attività di collocamento di titoli sul mercato primario e secondario e di consulenza in occasione di operazioni societarie straordinarie, rispetto a quelle di negoziazione e gestione dei portafogli di investimento per conto della clientela. Si veda PLATTNER, p. 5.

⁷⁸ Così Trib. di Parma del 7 febbraio 2005, cit. in GOBBO, SALODINI (2006), p. 30, 26, nt. 93 e .

⁷⁹ Cfr. Trib. Firenze del 30 maggio 2004 e del 19 aprile 2005 che hanno riconosciuto la sussistenza di un conflitto di interessi quando la banca è allo stesso tempo emittente e collocatrice, cit. in GOBBO, SALODINI (2006), p. 30, p. 26, nt. 92; cfr. anche comunicazione Consob n. 20844/2000 e risp. quesiti nn. 1009635/2001 e 1011290/2001, su www.consob.it.

⁸⁰ Cfr. Trib. di Venezia del 22 novembre 2004 e Trib. di Monza del 16 dicembre 2004, cit. in GOBBO, SALODINI (2006), p. 30, p. 26, nt. 91. Si questa tipologia di conflitto di interessi si fa anche menzione nell'indagine conoscitiva svolta dal Ministro dell'Economia a seguito degli scandali Cirio e Parmalat, citata in nt 5: "(...) una parte del sistema bancario italiano non ha solo supportato l'accesso delle imprese italiane al mercato dei corporate bonds, ma ha anche identificato nell'apertura del nuovo canale una chance per ridurre la propria esposizione ad eccessi di rischio di credito assunti in precedenza. In dati casi, in corso di accertamento, l'accesso delle imprese al nuovo canale di finanziamento ha, in specie, avuto, per impulso di alcune banche, carattere indebitamente forzoso. In dati casi, in corso di accertamento, si sono concretizzati evidentissimi casi di conflitto d'interessi tra banche ed imprese, tra banche e proprie società di gestione del risparmio, tra banche e risparmiatori. In dati casi, via corporate bonds, si è realizzato un sostanziale swap tra attivi bancari e risparmio. Una parte non marginale del risanamento del sistema bancario italiano è stata fatta realmente, ma una parte è stata fatta tanto con operazioni sui cosiddetti non performing loans, su cui è necessario vigilare, quanto con swap, che hanno integrato, via traslazione dei rischi, il tipico paradosso della composizione: l'idea di potersi liberare di alcuni stock di rischio di credito in eccesso, trasferendoli a carico di terzi (risparmiatori o fondi) via mercato obbligazionario, l'illusione bancaria di poter considerare questa tecnica come risolutivamente liberatoria". Sul ruolo delle banche nel crack Cirio vedi ampiamente DI STASO (2003-2004), p. 33 ss. e ONADO (2003), p. 517 ss. che evidenzia come l'esposizione delle banche sul gruppo Cirio si dimezza grazie alle emissioni obbligazionarie compiute tra il 1999 e il 2002 e detenute interamente da privati risparmiatori, nonostante inizialmente destinate ai soli investitori professionali. Per il caso Parmalat cfr. DI STASO (2004), p. 38 ss.

favorire il rimborso del credito erogato e scaricare sulla platea degli investitori la propria esposizione, senza rendere note al mercato le difficoltà finanziarie dell'emittente indebitato.⁸¹ I recenti scandali finanziari hanno messo in evidenza proprio queste potenzialità conflittuali derivanti dallo svolgimento simultaneo delle attività bancarie di raccolta ed erogazione del credito (c.d. *commercial banking*) e la prestazione di servizi di investimento (c.d. *investment banking*) quali il collocamento e la negoziazione di titoli emessi dalla società finanziata quando questa sia decotta⁸². L'inconciliabilità degli interessi di cui l'intermediario è simultaneamente portatore si manifesta nella "tentazione" di conquistare nuovo business rendendo più laschi i criteri per l'erogazione del credito e contemporaneamente sfruttando le asimmetrie informative per esternalizzare il costo derivante dalla probabile insolvenza dell'impresa finanziata sulla platea dei risparmiatori⁸³.

Passando all'ipotesi di conflitto esterno, esso si presenta quando l'intermediario è al servizio di una pluralità di clienti portatori di interessi divergenti, per cui la massimizzazione dell'utilità dell'uno può comportare una riduzione dell'utilità dell'altro. Ad esempio, è comune nell'ambito di un gruppo polifunzionale che un intermediario agisca come *underwriter*, mentre un altro operi come società di gestione del risparmio. In questa situazione, sotto un profilo economico, il conflitto è tra l'interesse dell'un cliente, l'emittente, a vendere i titoli sul mercato primario al più elevato prezzo possibile e l'interesse dell'altro cliente, il sottoscrittore di quote di fondi, che vorrebbe i titoli fossero acquistati al prezzo più basso possibile, in modo da massimizzare il ritorno economico della gestione. Pertanto, a seconda del prezzo a cui la banca e la società di gestione acquisteranno il titolo verrà favorito l'un cliente anziché l'altro⁸⁴. È bene sottolineare che, anche nell'esempio appena fatto, la presenza di interessi contrastanti non necessariamente conduce ad un comportamento opportunistico. La società di gestione può, infatti, "gestire" il conflitto, ossia decidere di

⁸¹ In simili termini BOCHICCHIO (2007), p. 468. La centralità della questione del trasferimento del rischio agli investitori *retail* è stata riconosciuta anche dalla Commissione Europea che, successivamente al crack della Parmalat, ha emesso nel 2004 una Comunicazione al Consiglio e al Parlamento Europeo sulla prevenzione e la lotta delle pratiche societarie e finanziarie scorrette; sul punto cfr. p. 4.

⁸² Cfr. CAPIELLO (2007), p. 40, ANNUNZIATA (2004), p. 177, BOCHICCHIO (2003), CESARINI (2005), p. 21, DRAGHI (2005), p.15, MESSORI (2004), p. 43, PAGNONI (2005), p. 159, SALANITRO (2004), p. 555, FIMMANÒ (2004), p. 409, VELLA (2004), p. 468.

⁸³ Come è noto, l'esternalità è il costo (o un beneficio, in ipotesi di esternalità positiva) associato all'esercizio di un'attività che non è sopportato da colui che esercita detta attività, ma da terzi "esterni". Questa situazione comporta un'alterazione dei meccanismi di incentivo e di efficiente ripartizione delle risorse, meccanismo che presuppone che i costi sociali siano riflessi nei prezzi. La soluzione ai problemi di esternalità è nel costringere gli agenti a tener conto dei costi che la loro azione provoca sui terzi.

⁸⁴ Su questo esempio ALBERTAZZI (2006) ha sviluppato un modello economico che evidenzia che, da un punto di vista teorico, l'opportunità di introdurre una regolamentazione particolarmente stringente in termini di rigida separazione delle attività di una banca universale è inversamente correlata al livello di razionalità dei partecipanti al mercato e, pertanto, al livello di sofisticazione e sviluppo del mercato finanziario locale.

scioglierlo eseguendo l'operazione con una parte terza a condizioni più convenienti per la propria clientela⁸⁵.

Si noti che il conflitto di interessi occorre anche in seno all'intermediario che opera esclusivamente nell'ambito dell'uno o dell'altro canale di raccolta (c.d. intermediario specializzato). Un esempio tipico nel ramo delle banche di investimento è quando l'attività di *underwriting* si combina con quella ricerca e analisi finanziaria (tema che verrà trattato nel successivo capitolo) o con la consulenza, anche incidentale alla negoziazione, o con la gestione di portafogli prestata nei confronti degli investitori.

Per citare un caso che ricade nella tipologia di conflitto interno, qualora la domanda di mercato dei titoli acquistati a fermo si riveli inferiore alle aspettative della banca, questa potrebbe trovare "economico" disfarsi dei titoli in eccesso immettendoli in gestione o consigliandone l'acquisto anche a discapito dell'interesse del cliente. E' inoltre facile che si verifichi un conflitto esterno, qualora l'attività di *underwriting* risulti di gran lunga più profittevole della prestazione dei servizi nei confronti di investitori *retail* e per questa ragione l'intermediario sia indotto a preferire l'interesse dell'emittente a vedere il proprio titolo oggetto di aggressive politiche di vendita rispetto a quello del cliente *retail* di ricevere consulenze finanziarie indipendenti⁸⁶. D'altronde, un potenziale conflitto di interessi è insito anche nella semplice prestazione dell'attività di negoziazione, quando l'intermediario agisce sia per conto proprio che per conto terzi, e nella gestione individuale di portafogli di investimento nel caso in cui l'intermediario compia un elevato numero di operazioni al solo scopo di guadagnare commissioni di negoziazione (c.d. *churning*)⁸⁷.

⁸⁵ La difficoltà sotto un profilo pratico che cela tale tipo di approccio è nel valutare *ex post* se l'intermediario abbia effettivamente operato nell'interesse del cliente. Tale difficoltà è senz'altro meno sentita negli ordinamenti angloamericani, favorevoli al controllo decentralizzato tramite l'ampio esercizio di azioni civili e dotati di corti specializzate e procedure giurisdizionali più celeri ed efficienti rispetto ai paesi di *civil law*. Altri casi prasseologici di conflitto sono in MASI (1998), pp. 66-67.

⁸⁶ Esempi di questo genere di abusi sono riscontrabili anche sul mercato statunitense nei casi Enron e Worldcom. In Europa, il problema del conflitto tra attività creditizia e mobiliare è generalmente visto come un caso particolare del più ampio problema del conflitto tra le diverse attività del mercato mobiliare, così che la disciplina del conflitto di interessi è tradizionalmente trattata non con riferimento specifico alla banca universale, ma nell'ambito della regolamentazione dei servizi di investimento; cfr. ANNUNZIATA (2004), p. 179 e COMPORTI (2005), p. 601.

⁸⁷ Più in generale, il conflitto si verifica tra l'attività di gestione del portafoglio proprio e l'attività di gestore delegato del portafoglio della clientela quando nel riposizionare il proprio portafoglio verso attività meno rischiose, l'intermediario ha interesse a trasferire ai propri clienti parte del rischio vendendo loro le attività di cui intende disfarsi. L'incentivo, come evidenziato da GUIZO (2004), può avere origine dal fatto che la cessione ai propri clienti evita i costi di transazione che verrebbero prodotti se l'operazione fosse eseguita sul mercato e fornisce all'intermediario un ulteriore guadagno dovuto alle commissioni pagate dalla clientela. Sul *churning* si veda più ampiamente PACCES (2000), p. 490 ss.

Peculiari situazioni patologiche di sfruttamento dei conflitti di interessi si presentano inoltre nell'ambito delle gestioni collettive, come dimostra l'esperienza statunitense che recentemente ha visto coinvolti i fondi comuni in attività fraudolente di *market timing* e *late trading*⁸⁸. Il *market timing* si verifica quando il gestore di fondi trasmette informazioni riservate sulla valorizzazione del patrimonio di un fondo ad un terzo, in cambio di favori quali maggiori opportunità di business o di collaborazioni; il terzo a sua volta sfrutta l'informazione compiendo lucrative operazioni di acquisto e di vendita del fondo. Il *late trading* occorre quando un broker permette ad un proprio cliente di inserire un ordine di negoziazione di una quota di un fondo dopo l'orario in cui viene calcolato il patrimonio netto e dunque determinato il prezzo. In questo modo, il cliente viene messo in condizione di poter sfruttare la conoscenza del nuovo prezzo effettuando trading in base al prezzo del giorno precedente. In alcuni casi i gestori del fondo sono a conoscenza del *late trading* e ne beneficiano sia sotto forma di commissioni ristornate dal cliente in percentuale dei guadagni ottenuti, che di accresciuti investimenti in fondi effettuati dal cliente favorito. Comune ad entrambe le ipotesi è la circostanza che il gestore utilizza informazioni in suo possesso per estrarre benefici non concordati né resi trasparenti agli investitori del fondo, con ciò violando precisi doveri fiduciari nei loro confronti⁸⁹.

Conflitti di interessi occorrono anche in seno alla tradizionale banca commerciale quando ad esempio gli intrecci banca-impresa sono tali per cui l'intermediario può essere indotto a favorire il cliente-azionista della banca, finanziandone massicciamente le attività a condizioni diverse da quelle di mercato praticate ad altri clienti⁹⁰. La presenza di azionisti-imprenditori che abbiano interessi in potenziale conflitto con la banca è infatti generalmente riconosciuta

⁸⁸ Gli scandali sono occorsi particolarmente nel 2003 ed hanno stimolato la pronta reazione dello IOSCO il cui Comitato Tecnico ha nell'ottobre 2005 emanato una *Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS* (v. infra), disponibile su www.iosco.org.

⁸⁹ Una casistica ed un'analisi dei fenomeni di *market timing* e *late trading* sono in MAHONEY (2004); BIRDTHISTL (2006), p. 1453 ss., il quale considera il conflitto di interessi del gestore applicando il medesimo strumentario analitico generalmente utilizzato per la problematica della remunerazione degli amministratori delle società. Sui presidi predisposti dall'ordinamento statunitense per far fronte a tali pratiche abusive successivamente agli scandali che hanno coinvolto i fondi comuni di investimento nel 2003 cfr. DE NARDIS (2004), NAGY (2006), p. 12 ss. che analizza l'importanza di una vigilanza pubblica sui fondi; BULLARD (2006), pp. 1290 ss. e 1316 ss.; MARKHAM (2006), il quale svolge anche un'analisi comparativa delle misure di corporate governance vigenti in relazione alle varie forme di gestioni collettive esistenti negli Stati Uniti. Sulle problematiche regolamentari sollevate dalle violazioni compiute dai fondi sul mercato statunitense e dal coinvolgimento degli *hedge fund* nelle pratiche di *market timing* e *late trading* v. COFFEE (2004) e KARMELE (2005), particolarmente pp. 929-933.

⁹⁰ Per un esame delle situazioni di conflitto endobancario cfr. CASSELLA (1996), p. 792 ss.; ENRIQUES (1996), p. 635 ss.; GUIO (2004), p. 455 ss.; NIGRO (2005), p. 315 ss.; ANNUNZIATA (2004), p. 177 ss.; LUCARINI (2004), p. 63 ss.; BRESCIA MORRA (2006), p. 91 ss.; MESSORI (2004-I), p. 52 ss.; SARCINELLI (2005), p. 6 ss.; COMPORTE (2005), p. 610. In letteratura statunitense si è appuntata piuttosto sui profili del conflitto derivante dalla circolazione di informazioni riservate; ampia casistica è fornita in BUCK, BOWEN (1999). Le novità introdotte nella legge sulla tutela del risparmio in materia di conflitti di interessi relativamente all'intermediario bancario (particolarmente le modifiche agli artt. 53(4) e 136 del TUB) sono commentate da ANTONUCCI, PARACAMPO (2007), p. 290 ss.

come distorsiva, soprattutto quando tali imprenditori si trovino in difficoltà finanziarie e riescano ugualmente ad ottenere credito sfruttando la propria partecipazione alla definizione delle scelte strategiche della banca. Evidentemente una tale situazione procura un'allocazione inefficiente delle risorse e dei servizi finanziari offerti⁹¹. Un'altra ipotesi di conflitto è riscontrabile nel recente caso di scalata bancaria, in cui la Banca Popolare di Lodi operava concedendo finanziamenti a condizioni estremamente vantaggiose a favore dei propri clienti col proposito di raggiungere finalità ulteriori rispetto a quelle dell'erogazione del credito, particolarmente al fine di agevolare l'acquisto del controllo della Banca Antonveneta⁹².

Alcuni studi economici recenti hanno evidenziato che, in talune circostanze, le potenzialità di conflitto presenti in un intermediario specializzato, che offre una gamma limitata di prodotti finanziari, sono superiori rispetto a quelli di una banca universale. Il primo intermediario, infatti, avrà incentivi a fornire informazioni distorte al cliente quando la migliore opzione commerciale per il cliente non coincide con nessuno dei prodotti offerti dall'intermediario specializzato. La banca universale, invece, in quanto offre una molteplicità di prodotti, è in grado di fornire un'assistenza maggiormente credibile e più adeguata alle esigenze e alle caratteristiche finanziarie dell'investitore⁹³.

Tuttavia, è generalmente riconosciuto che il rischio di insorgenza del conflitto tende a diventare tanto più forte quanto più sono numerose le attività ed i

⁹¹ Proprio in ragione di queste preoccupazioni circa gli effetti negativi del connubio banca-impresa la legge bancaria del 1936 aveva, come è noto, introdotto in Italia un rigido sistema di specializzazione temporale dell'attività bancaria, per cui si distinguevano le "aziende" che finanziavano a breve (entro 18 mesi, c.d. credito commerciale) dagli "istituti" che gestivano mutui di medio/lungo periodo (c.d. credito mobiliare). Le prime erano istituti di credito ordinario, tra cui le banche pubbliche, chiuse all'azionariato estero, le casse rurali e di risparmio, le banche popolari e le ex banche di emissione. Il credito industriale era inizialmente di competenza esclusiva dell'Imi, Crediop e Icipu. Si aggiunsero poi Mediobanca, Centrobanca ed Efibanca. Dalla specializzazione temporale discendevano di fatto anche altre specializzazioni, quali quella territoriale e quella del settore di riferimento. Inoltre, gli enti creditizi venivano suddivisi in pubblici e privati, con forme legali differenti. Tale elevato grado di specializzazione accentuava la segmentazione del mercato e comprimeva il grado di concorrenzialità. Da tali indirizzi regolamentari e dal peso dominante della proprietà pubblica nelle banche italiane e la connessa attribuzione di funzioni di pubblica utilità determinarono per molti anni una sostanziale separatezza fra capitale bancario e industriale. Due eccezioni significative erano rappresentate tuttavia da Mediobanca, la cui struttura proprietaria era incentrata su un patto di sindacato tra banche pubbliche e le principali imprese industriali private, e dal sistema delle banche popolari, con struttura proprietaria diffusa tra imprenditori operanti nell'area di insediamento della banca. Si vedano MESSORI (2004-I), p. 43 ss.; TARANTINI (1999), p. 22 e COSTI (1994), p. 50. Il sistema bancario italiano è stato poi rivoluzionato dall'arrivo della seconda Direttiva bancaria europea, che ha permesso la nascita e lo sviluppo del modello della banca universale, ha dato l'avvio ad un processo di consolidamento e ad un pervasivo riassetto proprietario delle banche italiane. La nuova normativa ha inoltre allentato le barriere tra banche e imprese e ciò si è tradotto in tempi recenti ad una maggiore rilevanza quantitativa e qualitativa dei legami e degli incroci proprietari fra banche e imprese.

⁹² Cfr. MALAGUTTI E ONADO (2005), p. 331 ss., in cui si ricostruisce la vicenda nel dettaglio, e COMPORTI (2005), p. 610 che vi accenna in nota 32. Il caso verrà trattato più ampiamente nel quarto capitolo, in quanto si tratta di una ipotesi di conflitto endosocietario, più che di conflitto nel rapporto tra intermediario e cliente.

⁹³ Il riferimento è alle analisi compiute da BOLTON, FREIXAS E SHAPIRO (2004).

servizi offerti dall'istituzione e potenzialmente in grado di dare origini ad interessi contrastanti. Per questa ragione, la banca universale è stata storicamente vista con grande sfiducia negli Stati Uniti⁹⁴ dove solo a partire dal 1999, con l'entrata in vigore del *Gramm-Leach-Bliley Act*, è stato permesso alle banche commerciali di affiliarsi alle società di intermediazione mobiliare ed alle compagnie assicurative. Con questa misura, gli Stati Uniti hanno riconosciuto la possibilità di esercitare attività di banca universale, imponendo tuttavia l'adozione della struttura giuridica di gruppo⁹⁵.

Nell'eliminare le barriere che per così tanti anni avevano impedito lo sviluppo di intermediari polifunzionali, il Congresso ha valutato i potenziali benefici derivanti dalla combinazione delle attività finanziarie come prevalenti rispetto alle preoccupazioni dovute alla maggior presenza dei conflitti⁹⁶. Queste considerazioni di efficienza hanno spinto gli Stati Uniti ad allinearsi alle scelte di politica finanziaria già effettuate in Europa con la Seconda Direttiva Bancaria (1989)⁹⁷.

1.5 Il trade-off tra conflitto di interessi e sinergie organizzative: un problema di politica legislativa

⁹⁴ Le crisi del 1929 e la Grande Depressione diedero avvio allo svolgimento, da parte di un'apposita Commissione d'inchiesta del Senato americano, di numerose indagini ed audizioni che identificarono nella commistione tra attività bancaria e attività finanziaria una delle principali cause del dissesto finanziario di quegli anni. Fu così che il presidente Roosevelt tentò di ripristinare la fiducia nel mercato finanziario promulgando un complesso di norme passato alla storia come *Glass-Steagall Act* che vietavano alle banche commerciali di: (a) svolgere attività di sottoscrizione, collocamento, acquisto, vendita o distribuzione di strumenti finanziari, e (b) avere rapporti partecipativi o di fatto con società impegnate principalmente in attività di sottoscrizione, collocamento, acquisto, vendita o distribuzione di strumenti finanziari (cfr. art. 20 del *Banking Act* del 1933).

⁹⁵ In particolare, secondo il GLBA, le banche commerciali possono appartenere ad un gruppo facente capo ad una *financial holding company*. Quest'ultima è autorizzata a svolgere, direttamente o tramite società controllata non bancaria, servizi finanziari, assicurativi e accessori, sempre che la Fed abbia accertato la sussistenza di due condizioni: (a) che tutte le banche del gruppo presentino una adeguata capitalizzazione (*well capitalized*) ed un adeguato sistema di gestione (*well managed*); (b) ciascuna di esse adempia a taluni obblighi di prestare adeguata attenzione alle necessità di credito della comunità del territorio in cui operano, previsti nel *Reinvestment Act*.

⁹⁶ Vi è consenso nella letteratura economica nel ritenere che in media i conflitti di interesse derivanti dalla contemporanea prestazione di servizi bancari e di investimento non producono effetti negativi sul mercato, v. riferimenti in MEHRAN E STULZ (2006), p. 30 ss.

⁹⁷ Più in generale, sull'evoluzione del sistema finanziario americano, si vedano, *ex multis*, CROCKETT, ET AL. p. 56 e ss., e WILMARTH (2007) p. 1 e ss. Quest'ultimo Autore ha evidenziato come tra i numerosi studi sugli scandali Enron e Worldcom solo due hanno prestato attenzione al ruolo in essi rivestito dalle banche universali. L'Autore sottolinea come l'elevata remuneratività dei servizi di investment banking abbia indotto le banche universali a concludere operazioni di finanza strutturata in presenza di elevati rischi reputazionali e di responsabilità giuridiche e quindi in totale spregio delle policy interne di gestione dei rischi. Le operazioni compiute dalle banche universali nei casi Enron e Worldcom hanno rivelato la presenza di pressanti esigenze di business, conflitti di interessi, finanza speculativa e sfruttamento degli investitori in termini molto simili a quelli che avevano indotto il Congresso a decretare la separazione delle banche commerciali da quelle di investimento nel 1933. Questi episodi hanno rappresentato un evidente fallimento dei presidi di governance sia delle banche universali che dei loro clienti corporate.

Nell'intermediazione bancaria l'interposizione di una banca commerciale tra il risparmiatore e l'impresa fa sì che la relazione fiduciaria *principal-agent* si instauri a livello del rapporto tra la banca ed il soggetto finanziato. In questo ambito, la banca agisce come *principal* e si trova essa sola a dover sopportare i rischi ed i costi connessi alla conoscenza imperfetta della situazione patrimoniale e dell'attività del cliente finanziato⁹⁸. Pertanto, dall'ottica del risparmiatore, il modello bancocentrico è più stabile e garantisce una maggiore sicurezza; i rischi ed i costi dell'asimmetria informativa sono allocati sulle banche e regolati attraverso la legislazione prudenziale.

Diversamente che nell'intermediazione bancaria, nel mercato mobiliare i problemi di selezione avversa e di azzardo morale si spostano sul rapporto tra intermediario e risparmiatore; risultano anzi aggravati dalla circostanza che l'ignoranza dell'investitore medio è, a differenza che per la banca commerciale, un'ignoranza razionale⁹⁹. La presenza di asimmetrie informative tra chi domanda e chi offre capitali è il motivo stesso per cui il cliente si rivolge all'intermediario per ricevere servizi finanziari. Da un punto di vista economico, quell'asimmetria giustifica l'esistenza dell'intermediario mobiliare: è ineliminabile, se non a pena di annientare il vantaggio derivante dalla specializzazione e dalle economie di scopo fornite dall'intermediazione. Annullare il gap informativo vorrebbe dire, in altre parole, rendere inutile la figura dell'intermediario mobiliare e, da ultimo, inefficiente il funzionamento del mercato finanziario¹⁰⁰.

Il ragionamento economico ci permette di evidenziare questo aspetto fondamentale del mercato mobiliare: la presenza di asimmetrie informative è strutturale, in quanto necessaria non solo all'impresa, che altrimenti non riuscirebbe a mobilitare le risorse economiche dal pubblico, ma anche all'investitore, che, non ritenendo "razionale" sostenere costi di ricerca, di elaborazione e di monitoraggio proibitivi, non avrebbe informazioni sufficienti a investire e perderebbe l'opportunità del guadagno finanziario. È possibile dunque identificare un *trade-off* tra asimmetria informativa e specializzazione (separazione tra proprietà e controllo).

⁹⁸ ONADO (2000): "*Ponendosi come creditore dell'operatore in deficit e come debitore dell'operazione in surplus [la banca] risolve alla radice il problema delle informazioni tra il primo ed il secondo*".

⁹⁹ Sulle misure istituzionalmente idonee a controbilanciare la presenza di asimmetrie informative presenti sul mercato mobiliare v. BLACK (2001), p. 789 ss.

¹⁰⁰ In altre parole, è il gap informativo a giustificare uno spostamento di risorse da un soggetto ad un altro, particolarmente da un numero elevato di persone a pochi specialisti (c.d. *pooling*), determinando rischi in termini di opportunismo; cfr. SARTORI (2001-II), p. 611, che opportunamente cita un passaggio di Smith alquanto significativo per quanto concerne la tematica considerata: "(...) *large financial intermediaries could serve as the conduit through which the savings of millions of dispersed households are collected and transformed into corporate capital and shareholder power. By pooling and investing the dispersed savings of their customers, financial intermediaries could thus become large, influential shareholders, and could monitor firm management and reduce agency costs*".

Le precedenti osservazioni possono essere meglio comprese se si considera l'informazione come un qualunque bene oggetto di domanda e di offerta. Chi offre le informazioni, ossia le imprese e gli intermediari, agisce nella speranza di ottenere la fiducia degli investitori e, conseguentemente, ricevere i capitali (per le imprese) o realizzare un lucro (per gli intermediari). Chi domanda le informazioni necessita di notizie utili a compiere una scelta di investimento consapevole. Tuttavia, sia sul lato dell'offerta che su quello della domanda, l'informazione presenta dei costi: per gli offerenti in termini di produzione dell'informazione, per gli investitori in termini di elaborazione delle stesse. Data la presenza di tali costi e la natura di bene pubblico dell'informazione – caratterizzata dall'indivisibilità e dalla non esclusività del godimento, le imprese e gli intermediari ne produrranno una quantità inferiore a quella socialmente desiderabile¹⁰¹. A loro volta, gli investitori, a causa dei problemi di *free riding* e degli elevati costi transattivi, possono domandare un livello di informazione inferiore a quello ottimale¹⁰². Tutte queste complicazioni sono ulteriormente acuite dalla natura del bene scambiato consistente, come si è detto, in una fonte di remunerazione meramente futura e incerta e di difficile valutazione.

Quanto precede, se da un lato giustifica la presenza degli intermediari e l'intervento del legislatore in favore di una *disclosure* obbligatoria¹⁰³, sotto un diverso profilo rende estremamente complessa la determinazione in concreto del regime informativo da imporre alle parti¹⁰⁴. Ne consegue che bisogna distinguere la presenza di una disinformazione spontanea¹⁰⁵, derivante un dislivello informativo efficiente, ossia ineliminabile alla luce della diversa distribuzione delle informazioni sul mercato dei capitali e persino "economica" dati i vantaggi derivanti dalla specializzazione dei compiti, dall'esigenza di garantire un grado di

¹⁰¹ *Ex multis*, ZINGALES, p. 18 e GENTILI (2004), p. 556. Sul fallimento del paradigma convenzionale dell'informazione perfetta nei mercati finanziari e sul connesso problema del conflitto di interessi v. CAVAZZUTI (1989), p. 357 ss.

¹⁰² Cfr. FERRARINI (2004), p. 412.

¹⁰³ Cfr. per tutti CAVAZZUTI (2004), p. 419 ss.

¹⁰⁴ Sul tema si veda PERRONE (2006), p. 382, secondo cui la funzione degli obblighi di informazione dell'intermediario dovrebbe essere quella di consentire il superamento di asimmetrie informative di "secondo grado", aventi come riferimento non tanto il rapporto fra emittenti e l'insieme degli investitori (a cui provvede un efficiente mercato di capitali), ma quello fra il significato dei prezzi di mercato e la normale razionalità limitata dell'investitore *retail*. L'opinione si basa sul riconoscimento dell'efficienza informativa del mercato di capitali che tuttavia è tutt'altro che riscontrata nella realtà dagli economisti, che in effetti utilizzano la teoria del mercato perfetto come mero modello, ossia come uno strumento di indagine per definizione irrealistico, ma utile a fini scientifici.

¹⁰⁵ L'espressione è in GENTILI (2004), p. 560 per indicare quell'asimmetria derivante dal fatto che il contraente non dispone di informazioni in ragione dell'elevato costo di acquisirle e valutarle. Questa ipotesi viene distinta da quella in cui, in presenza di una disinformazione spontanea, vi sia un approfittamento della controparte che basa la propria posizione contrattuale sull'ignoranza altrui e da quella ulteriore della disinformazione indotta, ossia derivante dal comportamento della controparte.

trasparenza tale per cui chi offre capitali deve avere notizie sufficienti a compiere una ponderata ed efficiente allocazione delle proprie risorse¹⁰⁶.

Prese di posizioni semplicistiche in favore dell'imposizione sull'intermediario di un obbligo di informativa "quanto più ampia e veritiera possibile" in nome di un'assunta esigenza del mercato mobiliare rischiano di essere poco più che slogan. Similmente, sillogismi del tipo: "l'asimmetria informativa procura fallimenti del mercato; i fallimenti del mercato vanno risolti attraverso una regolamentazione che vi ponga rimedio; quindi il legislatore deve provvedere a regolamentare il mercato finanziario nel senso di ridurre il gap informativo" sono fuorvianti, se letti isolatamente. Complementare al precedente sillogismo vi è la questione di determinare la quantità e la qualità delle informazioni che dovrebbero essere fornite all'investitore; sino a che punto è opportuno imporre obblighi informativi despecializzanti; o, detto ancora diversamente, quali sono i limiti oltre i quali la circolazione delle informazioni viene ad essere di ostacolo, a costituire un costo (in primis per i risparmiatori) anziché un beneficio, ai meccanismi di accumulazione del capitale e di efficiente allocazione delle risorse¹⁰⁷.

Vi è poi un altro aspetto che, come è stato osservato, rende l'informazione "uno strumento carico di ambiguità", particolarmente quando diventa convinzione che informare il cliente costituisca formalisticamente un onere sufficiente a ritenere adempiuto l'obbligo di diligenza professionale. L'ambiguità è in ciò, che l'informazione potrebbe, al di là delle dichiarazioni di principio, divenire il mezzo per precludere al cliente la possibilità di esperire rimedi contro operazioni che – sebbene concluse a fronte di un'informazione adeguata – risultano sostanzialmente contrarie al proprio interesse.

¹⁰⁶ In termini più rigorosamente economici, per citare EATERBROOK, FISCHER (1991), p. 299: "*Information is costly to compile and disseminate and to digest, and the costs are borne in large part by investors. Whether investors benefit by more information depends on whether the marginal benefits of increments of knowledge exceed the marginal costs*".

¹⁰⁷ Della difficoltà di trovare una soluzione equilibrata al problema, che tenga conto dell'esigenza degli investitori di ricevere informazioni finanziarie al contempo semplificate e complete, vi è piena consapevolezza a livello internazionale. Si riporta a titolo esemplificativo un passo dello IOSCO Consultation Report "*An Overview of the Work of the IOSCO Technical Committee*", del marzo 2007, in cui la questione viene sinteticamente affrontata: "*As retail investors may not access the same information as market professionals, their growing role in financial markets raises issues concerning their capacity to assess suitability of financial products and investment risks related to these products. Many retail investors (...) may not clearly understand the products or the layers of costs associated with those products. (...) Therefore, they might end up purchasing a product that they would not have otherwise, had they understood the true costs of the product and/or their intermediaries conflicts of interests. IOSCO is currently considering the key information that customers ought to receive at the point of sale in order to support sound investment decision-making*", p. 14-15.

La tematica del conflitto di interessi è particolarmente scomoda perché si collega a questo tipo di domande, ed alla difficoltà di trovare aprioristicamente una risposta. Come l'asimmetria informativa, anche la presenza del conflitto affonda le proprie radici nella separazione tra proprietà e controllo, nella divisione del lavoro, nelle economie di scala, nella specializzazione dei compiti che caratterizzano i moderni capitalismi. Di fatto, quanto più complessa diventa la finanza, tanto più forte è la tendenza alla formazione di economie di scopo, di intermediari polifunzionali, tanto più si estende la probabilità che insorgano conflitti di interesse ad inquinare l'efficiente svolgimento delle transazioni finanziarie. Indubbiamente, è possibile individuare un *trade-off* anche tra sinergie/economie di scopo e conflitto di interessi¹⁰⁸.

In quest'ottica, se da un lato il conflitto di interessi richiama l'esigenza di rafforzare leggi, regole e principi che valgano a contrastarne gli effetti, dall'altro, obliquamente, nell'attuale sistema esso si presenta come un costo strutturale, riproponendo le antiche contraddizioni del capitalismo. La separazione della proprietà diffusa dal controllo risponde all'esigenza di aggregare grandi ricchezze e di assicurare opportunità di investire alla massa disinteressata alla gestione diretta dell'impresa, secondo criteri di diversificazione del rischio. Tuttavia, quanto più il controllo è dissociato dalla proprietà, e dunque dal rischio, tanto più si genera un problema di incentivi perversi e di costi di agenzia dovuti al disallineamento di interessi tra proprietario e gestore. Il legislatore che voglia affrontare questo tema si troverà allora a dover risolvere un conflitto sul conflitto (un "metaconflitto")¹⁰⁹.

Come evidenziato dal Prof. Visentini, in un capitalismo di libero mercato *"la diffusione dei conflitti d'interesse non è una malattia epidemica, ma è il costo per una maggiore crescita"*. Questo è il nodo cruciale: l'esistenza di un conflitto di interessi, non necessariamente danneggia i risparmiatori. Ciò in quanto la presenza di conflitti si accompagna a sinergie ed economie di scopo da cui il pubblico degli investitori può e deve trarre vantaggio. Questo vantaggio costituisce la giustificazione alla presenza dei conflitti, ne rappresenta la stessa ragion d'essere. Impedire il sorgere del conflitto implica innalzare i costi di

¹⁰⁸ WHITE si esprime in questi termini: *"The quest for synergies, the benefit from combining multiple activities within a financial institution, is one of the driving forces behind the development of financial institutions. However, synergies and conflicts of interest are a package deal. You cannot eliminate one without eliminating the other. The information approach to financial markets reveals the nature of this problem, which is at the core of the function of any financial institution."* p. 1.

¹⁰⁹ Non si tratta di un "conflitto di classe" – per riferirci all'efficace espressione del Prof. Gustavo Visentini in una critica acuta alle conclusioni espresse dal Prof. Guido Rossi nel saggio "Il conflitto endemico". Mi permetto di aggiungere che il "malinteso" nel discorso del Prof. Rossi non è solo quello di assimilare il conflitto individuale o contrattuale ad uno di classe. Mi pare, infatti che l'equivoco nell'analisi del Prof. Rossi risieda nel fatto di associare semplicisticamente la catastrofe all'endemica esistenza dei conflitti d'interesse.

produzione delle informazioni da parte degli intermediari, a detrimento dei risparmiatori.

Bisogna inoltre considerare che il *trade off* tra conflitti e sinergie è difficilmente risolvibile in modo autoritativo dal legislatore, il quale non è in grado di conoscere *ex ante* qual è in un dato momento il modello organizzativo più efficiente per ciascun intermediario. In questa situazione, il miglior approccio è quello di lasciar determinare l'equilibrio attraverso scelte decentrate, favorendo il buon funzionamento del mercato ed una vigilanza indipendente da parte di autorità pubbliche e risparmiatori.

D'altra parte, ciò di cui indubbiamente un legislatore può essere certo, ciò che determina la crescente valenza politica del tema dei conflitti, è il danno sociale subito dal pubblico degli investitori in occasione di comportamenti opportunistici di chi si approfitta del conflitto per avvantaggiarsi a discapito della controparte. Il vero snodo nevralgico, allora, non è tanto nella presenza (endemica) dei conflitti, quanto nel loro sfruttamento, nel comportamento abusivo e nella violazione della fiducia che ne consegue.

Lo sfruttamento del conflitto di interessi comporta, infatti, un'appropriazione (oggettivamente) fraudolenta che interviene in spregio ad un accordo improntato sulla fiducia, ossia in violazione della regola che dovrebbe forgiare la relazione tra principale ed agente. È un fallimento del mercato derivante da una "crisi di legalità"¹¹⁰. È a quell'appropriazione che ci si riferisce quando si utilizza l'espressione tipicamente angloamericana di "frode finanziaria"¹¹¹. La relazione causale tra i due fenomeni del conflitto di interessi e della frode finanziaria può condurre alla fallace opinione che obiettivo del legislatore dovrebbe essere quello di contenere in ogni caso il sorgere dei conflitti, eventualmente persino vietarli. A ben vedere, con un tale tipo di approccio, anziché punire l'evento patologico, si compie l'errore di spostare il rimedio sul gradino precedente, colpendo il fenomeno da cui può derivare (ma non necessariamente deriva) il comportamento opportunistico. Per fare un esempio di

¹¹⁰ Così efficacemente il Prof. Visentini: "*Per la funzionalità del mercato il problema sta (...): nel regolare come accadimento fisiologico, come voluta conseguenza della mobilità del mercato, le crisi economiche e finanziari; ma nel contempo: nel prevenire e punire come patologie le crisi di legalità, queste sì distorsive della concorrenza, di danno per il mercato, di ingiusta allocazione dei capitali e dei profitti.*" (v. VISENTINI (2005), pp. 27-28)

¹¹¹ Sempre il Prof. Visentini: "*Le crisi di legalità, nel loro complesso e intese nella loro radice, ben possono ricondursi a vicende di frode contrattuale; alla frode, nel significato più comprensivo. Infatti, il mercato è la risultante di accordi tra operatori liberi di decidere: imprenditori e consumatori. Il contratto è lo strumento del mercato, sì che i principi del contratto sono i principi del libero mercato. Perciò il principio sul quale si fonda il mercato è il rispetto dei patti. La frode inquina l'accordo e, se diffusa, distrugge il mercato.*" (v. VISENTINI (2005), p. 28). Come si è detto, il concetto di "frode finanziaria" è l'architrave dell'ordinamento giuridico statunitense in materia finanziaria e vera e propria norma di chiusura del sistema (v. cap. I).

sapore paradossale, è come se il legislatore che volesse evitare incidenti stradali vietasse l'utilizzo delle automobili¹¹².

Al contrario, è possibile ed opportuno distinguere sotto un profilo logico la presenza di una situazione di conflitto di interessi dal suo sfruttamento (frode finanziaria), differenza che – sebbene ovvia – riteniamo non sufficientemente sottolineata dalla dottrina giuridica. Il conflitto è una situazione di rischio (e dunque un costo) dal quale tuttavia possono derivare sinergie ed economie di scopo a beneficio del mercato: la regolamentazione del conflitto richiede una complessa analisi di tipo costi/benefici; le frodi finanziarie sono comportamenti opportunistici di appropriazione di risorse al di fuori del mercato, procurano esclusivamente esternalità negative, costi individuali e costi sociali¹¹³ e vanno contrastate, prevenute e sanzionate con particolare rigore, attraverso un'adeguata disciplina che valga a tutelare la fiducia dei risparmiatori negli operatori di mercato.

Seguendo questo filo logico, un legislatore che abbia compiuto una scelta politica in favore di un capitalismo di libero mercato deve risolvere il “metaconflitto” in una regolamentazione che, più che prevenire *tout cour* l'insorgenza dei conflitti di interessi (endemic), ne contrasti senz'altro lo sfruttamento, ossia ne favorisca la prevenzione e la gestione in modo da evitare danni agli investitori ed al mercato¹¹⁴. In altri termini, in un'ottica gius-economica, il legislatore dei mercati mobiliari dovrebbe normare non tanto con l'obiettivo demagogico di abolire “la piaga dilagante” del conflitto di interessi, ma quanto con quello più realistico di contrastarne lo sfruttamento con strumenti preventivi e repressivi¹¹⁵.

¹¹² Di questo aspetto si è raggiunta ormai piena consapevolezza anche negli Stati Uniti, ove la risposta ai recenti scandali finanziari non è stata la reintroduzione delle barriere vigenti con il *Glass-Steagall Act*, ma un rafforzamento degli obblighi informativi attraverso il *Serban-Oxley-Act*. Anzi, come evidenziato efficacemente da CAPIELLO (2007), p. 60, la normativa statunitense sembra fondata sul convincimento che il coordinamento operativo ed informativo nell'ambito di un medesimo gruppo risponda a criteri di efficienza e competitività. Per una critica a quest'approccio si vedano tuttavia CUNNINGHAM (2002), pp. 6 e 42, secondo cui meglio avrebbe fatto il Congresso a riflettere sull'opportunità di ripristinare le più stringenti misure previste nel *Glass-Steagall Act*.

¹¹³ Sulla differenza tra costi individuali e costi sociali a fronte di appropriazioni dell'*agent*, si vedano POSNER, p. 66 ss, 68 s.; BOWLES, p. 72 ss.; PRATT E ZECKHAUSER (ed).

¹¹⁴ In termini simili ANNUNZIATA (2004), p. 178.

¹¹⁵ In altre parole, la regolamentazione dovrebbe concentrarsi sull'introduzione di presidi giuridici di prevenzione e repressione dello sfruttamento del conflitto, volti a ridurre gli incentivi a compiere le frodi, a limitare l'azzardo morale che ne deriva e ad internalizzare i costi prodotti dai medesimi, migliorando l'efficienza del rapporto sottostante. La repressione delle appropriazioni connesse a slealtà non è solo nell'interesse individuale del *principal*, ma altresì sociale, dei traffici, che richiedono un corretto funzionamento del rapporto di *agency*. In questi termini la puntuale ricognizione del problema effettuata da DE LORENZI (1993), p. 984.

1.5 Prevenzione dell'insorgenza del conflitto v. prevenzione della frode finanziaria

Sulla falsariga della distinzione testé proposta tra situazione di conflitto e sfruttamento dello stesso (frode finanziaria) è possibile individuare astrattamente diverse tipologie di modelli che valgono a regolamentare *ex ante* il fenomeno con finalità di prevenzione. Una prima categoria è rappresentata da presidi giuridici volti ad impedire l'insorgenza stessa del conflitto, una seconda invece è funzionale alla gestione dello stesso, ossia alla prevenzione del suo sfruttamento¹¹⁶.

Quanto al primo tipo di rimedi, essi si risolvono in regole, incompatibilità e divieti volti ad ostacolare il verificarsi di una situazione da cui deriva o potrebbe derivare un conflitto di interessi. In questa categoria rientrerebbe, ad esempio, un ipotetico divieto a carico dell'intermediario di esercitare servizi diversi dalla gestione dei portafogli di investimento. Attraverso detta imposizione il legislatore otterrebbe di isolare il servizio di gestione, impedire la polifunzionalità e per questa via garantire una più piena indipendenza dell'intermediario. Altra ipotesi esemplificativa è il divieto di parametrare la remunerazione di un analista finanziario alla quantità di titoli valutati che l'intermediario collocherà presso gli investitori. E' evidente infatti che tale schema remunerativo avrebbe l'effetto di incentivare giudizi non obiettivi sul titolo, in quanto viziati dall'interesse dell'analista ad ottenere un salario più elevato. Ancora, simili intenti avrebbe un obbligo dell'intermediario di non inserire in una gestione individuale più di una certa percentuale di obbligazioni emesse da società del proprio gruppo di appartenenza. In tutti questi casi, il legislatore contempla misure che incidono sull'origine stessa del conflitto, in ragione della particolare rischiosità che il

¹¹⁶ Vari Autori si sono cimentati nel proporre una classificazione dei modelli di regolamentazione del conflitto di interessi, con riguardo tuttavia ai conflitti degli amministratori di società. In particolare si richiama GOSHEN (2003), nonché per la letteratura italiana MARCHETTI (2004) e ENRIQUES (2000). Ad esempio, secondo ENRIQUES (2000), p. 30 ss., le regole che disciplinano la situazione di potenziale conflitto di interessi possono essere di quattro tipi: d'incompatibilità, di proibizione, d'informazione e di procedura. Nella suddivisione qui proposta, invece, la regola di incompatibilità è senz'altro di prevenzione dell'insorgenza del conflitto, mentre l'informazione è di prevenzione dello sfruttamento del conflitto insorto. La proibizione e la procedura, invece, possono essere inquadrati nell'una o l'altra categoria a seconda del presidio specifico. Ad esempio, proibire un certo tipo di operazione in conflitto è uno strumento di prevenzione dell'abuso, mentre la fissazione di limiti quantitativi al compimento di talune operazioni è volto a prevenire l'insorgenza del conflitto di interessi. Similmente, la procedura è, in genere, un mezzo per gestire il conflitto insorto (e dunque di prevenzione dell'abuso), ma possono esistere procedure finalizzate a prevenire l'insorgere del conflitto. Ci sono infine ulteriori tipologie di presidi che l'Autore non menziona (perché non rilevano nel conflitto di interessi degli amministratori), ad esempio quello statico di prevedere separazioni di tipo giuridico strutturale (rimedi di prevenzione del conflitto) e quello dinamico di dettare una regola dell'*agere* in conflitto, entrambi modelli di prevenzione – come si dirà - tipici della disciplina mobiliare del conflitto nel rapporto tra intermediario e cliente.

cumulo di ruoli, o il tipo di remunerazione o l'attività vietata comporterebbero in termini di imparzialità dell'agente.

La verifica dell'effettivo adempimento delle regole volte a prevenire l'insorgenza del conflitto presenta il vantaggio di essere un procedimento relativamente semplice, in quanto si basa sulla dimostrazione di un fatto e prescinde da valutazioni di tipo discrezionale. D'altro canto, questa tecnica di prevenzione finisce per prescrivere una regolamentazione rigida, potenzialmente generatrice di due effetti perversi. Innanzitutto, essa potrebbe risolversi nell'introduzione di regole arbitrarie, di una serie di formalismi incapaci di catturare condotte effettivamente lesive. Alternativamente, potrebbe contemplare rimedi estremi, che rischierebbero di impedire il compimento di operazioni efficienti ed ingessare il mercato. Pertanto, il legislatore accorto introduce questa tipologia di presidi come *extrema ratio*, in circostanze in cui la particolare frequenza, intensità e dunque pericolosità del conflitto ne rende altamente probabile lo sfruttamento.

L'altra categoria di rimedi raggruppa una gradazione di regole organizzative, procedurali e di condotta attinenti alla gestione del conflitto, ossia alla sua neutralizzazione una volta che esso sia insorto. A titolo esemplificativo, si possono citare l'istituzione di procedure di controllo interno funzionali alla prevenzione dello sfruttamento del conflitto, nonché l'obbligo di fornire informazione al cliente circa la sussistenza del conflitto.

Questo secondo modello di regolamentazione presenta il vantaggio di essere sufficientemente flessibile da ridurre le probabilità di ostacolare transazioni convenienti, ma ha lo svantaggio di rendere più complesso il rilevamento della violazione. L'adempimento della norma, infatti, implica generalmente valutazioni tecnico-discrezionali che rendono meno univoca l'individuazione della condotta legittima. La rilevazione dell'attività *contra legem* e l'irrogazione della sanzione è pertanto più costosa e richiede una maggiore preparazione e capacità dei soggetti chiamati a monitorare gli intermediari (gli investitori in primo luogo, ma anche l'autorità di vigilanza ed il sistema giudiziario).

Infine, se ci si pone in un'ottica *ex post*, è possibile individuare due tecniche di repressione degli abusi, che operano cioè una volta che l'attività illegittima sia stata effettivamente compiuta. In particolare, è possibile distinguere tra regole di validità, ossia tra rimedi reali che conducono alla dichiarazione di inefficacia dell'atto compiuto in sfruttamento del conflitto o in violazione di una norma preventiva, e regole di responsabilità, che tutelano la parte lesa attraverso il risarcimento del danno o comunque puniscono il comportamento illegittimo

attraverso sanzioni di natura personale (es. amministrativa e penale). Di questi rimedi si tratterà nell'ultimo paragrafo.

Si noti sin da ora che, come ben evidenziato dalla letteratura giuseconomica, oltre ad avere un effetto repressivo, i rimedi successivi svolgono anche una funzione di prevenzione e deterrenza, in quanto la probabilità e l'entità della sanzione vengono considerate nel calcolo dei costi/benefici che l'operatore svolge nel decidere se compiere o meno una condotta illegittima.

Inoltre, evidentemente, alla violazione di una regola preventiva corrisponde (o dovrebbe corrispondere) sempre un rimedio *ex post*, una sanzione, sia essa di tipo reale o personale (a titolo meramente esemplificativo, al mancato rispetto di un obbligo di informazione sul conflitto segue l'irrogazione di una sanzione amministrativa). Tuttavia non è vera la relazione inversa. Infatti, ben possono esistere rimedi repressivi sprovvisti di una portata preventiva diversa dal mero effetto deterrente della sanzione. È il caso, per ipotesi, di una regola che contempli l'annullamento di un'operazione in conflitto avente contenuto difforme dall'interesse dell'investitore. In questo esempio, il legislatore non disciplina la situazione precedente il compimento dell'abuso, non detta una regola da rispettare nella fase in cui il conflitto è in uno stadio potenziale, non stabilisce presidi specifici per ridurre la probabilità del suo sfruttamento, ma sanziona in via meramente successiva una condotta lesiva già compiuta¹¹⁷.

2. *La disciplina del conflitto di interessi negli standard internazionali*

2.1 *La regola generale della prevenzione e del fair treatment*

Gli strumenti volti alla regolamentazione preventiva del conflitto degli intermediari mobiliari raccomandati negli standard internazionali rappresentano un mix equilibrato di ambedue le suddette tipologie di tecniche normative, con prevalenza dei meno rigidi presidi di prevenzione dello sfruttamento del conflitto.

La *regola generale* sul conflitto di interessi è dettata nel commento al principio n. 23 degli IOSCO *Objectives and Principles of Securities*

¹¹⁷ Cfr. ENRIQUES (2000), p. 26.

*Regulation*¹¹⁸, nei seguenti termini: “*Conflicts of interests – A firm should try to avoid any conflict of interest arising but, where the potential of conflict arises, should ensure fair treatment of all its customers by proper disclosure, internal rules of confidentiality or declining to act where conflict cannot be avoided. A firm should not place its interest above those of its customers.*” Tale raccomandazione rappresenta, a sua volta, un’evoluzione del principio n. 6 contemplato nei precedenti *IOSCO International Conduct of Business Principles*, che recita: “*A firm should try to avoid conflicts of interest, and when they cannot be avoid, should ensure that its customers are fairly treated*”.

Sulla scorta degli standard sopraccitati è possibile distinguere due tipologie di obblighi che lo IOSCO raccomanda siano imposti agli intermediari:

- (i) cercare di **evitare l’insorgenza** del conflitto; la raccomandazione non indica incompatibilità e divieti specifici, ma lascia all’intermediario – opportunamente vigilato dalle autorità di settore – la scelta della modalità più appropriata attraverso cui adempiere a questo obbligo; e
- (ii) quando vi è possibilità che il conflitto insorga, assicurare il **corretto trattamento** (*fair treatment*) di tutti i clienti mediante un’opportuna informazione, procedure interne di riservatezza o, nel caso in cui il conflitto non possa essere evitato, astenendosi dall’agire¹¹⁹. In ogni caso, **l’intermediario non deve mai anteporre i propri interessi a quelli dei propri clienti**¹²⁰. È la regola cardine del “*fair treatment*” che trova origine ed ampio spazio negli ordinamenti angloamericani quale parametro per verificare la legittimità dell’operato dell’intermediario in situazioni di conflitto e per lasciare allo stesso una discrezionalità nella scelta dei mezzi per neutralizzarne gli effetti negativi. Nella Metodologia si specifica, infine, che l’intermediario deve riconoscere il medesimo trattamento a tutti i clienti che si trovino in situazioni simili¹²¹.

Dunque, nel disciplinare il conflitto di interessi, lo IOSCO ha sposato il modello angloamericano del *fair treatment*, elaborato per la prima volta

¹¹⁸ Detto principio 23 legge: “*Market intermediaries should be required to comply with standards for internal organization and operational conduct that aim to protect the interests of the clients, ensure proper management of risk, and under which management of the intermediary accepts primary responsibility for these matters.*” Ad esso segue un commento in cui è trattato più in dettaglio il tema dei conflitti.

¹¹⁹ La regola dell’astensione è ben conosciuta nell’ordinamento anglosassone dove si riconosce che in talune circostanze l’intermediario non ha altra scelta se non di rifiutarsi di agire per conto del cliente, cfr. *FSA Handbook, Conduct of Business*, 2004.

¹²⁰ Testualmente, dal par. 12.5, p. 37.

¹²¹ Testualmente: “*(d) A firm should not place its interest above those of its customers and should give similarly situated treatment to similarly situated customers*”, *Methodology*, p. 118.

dall'ordinamento statunitense e poi circolato nel Regno Unito. Di conseguenza, per comprendere la portata del principio n. 23 è necessario considerare brevemente in che cosa consista quest'istituto.

Il dovere di *fair dealing* ha origini remote nel tempo. Specificamente, esso affonda le proprie radici nella *fiduciary law* anglo-americana, ossia in un insieme di regole sviluppatesi alla fine dell'ottocento su impulso del formante giurisprudenziale per regolare i rapporti tra principale ed agente. Secondo le corti inglesi e statunitensi, l'intermediario mobiliare che esegue un ordine per conto del cliente (*broker*) è obbligato ad agire in qualità di agente/fiduciario della controparte, nel miglior interesse stessa e nel rispetto di vincoli di lealtà (*loyalty*)¹²².

Originariamente questo dovere implicava un divieto di compiere operazioni in presenza di un interesse proprio. Il principio si è evoluto successivamente alle decisioni delle corti di equità nel senso di permettere all'intermediario di agire qualora fosse fornita al cliente piena informazione circa l'interesse personale, questi avesse prestato il proprio consenso e l'operazione fosse intervenuta a condizioni di mercato¹²³.

Si noti come, storicamente, i doveri della *fiduciary law* non trovavano applicazione quando l'intermediario operava come *dealer*, ossia in conto proprio, in quanto in questa circostanza questi, in principio, si limitava a vendere un prodotto agendo al di fuori di un rapporto di sostituzione. Di conseguenza, salvo altrimenti stabilito nel contratto o desumibile dalle circostanze del caso, il *dealer* non assumeva alcun obbligo fiduciario nei confronti dell'investitore¹²⁴.

Negli Stati Uniti il suddetto quadro normativo ha subito un'evoluzione per effetto dell'entrata in vigore della normativa federale (il *Securities Act* del 1933 e

¹²² Tra le principali sentenze, v. *Marvin v. Brook*, 94 N.Y. 71 (1883), cfr. più ampiamente WEISS (1997), p. 77 e riferimenti giurisprudenziali ivi contenuti in nota.

¹²³ V. *Taussing v. Hart*, 58 N. Y. 425 (1874), cit. in WEISS (1997), p. 77. Inoltre, si fa divieto al broker di ottenere un "secret profit"; id. a p. 80. Il contenuto dei doveri fiduciari è ben sintetizzato in uno studio svolto dal governo inglese successivamente all'introduzione della regola del fair dealing; v. *Fiduciary Duties and Regulatory Rules (1995)*, Report on a reference to the Law Commission under Section 3(1)(e) of the Law Commissions Act 1965, secondo cui i doveri fiduciari si compongono in: (i) the "no conflict" rule. A fiduciary must not place himself in a position where his own interest conflicts with that of his customer, the beneficiary. There must be a "real sensible possibility of conflict"; (ii) the "no profit" rule. A fiduciary must not profit from his position at the expense of his customer, the beneficiary; (iii) the undivided loyalty rule. A fiduciary owes undivided loyalty to his customer, the beneficiary, not to place himself in a position where his duty towards one customer conflicts with a duty that he owes to another customer. A consequence of this duty is that a fiduciary must make available to a customer all the information that is relevant to the customer's affairs; (iv) the duty of confidentiality. A fiduciary must only use information obtained in confidence from his customer, the beneficiary, for the benefit of the customer and must not use it for his own advantage, or for the benefit of any other person.

¹²⁴ In re *B. Solomon Co.*, 268 F. 108, 113 (2d Circ. 1920), id. a p. 78, vd. anche pp. 83-84.

il *Securities and Exchange Act* del 1934), degli interventi della SEC e di nuove decisioni giurisprudenziali volte per un verso a limitare l'eccessiva rigidità della regola fiduciaria a carico del *broker* e dall'altro a ridurre le divergenze tra questa figura e quella del *dealer*.

Un primo cambiamento è riconducibile ai chiarimenti apportati dalla giurisprudenza alla *fiduciary theory*. In particolare, secondo le decisioni delle corti e della SEC il *broker-dealer* non è investito di doveri fiduciari nei confronti della controparte sulla base meramente del proprio status¹²⁵. Per ritenere applicabile le regole fiduciarie bisogna fare riferimento alle circostanze di fatto e valutare se è possibile ricavare dalle stesse una relazione di “*trust and confidence*”¹²⁶. Tale rapporto è senz'altro configurabile qualora l'intermediario presti (di fatto) un servizio di gestione o di consulenza, in quanto in questi ambiti esso compie scelte di investimento per conto del cliente o influisce sulle sue decisioni¹²⁷. La relazione di “*trust and confidence*” implica che l'intermediario è obbligato ad effettuare “*meticulous full disclosure of every element of his adverse interest in the transaction*”¹²⁸. L'entità dei doveri fiduciari è comunque parametrata al grado di discrezionalità goduto dal *broker-dealer*, alla sua capacità di influenzare le scelte di investimento del cliente e al livello di sofisticatezza di quest'ultimo¹²⁹.

Un'ulteriore importante novità è rappresentata dall'elaborazione della *shingle theory* (letteralmente “teoria della targa”), con cui si specificano e si rafforzano i doveri a carico dell'intermediario. La teoria è stata formulata per la prima volta dalla SEC nel 1939 nei termini che seguono: “*Inherent in the relationship between a dealer and [its] customer is the vital representation that the customer will be dealt with fairly and in accordance with the standards of the profession*”¹³⁰. Il fulcro della teoria sta nel riconoscimento che anche un *dealer* che agisca in qualità di principale riveste una posizione di superiorità e che da essa questi non può trarre un “*unfair advantage*”. Dalla teoria derivano numerosi

¹²⁵ V. *Moss v. Morgan Stanley, Inc*, 719 F.2d 5 (2d Cir. 1983), cit. in WEISS (1997), p. 108.

¹²⁶ La dottrina statunitense tuttavia ha evidenziato che allo stato le corti non concordano perfettamente sulle circostanze che lasciano configurare la sussistenza della relazione fiduciaria, cfr. HUANG (2003), p. 1069 ss. e GOFORTH (1989), p. 418 ss., che identifica i vari test utilizzati dalla giurisprudenza per qualificare una relazione come fiduciaria.

¹²⁷ Il concetto chiave è per stabilire la sussistenza di doveri fiduciari è quello di “*control*”, ossia di capacità dell'intermediario di controllare di fatto le scelte di investimento del proprio cliente, cfr. WEISS (1997), p. 114 ss., con ampie indicazioni giurisprudenziali e GOFORTH (1989), p. 427ss. Sui doveri fiduciari degli intermediari mobiliari v. anche RAMIREZ (2002), p. 550.

¹²⁸ Così a partire dai primi anni del 1940 tanto nella giurisprudenza della SEC che delle corti, cfr. WEISS (1997), p. 94 ss., che specifica come. “*When a fiduciary is found to have dealt with his beneficiary for his own account without “scrupulously fair disclosure of his adverse interest” in the transaction, the law permits the beneficiary to set aside the transaction, irrespective of proof of damage or actual abuse*”.

¹²⁹ Cfr. decisione in *Arleen W. Hughes v. SEC*, 174 F. 2d 969 (D.C. Cir. 1949), cit. in WEISS (1997), p. 94.

¹³⁰ Cfr. *Duker & Duker*, 6 SEC 386 (1939); la paternità dell'espressione “*shingle theory*” va ascritta al prof. Loss.

obblighi di condotta a carico dell'intermediario, tra cui ad esempio il divieto di applicare prezzi eccessivamente onerosi, di effettuare il *churning* o di utilizzare i fondi della clientela, nonché il dovere di valutare l'adeguatezza dell'operazione in relazione al profilo di rischio del cliente¹³¹.

I doveri dell'intermediario sono stati inoltre collegati alla normativa antifrode introdotta a livello federale (cfr. Cap. I). L'omessa comunicazione di informazioni sul conflitto di interessi può rilevare ai fini dell'applicazione della Sezione 17(a) del *Securities Act of 1933* e della Sezione 10(b) del *Securities Exchange Act of 1934*, in quanto costituisce una violazione di un dovere fiduciario di trasparenza, e può giustificare l'applicazione di sanzioni amministrative, nonché l'esercizio delle *securities class action*¹³².

Infine, a seguito delle modifiche al *Securities Exchange Act* intervenute nel 1988, la disciplina statunitense del conflitto di interessi si è estesa sino a coprire i profili organizzativi dell'intermediario. In particolare, nel 1988 la SEC è stata investita del potere di prescrivere agli intermediari l'adozione di politiche e procedure interne volte a prevenire un uso scorretto delle informazioni¹³³. Tale norma è stata applicata dalla SEC e dalle *Self Regulatory Organization (SRO)*¹³⁴ anche con riferimento ai conflitti di interessi, per imporre agli intermediari l'adozione di adeguate misure dirette alla prevenzione e alla gestione degli stessi. Tra gli obblighi introdotti si richiamano a titolo non esaustivo l'istituzione di barriere informative, *watch list* e *restricted list*, *written policies and procedures*¹³⁵.

¹³¹ Il dovere di ottenere dalla propria clientela informazioni tali da poter valutare l'adeguatezza dell'operazione (c.d. *know-your-customer rule*, o *suitability rule*) è riconosciuta anche a livello di regolamentazione da parte delle SRO. Il mancato rispetto degli obblighi derivanti dalla *shingle theory* può comportare una responsabilità ai sensi della normativa federale antifrode; cfr. sull'argomento in generale KARMEL (1995), con ampie indicazioni giurisprudenziali; WEISS (1997), p. 88 ss. e 104 ss.; RAMIREZ (2002), p. 543 ss.

¹³² Così, *ex multis* in *Antinoph v. Lavarell Reynolds Securities, Inc.*; a partire dal 1975 la SEC ha interpretato la Section 10-b del Sec. Ex. Act 1934 in senso più restrittivo di quanto originariamente effettuato, chiedendo all'attore specifica prova del carattere fraudolento della condotta dell'intermediario; v. *Ernst v. Hochfelder*, 426 U.S. 185 (1976), cit. in KARMEL (1995), p. 1282. Sul tema si veda anche RAMIREZ (2002), p. 554 ss.

¹³³ L'*Insider Trading Securities Fraud Enforcement Act* del 1988 ha aggiunto il paragrafo (f) alla Section 15 of the 1934 Act e una Section 204A all'*Investment Advisers Act* of 1940 così da richiedere ai *broker-dealer* e ai consulenti finanziari di "*establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed to prevent the misuse... of material, nonpublic information*" taking into account the nature of the entity's business."

¹³⁴ La seguente definizione di SRO è tratta ABRAMS, BUCHALTER, FREEMAN, JR. (2007), p. 79: "*SRO*" or "*Self Regulatory Organization*" means the industry organizations empowered under the federal securities laws to perform regulatory functions over the securities industry. SROs include the NASD, NYSE, and clearing agencies such as the Depository Trust Company. SRO rulemakings are subject to public notice and comment approval processes conducted by the SEC, and their administrative actions are subject to review by the SEC. Much of day-to-day broker-dealer regulation and examination has been delegated to the SROs, including routine examinations, registration of broker-dealer firms and their personnel, and the detail rules that govern day-to-day activities of broker-dealer firms.", v. anche p. 82 ss. Sulle SROs cfr. SELIGMAN (2004).

¹³⁵ V. *Koppers Company, Inc. v. American Express Company*, Civ. No. 88-557 (W.D.Pa. 1988); cfr. MILLER (1988), p. 646.

nonché la creazione di apposite funzioni di *compliance* e *risk management*¹³⁶. Successivamente agli scandali finanziari la SEC ha ulteriormente valorizzato il profilo dell'organizzazione interna, cercando di promuovere tra gli intermediari mobiliari una vera e propria "cultura della *compliance*" che valga a garantire una corretta gestione dei conflitti dell'operatore multifunzionale in un'ottica di prevenzione degli abusi¹³⁷.

E' bene sottolineare che le regole organizzative vigenti nell'ordinamento statunitense non si risolvono in un rigido dettato di procedure da adottare in ogni caso. La responsabilità di individuare caso per caso le misure maggiormente atte al controllo dei conflitti di interessi e di adattare alle specificità del singolo operatore spetta all'intermediario stesso, opportunamente diretto e vigilato dalla SEC e dagli SRO, che decide in base alle proprie dimensioni e scelte di business.

Pertanto, da ormai ottant'anni, la SEC e le corti statunitensi non impediscono all'intermediario di agire in una situazione conflittuale, ma impongono al *broker-dealer* obblighi di condotta, di informazione e di gestione e, a prescindere dal consenso del cliente, un generale dovere di agire nell'esclusivo interesse di quest'ultimo. Ciò in considerazione del fatto che l'investitore sarà portato a seguire i suggerimenti e le raccomandazioni ricevute, in virtù delle caratteristiche stesse del rapporto che si instaura tra le parti¹³⁸. Il *fair dealing* consiste appunto nel rispetto di quest'insieme di regole organizzative, procedurali e di condotta.

Il modello del *fair treatment* è stato infine adottato nel Regno Unito che dal 1990, ossia prima dell'entrata in vigore della direttiva comunitaria sui servizi di investimento, abbandona il rigido approccio improntato alla regola del *disclose or abstain* precedentemente vigente, in favore di una regolamentazione degli intermediari incentrata su un mix di doveri procedurali e comportamentali¹³⁹.

¹³⁶ Un quadro sintetico delle procedure che un *broker-dealer* deve mantenere internamente ai sensi delle disposizioni delle due principali SRO (NASD e NYSE) è in ABRAMS, BUCHALTER, FREEMAN, JR. (2007), p. 87 ss. e sui controlli interni p. 97; sul tema v. più ampiamente LEVINE, MATHEWS, LEE (1990); RAMIREZ (2002); COHEN (2005).

¹³⁷ Cfr.: *Speech by SEC Staff: Remarks Before The National Regulatory Services Investment Adviser and Broker-Dealer Compliance/Risk Management Conference by Stephen M. Cutler Director, Division of Enforcement U.S. Securities & Exchange Commission*, con ampia casistica di ipotesi di conflitto risolvibili attraverso un'adeguata gestione interna, in GENIRS (2005), p. 203 ss.; e *Speech by SEC Staff: The need for More Proactive Risks Assessment, by Lori A. Richards, Director, Office of Compliance Inspections and Examinations, Securities and Exchange Commission Remarks at NRS Annual Spring Compliance Conference April 14, 2004*, in *American Law Institute - American Bar Association Continuing Legal Education ALI-ABA Course of Study June 17-19, 2004*, p. 448.

¹³⁸ Cfr. SARTORI (2001-I), pp. 199-200. Ulteriori indicazioni in dottrina italiana sulla normativa statunitense sono in RABITTI (1994) p. 136 ss.

¹³⁹ Ci si riferisce in particolare allo *Statement of principle 6* (marzo 1990) emanato dalla SRO chiamata *Securities and investment board* (c.d. SIB): "A firm should either avoid any conflict of interest arising or, where conflicts arise, should ensure fair treatment to all its customers by disclosure, internal rules of

2.2 *La funzione di controllo e gli ulteriori presidi organizzativi interni*

A completamento dell'analisi che precede, si segnala che la regola generale contemplata nel principio IOSCO n. 23 è stato oggetto di ulteriore analisi e specificazione nel Rapporto del Comitato Tecnico dello IOSCO del marzo 2006 intitolata "*Compliance Function at Market Intermediaries*". Nel lavoro confluiscono le evoluzioni della regolamentazione statunitense e inglese sugli intermediari finanziari descritte nel precedente paragrafo, favorevoli a riconoscere l'importanza di presidi interni volti alla prevenzione dei conflitti. Il documento riconosce in particolare alla **funzione di compliance** (in italiano, di controllo sul rispetto delle norme)¹⁴⁰ un ruolo cardine in materia di prevenzione degli abusi derivanti dallo sfruttamento dei conflitti di interesse. In linea con la normativa anglo-americana, ad essa è assegnato il compito di individuare, valutare e gestire i conflitti di interesse.

A questi fini, lo IOSCO raccomanda che la *compliance* sia svolta in modo indipendente, ossia in autonomia dalle altre divisioni del business (particolarmente dalle strutture operative) e in assenza di forme di retribuzione distorsive, quali gli incentivi economici parametrati alla performance ed alla redditività di taluni settori del business. Si riconosce in ogni caso che l'indipendenza della funzione di controllo non è un requisito rigido, ma va calibrata secondo le dimensioni dell'intermediario, non potendosi imporre ad imprese con un numero di personale relativamente basso le stesse modalità di adempimento di un intermediario dotato di maggiori risorse.

Il tema della gestione del conflitto è ripreso in termini ancora più analitici nel documento di consultazione elaborato dal Comitato Tecnico dello IOSCO nel

confidentiality, declining to act, or otherwise. A firm should not unfairly place its interest above those of its customers and, where a properly informed customers would reasonably expect that the firm would place his interest above its own, the firm should live up to that expectation"; nonché la core rule 2: "*Where a firm has a material interest in a transaction to be entered into with or for a customers or a relationship which gives rise to a conflict of interest in relation to such a transaction, the firm must not knowingly either advise, or deal in the exercise of discretion, in relation to that transaction unless it takes reasonable steps to ensure fair treatment to the customers*". Cfr. ANNUNZIATA (1993), pp. 127-230, ENRIQUES (1996), pp. 652-655. L'attuale normativa anglosassone sul conflitto di interessi degli intermediari mobiliari traspone le disposizioni della MiFID, in vigore dal 1 novembre 2007. Le nuove norme sono pubblicate sul sito internet dell'autorità di vigilanza del Regno Unito, la *Financial Services Authority*, www.fsa.gov.uk; cfr. particolarmente l'*FSA Handbook, Senior Management Arrangements, Systems and Controls, Section 10* (in cui si stabiliscono le regole organizzative e procedurali per la gestione dei conflitti) ed il *Principles for Businesses*, particolarmente il principio 6: "*A firm must pay due regard to the interests of its customers and treat them fairly.*"

¹⁴⁰ Essa è definita nello standard come segue: "*The role of the compliance function is, on an on-going basis, to identify, assess, advise on, monitor and report on a market intermediary's compliance with securities regulatory requirements and the appropriateness of its supervisory procedures.*"

febbraio 2007 relativo al **conflitto di interessi nelle offerte di titoli**. Esso richiama la regola generale per cui l'intermediario che presta una pluralità di servizi finanziari deve istituire politiche e procedure, anche a livello di gruppo, in grado di gestire conflitti attuali e potenziali. Tali presidi debbono:

- (a) dare rilevanza agli interessi che possono sorgere nell'ambito dell'intero gruppo finanziario; possibili strumenti sono riconducibili all'istituzione di: (i) appositi comitati interni partecipati da rappresentanti delle varie unità di cui si compone il gruppo; (ii) c.d. "*control rooms*" in seno alla funzione di controllo interno, volte a valutare l'operatività a livello di gruppo; (iii) "*conflicts checks*", ossia controlli *ad hoc* da compiersi prima di effettuare l'operazione; (iv) ulteriori procedure interne, quali la separazione dei ruoli e delle responsabilità, autorizzazioni al superamento di limiti, revisione e riconciliazione delle informazioni proveniente dallo staff, *internal audit* ecc.;
- (b) entrare in gioco prima che venga assunta la decisione in conflitto, in quanto è attraverso di essi che l'intermediario deve valutare la legittimità dell'operazione: qualora essa avesse l'effetto di ledere gli interessi del cliente l'intermediario deve rinunciare ad agire; superato questo primo test, il conflitto deve essere gestito attraverso opportune separazioni organizzative e barriere informative¹⁴¹, restrizione alla negoziazione di titoli di un certo emittente o tempestiva e completa *disclosure*;
- (c) prevedere un monitoraggio continuativo dell'efficacia dei procedure in essere per poterne eventualmente effettuare una modifica i caso di necessità;
- (d) in ogni momento nel corso delle fasi (b) e (c), qualora il conflitto non possa essere adeguatamente risolto, fare in modo che ci si astenga dal compiere l'operazione.

¹⁴¹ Come evidenziato da SARTORI (2004), p. 288 ss. e ANNUNZIATA (1994), p. 640 e ss., nel settore mobiliare la filosofia della separazione tra attività diverse è mutuata dai sistemi di *common law*, particolare quello statunitense, nel quale si incomincia a parlare di meccanismi organizzativi di separazione interna a partire dagli anni '60, con riferimento all'*insider trading*. In questo ambito si sviluppa il tema dei *chinese walls*, ossia delle "barriere" che debbono sussistere tra le varie attività allo scopo di impedire il "passaggio" delle informazioni e garantire un grado di riservatezza tra le attività separate. Il modello è stato successivamente nell'ambito della legislazione inglese, in cui le muraglie cinesi assumono un ruolo determinante nella disciplina del *Financial Services Act* del 1986. Nell'ordinamento anglosassone le barriere informative hanno assunto importanza come strumento di gestione dei conflitti di interessi, atto ad assicurare la neutralità dell'intermediario. Esse hanno costituito un rimedio che da un lato ha permesso all'intermediario di operare nonostante il dovere di astensione imposto dal dovere fiduciario di lealtà e dall'altro tutela il cliente contro eventuali abusi. Tuttavia, nel diritto inglese le muraglie non sono una "panacea universale", ma vengono utilizzate in modo accorto e definite in termini generici, secondo un approccio funzionale, in modo da lasciar libero l'intermediario di articolare la propria struttura interna (cfr. la Core Rule del Sib n. 36, ora abrogata e sostituita dalla normativa di attuazione della MiFID, v. *infra*).

In conclusione, le misure di prevenzione raccomandate dallo IOSCO contemplano una pluralità di presidi a scalare. Il primo consiste in un dovere di impedire al conflitto di insorgere ogni volta in cui ciò sia possibile. Il secondo impone la gestione del conflitto attraverso opportuni presidi procedurali volti a neutralizzarne gli effetti. Il terzo rappresenta una norma di chiusura, applicabile allorquando gli strumenti di prevenzione non permettono di neutralizzare il conflitto. La disposizione consiste in un obbligo di astenersi dal compiere l'operazione quando essa risulti in contrasto con l'interesse del cliente. In ogni caso, vige una regola di prevalenza dell'interesse del cliente su quello dell'intermediario. L'insieme delle suddette norme procedurali e sostanziali è noto come *fair dealing*.

2.2 *Ulteriori regole in materia di gestioni collettive*

Per quanto concerne le *gestioni collettive*, lo IOSCO riconosce che in tale servizio il problema del conflitto si pone in termini particolarmente critici, in quanto la separazione tra proprietà e controllo e la discrezionalità a disposizione del gestore sono ai massimi livelli, considerato che l'investitore non ha alcun potere di incidere sulle scelte di investimento, al contrario di quanto avviene in altri servizi (incluse le gestioni individuali)¹⁴². La particolare problematicità della questione è confermata dalla circostanza che la tematica viene approfondita in numerosi documenti IOSCO, sia precedenti che successivi ai Principi ed alla Metodologia¹⁴³.

La norma generale è sempre contemplata negli *Objectives and Principles*, secondo cui la regolamentazione dovrebbe assicurare che:

- (i) la possibilità che conflitto insorga nelle gestioni collettive sia minimizzata;
- (ii) laddove insorgano conflitti, essi siano fatte oggetto di opportuna *disclosure*;
- (iii) gli operatori di gestioni collettive non possano sfruttare i conflitti a detrimento degli investitori; e

¹⁴² Questo aspetto è riconosciuto espressamente già nel rapporto del 2000 "*Conflicts of interest of CIS Operators*", dove si legge: "*The separation of the ownership of the funds from its management, which is necessary in order to take advantage of the pooling of the funds, carries the potential for the interests of the CIS Operator and CIS Investors to diverge. This gives rise to potential conflicts between the self interest of CIS operators and interests of investors in CIS*", citato anche nel successivo rapporto del 2006 "*Examination of Governance for CIS*", p. 7.

¹⁴³ Per quanto concerne i documenti precedenti, mi riferisco in particolare al sopramenzionato rapporto redatto dal Comitato Tecnico nel 2000: "*Conflicts of interest of CIS Operators*". I lavori seguenti sono: "*Final Report on Elements on International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*", IOSCO Technical Committee, November 2004; "*Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*", IOSCO Technical Committee, October 2005; "*Examination of Governance for Collective Investment Schemes*", Part I, A Report of the IOSCO Technical Committee, and Consultation Report, Part II, June 2006; "*Soft Commissions*", Consultation Report of the IOSCO Technical Committee, November 2006; "*Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*", March 2007.

- (iv) siano imposte norme in materia di: (a) *best execution*, (b) adeguatezza delle operazioni e tempestiva allocazione delle transazioni, (c) commissioni e remunerazione, (d) operazioni con parti correlate e (e) accordi di collocamento¹⁴⁴.

Lo IOSCO pertanto vede nella gestione del risparmio un servizio per il quale non sempre appaiono facilmente percepibili i costi e la qualità; ciò richiede l'applicazione di una regolamentazione in materia di trasparenza e correttezza particolarmente stringente, così da assicurare un operato nell'interesse degli investitori, realizzando le migliori combinazioni di rischio e rendimento.

Il problema dei conflitti nell'ambito delle gestioni collettive è stato affrontato con speciale attenzione in una relazione emessa nel maggio del 2000 dal Comitato Tecnico, dal titolo "*Conflicts of Interests of CIS Operators*", dove si passano in rassegna le situazioni che possono dare origine al fenomeno e si identificano le soluzioni regolamentari più comunemente adottate a livello internazionale. Quanto al primo aspetto, la relazione distingue tra conflitti che sorgono nell'ambito dello svolgimento delle attività di investimento e di selezione dei titoli del portafoglio (operazioni concluse con o attraverso affiliate) da quelli derivanti da ulteriori situazioni relative al gestore (commissioni e remunerazioni, influenza nel processo di selezione del depositario, operazioni in contro proprio). A tale riguardo, la relazione sottolinea i rischi che le gestioni siano attuate secondo scelte non conformi alle politiche ed agli obiettivi di investimento del fondo, a prezzi superiori a quelli di mercato, con costi eccessivi o altrimenti secondo modalità devianti rispetto alla miglior cura dell'interesse degli investitori. Lo IOSCO fornisce una lista indicativa di rimedi normativi generalmente essere utilizzati, anche in combinazione tra di loro, per disciplinare il conflitto di interessi. Specificatamente, si fa riferimento a: (i) il dovere di agire nel miglior interesse degli investitori; (ii) un controllo sulle attività del gestore svolto da una parte terza (es. il trustee del Regno Unito o agli amministratori indipendenti negli Stati Uniti); (iii) il divieto di operazioni con affiliate che darebbero origine ad un conflitto (rimedio diffuso negli Stati Uniti); (iv) la revisione o l'approvazione di un'operazione in conflitto da parte dell'autorità di vigilanza o di un terzo indipendente; (v) l'imposizione di obblighi di informazione nei confronti degli

¹⁴⁴ V. p. 28, ove si legge in tema di conflitto: "*The operation of collective investment scheme raises the potential for conflict between the interests of investors in the scheme and those of scheme operators or their associates. Regulation should ensure that the possibility of conflict arising is minimized and that any conflicts which do arise are properly disclosed. Operators should not benefit to the unfair disadvantage of investors in a scheme. Generally, this will require regulation covering topics such as best execution, appropriate trading and timely allocation of transactions, commissions and fees, related party transactions and underwriting arrangements.*" Si fa inoltre rinvio al precedente lavoro della Commissione Tecnica dedicato al conflitto di interessi nelle gestioni collettive (2000).

investitori (particolarmente in materia di commissioni) e/o dell'autorità di vigilanza; (vi) procedure e standard di carattere dettagliato finalizzate alla gestione dei conflitti (regole di condotta quali adeguatezza e *best execution*, predisposizione di barriere informative e di meccanismi di monitoraggio interno, obbligo di concludere le transazioni a condizioni di mercato); (vii) restrizioni e divieti (es. insider trading e condotte ingannevoli); (viii) adozione di specifici codici di condotta; (ix) poteri di vigilanza e sanzionatori in favore dell'autorità competente.

Successivamente agli scandali occorsi nel 2003 che avevano visto il coinvolgimento di fondi comuni statunitensi in attività fraudolente condotte in conflitto di interessi¹⁴⁵, il Comitato Tecnico dello IOSCO ha emesso nell'ottobre 2005 una *Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*, contenente raccomandazioni dirette a prevenire il compimento di operazioni abusive quali il *market timing* ed il *late trading*. In particolare nel primo standard, lo IOSCO esorta che le gestioni collettive agiscano sempre come fiduciari nel miglior interesse degli investitori. Pur riconoscendo il carattere immanente dei conflitti di interesse nel settore, lo IOSCO raccomanda che tali conflitti siano gestiti e che gli investitori siano resi edotti delle misure e delle politiche interne a questo fine adottate. Lo standard si spinge sino ad indicare in via esemplificativa possibili procedure volte a monitorare e prevenire le suddette pratiche abusive, nonché a sollecitare l'istituzione di un'apposita funzione di *compliance*.

Il conflitto nelle gestioni collettive è stato recentemente affrontato in un report del Comitato Tecnico dello IOSCO intitolato *Examination of Governance for CIS, Final Report of the Technical Committee, Part I*, del giugno del 2006. Il lavoro articola generali principi di governance applicabili agli organismi di investimento collettivo, elaborati sulla base di una *survey* condotta dallo IOSCO sui membri del Comitato Tecnico. L'obiettivo è di fornire una serie di indicazioni volte a garantire il compimento di un controllo indipendente sull'operatività delle gestioni, il perseguimento del miglior interesse degli investitori ed un uso più efficiente delle risorse¹⁴⁶.

In questo ambito, si raccomanda che l'indipendenza della gestione collettiva sia assicurata attraverso l'interposizione di una parte terza (a seconda delle giurisdizioni, il depositario, il *trustee* o il *supervisory board/review or compliance*

¹⁴⁵ V. *supra*.

¹⁴⁶ Nel rapporto, la governance della gestione collettiva è definita, in particolare, come “*a framework for the organization and operation of CIS that seeks to ensure that CIS are organised and operated efficiently and exclusively in the interests of CIS investors, and not in the interests of CIS insiders*”.

committee) con il compito di vigilare sulle attività del gestore in modo rigorosamente neutrale. L'autonomia di tale parte terza dal gestore deve essere piena (possibilmente in termini giuridico-strutturali, economici e funzionali) e tale da fornire un “*outside perspective to meet the goal of CIS Governance – the protection of CIS Investors*”¹⁴⁷.

È stata ulteriormente pubblicata una parte II del Report in cui si individuano in termini più dettagliati i criteri e le condizioni per favorire l'indipendenza del terzo, definita come “*a set of arrangements that provide Independent Entities with appropriate legal conditions and autonomy to exercise their powers and functions without constraints or interferences from the CIS Operator or its related parties and allow adequate and objective oversight of the CIS and CIS Operator's activities, with the objective of protecting CIS Investors and their assets*” (pp.4-5). Si raccomanda tra l'altro che il soggetto indipendente sia: (i) individuato, composto, nominato o revocato in condizioni tali da evitare che conflitti di interesse con il gestore o che persone ad esso collegate possano in alcun modo esercitare una influenza; (ii) organizzato in modo tale da essere immune dal controllo o dall'influenza del management del gestore o delle sue parti correlate.

Altro aspetto significativo è, da ultimo, l'attenzione prestata alla diffusione degli *hedge funds* ed alla particolare pericolosità che il conflitto di interessi assume in seno a questi organismi, in ragione dell'elevato grado di discrezionalità di cui gode il gestore e della particolare rischiosità dell'investimento. L'interesse dello IOSCO per la regolamentazione di queste gestioni segue le iniziative della SEC, che nel 2004 ha per la prima volta introdotto disposizioni volte a disciplinare, seppure timidamente, queste peculiari forme di gestioni collettive¹⁴⁸.

¹⁴⁷ In diritto statunitense il principale presidio di governance a garanzia di una gestione indipendente è la regola per cui la maggioranza (precedentemente il 2001 il 40%) dei membri del consiglio del fondo di investimento, ossia dell'organo deputato del controllo sulla gestione svolta dall'*investment adviser*, deve essere costituita da amministratori indipendenti (la norma non trova applicazione per i fondi speculativi cfr. le esenzioni ex art. 3(c)(1) e (7) dell'*Investment Company Act of 1940*). Per una descrizione della regolamentazione e della struttura dei fondi di investimento statunitensi v. KARMEL (2005), p. 914 ss.; BIRDTISTL (2006), p. 1409 ss.; v. anche PALMITER (2006), che esprime - anche sulla base di analisi empiriche - scetticismo circa l'efficacia dei controlli del board. Il fondo è inoltre obbligato a depositare i beni presso una custodian bank; v. Custody of Funds or Securities of Clients by Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 2176, 68 Fed. Reg. 56,692, 56,693 (Oct. 1, 2003). Dal 2003 la SEC ha introdotto una nuova normativa che impone ai fondi di istituire procedure interne volte a prevenire le frodi; cfr. *Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 2204*, 68 Fed. Reg. 74,714, 74,720-22 (Dec. 24, 2003).

¹⁴⁸ Successivamente al collasso del fondo speculativo Long-Term Capital Management, la SEC ha introdotto l'obbligo per i gestori di *hedge fund* di registrarsi in qualità di *investment adviser* ai sensi dell'*Advisers Act* con l'effetto di essere assoggettati alla tenuta di libri contabili ed alle periodiche ispezioni della SEC; cfr. Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, Investment Advisers Act Release No. IA-2333, 84 SEC Docket 1032 (Dec. 2, 2004); sul tema e in generale sull'inquadramento giuridico degli hedge fund cfr. PAREDES (2006); PREISEROWICZ (2006). Sulle ragioni che hanno indotto la SEC ad intervenire in questa materia (particolarmente il problema della difficile valutazione dei beni del fondo ed il rischio di frodi) e sulla problematica del conflitto di interessi nei fondi speculativi v. *SEC Staff Report, Implications of*

Lo IOSCO da parte sua ha affrontato le questioni relative ai fondi speculativi in un *Report* del Comitato Tecnico dello IOSCO emesso nel novembre 2007 (*Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*) ed elaborato sulla base di un survey completato nel novembre 2006 in cui si considera con particolare attenzione il tema della **valutazione del patrimonio del fondo**. La procedura di valorizzazione degli *hedge fund* risulta infatti particolarmente problematica sotto il profilo della correttezza e della trasparenza, sia per la natura complessa ed illiquida dei beni del fondo, che in ragione della presenza di conflitti di interesse che possono indurre ad un'artificiosa sopravvalutazione del patrimonio. Si forniscono all'uopo nove raccomandazioni funzionali a promuovere l'indipendenza e la trasparenza nel calcolo del valore del portafoglio di investimenti dei fondi speculativi e a mitigare i conflitti di interesse strutturali ed operativi a beneficio degli investitori finali¹⁴⁹. L'approccio è favorevole ad una spiccata proceduralizzazione dei processi di valutazione e all'indipendenza dei soggetti chiamati ad applicare le procedure e a monitorare sul rispetto delle stesse.

2.3 Le remunerazioni come fonte di conflitto

Nei lavori dello IOSCO le commissioni ed in generale **le remunerazioni vengono in considerazione come possibili fonti di conflitto** e richiamano l'esigenza di opportuni interventi da parte del legislatore. In particolare, il *Report on Fees and Expenses of Investment Funds* (2004) riconosce che la remunerazione del gestore deve essere tale da prevenire l'insorgenza dei conflitti di interesse e da non creare incentivi ad operare in modo contrario agli interessi dell'investitore. Il tema viene trattato con riferimento a: (a) le *soft commissions*, (b) l'investimento in fondi gestiti dal medesimo intermediario che ne dispone l'acquisto o da entità affiliate, e (c) la conclusione *fee-sharing agreements*. In tutte queste circostanze,

the Growth of Hedge Funds, at 3 (Sept. 2003), disponibile on-line su <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>.

¹⁴⁹ I nove principi, corredati da note esplicative, sono i seguenti: 1. *Comprehensive, documented policies and procedures should be established for the valuation of financial instruments held or employed by a hedge fund.* 2. *The policies should identify the methodologies that will be used for valuing each type of financial instrument held or employed by the hedge fund.* 3. *The financial instruments held or employed by hedge funds should be consistently valued according to the policies and procedures.* 4. *The policies and procedures should be reviewed periodically to seek to ensure their continued appropriateness.* 5. *The Governing Body should seek to ensure that an appropriately high level of independence is brought to bear in the application of the policies and procedures and whenever they are reviewed.* 6. *The policies and procedures should seek to ensure that an appropriate level of independent review is undertaken of each individual valuation and in particular of any valuation that is influenced by the Manager.* 7. *The policies and procedures should describe the process for handling and documenting price overrides, including the review of price overrides by an Independent Party.* 8. *The Governing Body should conduct initial and periodic due diligence on third parties that are appointed to perform valuation services.* 9. *The arrangements in place for the valuation of the hedge fund's investment portfolio should be transparent to investors.* Il documento è disponibile on-line su www.iosco.org.

lo IOSCO raccomanda che siano sempre minimizzati i conflitti utilizzando opportune limitazioni, regole di *disclosure* e *best execution* e che comunque ogni relativo beneficio sia allocato esclusivamente sul fondo (e dunque sugli investitori) e non sul gestore.

Nel novembre 2007 è stato inoltre emanato un Report elaborato dal gruppo SC5 del Comitato Tecnico specificatamente sul tema delle *soft commission* quali fonte di conflitti di interessi¹⁵⁰. Il lavoro non si spinge a dettare nuove raccomandazioni, ma si limita a considerare problematiche e relative possibili soluzioni anche in chiave comparativa. In particolare, il documento individua la principale criticità degli accordi di *soft commission* nel fatto che essi possono costituire incentivi per il gestore a moltiplicare il numero delle transazioni o ad effettuarle a costi più elevati a discapito dell'interesse dei partecipanti al fondo. D'altra parte, laddove i conflitti siano opportunamente gestiti, le *soft commission* possono essere una modalità economicamente efficiente per ottenere informazioni e analisi finanziarie sui titoli nei quali il gestore potrà investire. Il Report illustra le soluzioni regolamentari adottate nelle giurisdizioni partecipanti al Comitato Tecnico, che spaziano dalla previsione di limiti relativamente al tipo di beneficio che il gestore sarà autorizzato ad ottenere (generalmente sono permessi i servizi di ricerca ed esecuzione ordini e vietata la corresponsione di denaro o la riduzione delle spese operative), ferma restando la vigenza di regole di *best execution* e trasparenza.

* * *

Volendo sintetizzare il quadro estremamente variegato ed analitico fornito dagli standard IOSCO, la disciplina internazionale del conflitto cerca di conciliare l'esigenza di non irrigidire l'operatività degli intermediari con la necessità imprescindibile di tutelare gli investitori e quindi il mercato. Il punto di sintesi, l'equilibrio tra questi due poli è una regolamentazione che si articola in vari passaggi organizzativo-procedurali funzionali alla gestione del conflitto e sempre più stringenti via via che il grado di separazione tra proprietà e controllo aumenta. La norma di chiusura è, in ogni caso, il divieto di operare ogni qual volta non sia possibile neutralizzare il conflitto, ossia non sia possibile garantire la migliore cura dell'interesse del cliente.

¹⁵⁰ Le *soft commission* sono definite nel *report* come benefici (in senso ampio) ricevuti dal gestore in relazione al pagamento da parte del fondo di commissioni sulle transazioni eseguite con i beni del fondo (*a soft commission arrangement is one in which a CIS operator receives a benefit in connection with a CIS's payment of commissions on CIS portfolio securities transactions*). Come richiamato nel medesimo report, una definizione simile è contenuta nell'*European Commission Recommendation 2004/384/EC of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC*.

3. La disciplina italiana del conflitto di interessi precedentemente il recepimento della Direttiva MiFID

3.1 La regolamentazione primaria della prevenzione del conflitto e la confusa trasposizione del principio del fair treatment

Gli standard IOSCO¹⁵¹ hanno notevolmente influito sull'elaborazione della Direttiva 93/22/CE relativa ai servizi di investimento (di seguito la "ISD"). In particolare l'art. 10 della ISD detta la regola prudenziale secondo cui l'impresa di investimento deve essere "*strutturata e organizzata in modo tale da ridurre al minimo il rischio che gli interessi dei clienti siano lesi dai conflitti di interessi tra impresa e i suoi clienti e tra singoli clienti*". L'art. 11 contiene la regola di comportamento secondo cui l'impresa deve "*sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, a provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo.*"¹⁵² Tali disposizioni della ISD riprendono in modo pressoché letterale il principio n. 6 dei precedenti *IOSCO Principles*, introducendo innanzitutto una regola organizzativa volta alla prevenzione non del conflitto, ma del suo sfruttamento. L'intermediario è chiamato, infatti, a strutturarsi in modo da tale da ridurre al minimo il rischio che il conflitto possa produrre nocimento al cliente.

In secondo luogo, l'ISD prevede l'obbligo per l'intermediario di evitare il conflitto ogni volta in cui ciò sia possibile e, qualora esso sia insorto, disciplina l'attività dell'intermediario il quale è chiamato ad operare seconda regola del *fair treatment*. La ratio è imporre all'intermediario l'obbligo di perseguire la migliore cura dell'interesse del cliente, anche in presenza di un conflitto che possa incidere sul corretto svolgimento dei propri compiti professionali. Ai sensi della ISD, i presidi organizzativi richiesti all'art. 10 non sono che la modalità attraverso cui favorire tale risultato.

In linea con le raccomandazioni IOSCO e con la regola base del *fair treatment*, la Direttiva ha seguito un orientamento flessibile scegliendo di non

¹⁵¹ Evidentemente la versione degli standard che precede gli *Objectives and Principles*.

¹⁵² Il testo in lingua inglese della ISD utilizza l'espressione, identica al principio IOSCO n. 6, "*fairly treated*". In sede di traduzione ufficiale, quell'inciso è stato erroneamente trasposto in lingua italiana come "*trattati in modo equo*", anziché "*trattati in modo corretto*", come più esattamente avrebbe dovuto essere.

specificare le modalità con cui gestire il conflitto, ma limitandosi a fissare un più generico obbligo di risultato. Le norme prudenziali in tema di organizzazione e controlli interni e le regole di condotta vengono in questo modo a svolgere un ruolo complementare nella disciplina del conflitto, funzionale alla tutela del risparmiatore e dell'integrità del mercato¹⁵³.

Il modello elaborato in sede IOSCO e poi confluito nelle disposizioni comunitarie ha infine permeato anche il diritto finanziario italiano in seguito alla trasposizione della ISD nel Decreto Eurosim e successivamente nel TUF. Attraverso questo passaggio per il diritto europeo, l'impostazione normativa esemplificata nel codice IOSCO è circolata nell'ordinamento interno dando vita ad un fenomeno di trapianto giuridico, che ha inciso su una precedente disciplina caratterizzata da una maggiore rigidità¹⁵⁴. Tale circolazione è intervenuta, tuttavia, con una certa difficoltà, in quanto il legislatore italiano ha sottovalutato talune peculiarità del diritto finanziario nostrano, pretendendo di introdurre istituti e modelli senza procedere ad un opportuno adattamento al sostrato giuridico di riferimento.

In particolare, come è noto, la disciplina finanziaria è composta da norme di settore rivolte alla tutela di interessi pubblici, sanzionate in via amministrativa e penale e dunque ascrivibili al diritto pubblico dell'economia, ma i cui effetti si riverberano anche in campo privatistico. Basti considerare come la relazione tra intermediario e cliente è retta da un contratto e nei suoi aspetti privatistici è regolata anche dalle norme del codice civile. Inoltre, la disciplina mobiliare ripropone nelle regole di condotta applicabili agli intermediari criteri analoghi alle clausole generali di diritto privato, richiamandole talvolta in modo confuso e foriero di dubbi applicativi¹⁵⁵.

¹⁵³ Che il fine ultimo della disciplina sia quello della tutela dei clienti e dell'integrità del mercato si evince non solo dal testo dell'art. 10 in cui si obbliga l'impresa a ridurre al minimo il rischio di ledere gli interessi dei clienti, ma anche da tenore delle norme di comportamento. L'art. 11(1) legge, infatti, nel primo trattino che l'impresa di investimento deve *"agire, nell'esercizio della sua attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità dei mercati"*. Si noti, peraltro, come anche in questa disposizione si ripeta l'errore di tradurre il concetto di *"fair"* con il termine *"equo"*, anziché *"corretto"*. Al di là della confusione linguistica, appare chiaro tuttavia che è sempre quel criterio di *fairness/correttezza* (comunque la si voglia appellare) che il legislatore comunitario richiama nel dettare più avanti nel medesimo art. 11(1) la regola di conflitto.

¹⁵⁴ Cfr. SARTORI (2001-I), p. 200. In generale, sul fenomeno della circolazione dei modelli v. per tutti MATTEI, MONATERI (1997) e GRANDE (2001).

¹⁵⁵ L'uso delle clausole generali nelle regole di condotta applicabili all'intermediario nell'esercizio delle sue attività nei confronti degli investitori è stato oggetto di critica da parte di DI MAJO (1992), p. 292, vedendo nel richiamo alla diligenza, correttezza e professionalità effettuato all'art. 6 della legge SIM un'evocazione retorica ed imprecisa di categorie civilistiche. PISANI MASSAMORMILE (2005), p. 768, osserva che la diligenza, la trasparenza e la correttezza di cui all'art. 21 del TUF sono precise regole civilistiche che sarebbero state comunque applicabili anche in assenza di uno specifico richiamo. Esse *"si traducono nell'obbligo, per gli intermediari, (...) di tendere alla realizzazione (e non solo al rispetto) dell'interesse dei risparmiatori, interesse volto non necessariamente a conseguire profitti, ma ad operare in un mercato "integro", che consenta cioè la consapevole assunzione e gestione dei rischi"* (p. 771-772). Si noti tuttavia che, come

Di conseguenza, il rapporto tra il diritto civile generale e diritto finanziario non è qualificabile *sic et simpliciter* in termini di specialità e dunque di prevalenza del secondo sul primo, ma è complicato dal fatto che la norma amministrativa si inserisce in un regime giuridico privatistico di carattere tradizionale, dando vita ad un modello binario¹⁵⁶. Pur muovendosi su piani separati, il diritto finanziario e quello comune si incontrano nella regolamentazione del rapporto intermediario-cliente determinando talune difficoltà di coordinamento e di interpretazione, aggravate dal fatto che la norma amministrativa (portatrice di effetti privatistici) riflette modelli giuridici elaborati in altre sedi internazionali.¹⁵⁷ Pertanto, il trapianto di regole nel settore finanziario non conduce automaticamente ad un'armonizzazione del diritto, sia in quanto nell'opera di trasposizione possono verificarsi errori o imprecisioni che distanziano anche sotto il profilo meramente formale la norma interna dalla disciplina di riferimento, sia – soprattutto – perché quella disciplina si innesta su un diritto comune locale e va interpretata e ricostruita alla luce di questo¹⁵⁸.

Precedentemente il recepimento della MiFID, il conflitto di interessi nel rapporto tra intermediario mobiliare e cliente era affrontato con norma primaria all'art. 21, co. 1, lett. c) del TUF, che imponeva all'intermediario che presta servizi di investimento di *“organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse”*¹⁵⁹. Inoltre, si prevedeva che in situazioni di conflitto l'intermediario dovesse agire *“in modo da assicurare comunque ai*

osservato da ANNUNZIATA (1993), p. 430 ss., la tendenza a riprendere nel diritto speciale disposizioni già comunque applicabili si giustifica con l'esigenza di attribuire una rilevanza sul piano del diritto amministrativo o disciplinare a clausole generali che altrimenti sarebbero tutelabili solo con l'intervento dell'autorità giudiziaria.

¹⁵⁶ SALVATORE (2004), p. 264, cita a questo riguardo un passo di Castronovo che si sembra utile richiamare: *“il piano sul quale correttamente l'interprete deve porsi non è quello della diacronia tra il codice e le leggi singolari bensì della sincronia tra norme quale che sia la fonte nella quale esse si trovano allocate (...) il sistema considerato (...) si mette in luce come struttura articolata secondo il modello binario diritto privato generale-diritti secondari nel quale si suddivide l'intero diritto privato.”*

¹⁵⁷ Un interessante studio circa le interazioni tra la normativa privatistica e la regolamentazione finanziaria è, tra gli altri, in GKOUTZINIS (2004).

¹⁵⁸ ANNUNZIATA (1993), p. 433, vede nel rapporto tra il diritto comune e regole di comportamento degli intermediari mobiliari *“i tratti di una complessa relazione di sovrapposizione, integrazione e, al contempo, deroga del diritto comune”*; l'integrazione tra i due sistemi opera secondo l'Autore in senso biunivoco, stimolando un reciproco arricchimento ed adattamento.

¹⁵⁹ Sotto un profilo oggettivo, la Consob ha chiarito con comunicazione n. DI/99038880 del 14 maggio 1999 che tale disposizione (e, più in generale, tutte le regole di svolgimento dei servizi) trova applicazione anche nella prestazione di servizi accessori, inclusa pertanto la consulenza non funzionalmente collegata ad un servizio di investimento. Sotto un profilo soggettivo, la norma si applica ai “soggetti abilitati”, definizione che ricomprende ai sensi dell'art. 1 del TUF le imprese di investimento, le banche, le SGR (incluse quelle armonizzate), le SICAV, e gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco ex art. 107 del TUB, qualora tali soggetti prestino servizi di investimento e servizi accessori. I criteri contenuti nell'art. 21 si prestano inoltre a costituire fonti di obblighi anche a prescindere dalla stipulazione del contratto e sono applicabili nei rapporti tra l'intermediario e la generalità degli investitori e quindi del mercato, cfr. MIOLA (2002), p. 166; ALPA (1998-I), p. 220.

clienti trasparenza ed equo trattamento”¹⁶⁰. Infine, ai sensi dell’art. 21(1)(d): “*Nella prestazione dei servizi di investimento i soggetti abilitati devono (...): disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l’efficiente svolgimento dei servizi*”¹⁶¹.

Dette disposizioni riflettono l’impostazione generale dello standard IOSCO e della normativa comunitaria caratterizzato da un sistema di tutela “per gradi”¹⁶², in cui si distinguono i due momenti statico-organizzativo, funzionale alla prevenzione ed alla gestione del conflitto (ossia alla prevenzione dello sfruttamento del conflitto insorto) e quello dinamico, relativo all’azione intrapresa dall’intermediario in conflitto¹⁶³.

La normativa rappresentava un cambiamento di prospettiva rispetto al precedente regime previsto dalla legge 1/91 (c.d. legge Sim) incentrato: (i) su una rigida separazione organizzativa tra le attività ed i servizi svolti dalla SIM e (ii) sul c.d. “contratto informato”, ossia sul divieto di concludere l’operazione con o per conto del cliente in mancanza di un’autorizzazione informata di questi, una volta messo a conoscenza della situazione di conflitto (cd. *disclose or abstain*, mutuato dal diritto inglese)¹⁶⁴. Tale sistema era stato giudicato ingessante e formalistico in ragione degli effetti pregiudizievoli in termini di concorrenza a carico degli intermediari italiani, per via della perdita dei vantaggi connessi alla polifunzionalità causata da una così rigorosa separazione, e considerata comunque la difficoltà del cliente (soprattutto *retail*) a valutare il conflitto in ragione della natura stessa del rapporto con l’intermediario. La regola, inoltre, rischiava di avere effetti deresponsabilizzanti per l’intermediario, al quale sarebbe bastato istituire una muraglia cinese e/o ottenere un’autorizzazione dal risparmiatore, non importa se consapevole o meno, per essere in grado di scaricare sulla controparte i costi di un’operazione potenzialmente dannosa e comunque inquinata dal

¹⁶⁰ L’art. 21.1(c) legge: “*Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo i conflitti di interessi e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento*”.

¹⁶¹ Ai sensi dell’art. 6(2)(a): “*La Consob, sentita la Banca d’Italia, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l’esperienza professionale dei medesimi, disciplina con regolamento: (a) le procedure, anche di controllo interno, relative ai servizi prestati e la tenuta delle evidenze degli ordini e delle operazioni effettuate (...).*”

¹⁶² L’espressione è di RABITTI BEDOGNI (2002), p. 143.

¹⁶³ A differenza della disciplina comunitaria che distingue la regola organizzativo-prudenziale di cui all’art. 10 da quella di condotta all’art. 11 dell’ISD, il TUF inserisce ambedue le disposizioni nell’articolo concernente i criteri generali per lo svolgimento dei servizi. Tuttavia, ci sembra questa una differenza solo formale, che non incide sull’impostazione di base della disciplina italiana del conflitto che comunque riconosce questi due momenti.

¹⁶⁴ L’art. 6, lett. g) della l. 2 gennaio 1991, n. 1 disponeva che: “*Nello svolgimento delle loro attività le società di intermediazione mobiliare (...) non possono 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 nell’operazione, e il cliente non abbia preventivamente ed espressamente acconsentito per iscritto all’effettuazione dell’operazione.*”

conflitto¹⁶⁵. Il sistema introdotto con il decreto Eurosif prima, e con il TUF poi, avrebbe dovuto far fronte all'esigenza di superare le inefficienze emerse nell'ambito della precedente disciplina e regolamentare il conflitto in termini maggiormente rispondenti alle esigenze del mercato e dei risparmiatori.

Nonostante – come si è appena detto – ne condivideva l'approccio di base, la normativa italiana precedente la riforma MiFID si discostava dal modello internazionale sotto vari profili. Innanzitutto, il lessico adottato dal legislatore nazionale non prevedeva, a differenza dello standard IOSCO e delle disposizioni comunitarie, un obbligo di prevenire l'insorgenza del conflitto ogniqualvolta ciò fosse stato possibile, ma si limitava a richiedere che il rischio di conflitti fosse ridotto al minimo¹⁶⁶. È solo grazie all'intervento della Consob che si era chiarito, sul piano della *moral suasion*, che la norma andava interpretata alla luce della disciplina comunitaria, nel senso di ritenere “*che l'impegno di “evitare i conflitti di interessi” [fosse] esigibile dinanzi ad una fattispecie (...) derivante non da una circostanza preesistente e in grado di costituire il riflesso, seppure indiretto, di soluzioni organizzative ed operative ritenute ammissibili dal legislatore (svolgimento congiunto di più servizi; appartenenza ad un gruppo), bensì da una situazione (...) appositamente creata dall'intermediario*”¹⁶⁷.

Inoltre, la regola dell'agire in conflitto secondo il principio del “*fair treatment*” è stata trasposta in diritto italiano con la previsione di un obbligo di assicurare ai clienti “trasparenza ed equo trattamento”, espressione che non trova precedenti nel nostro ordinamento e non costituisce una categoria giuridica tipica del diritto italiano. L’“equo trattamento” sembra piuttosto rappresentare un'imprecisa traduzione letterale di un istituto elaborato, come si è detto, in

¹⁶⁵ Una critica alla trascorsa disciplina è in ANNUNZIATA (1993), p. 327 e ss., il quale evidenzia come la norma, sebbene chiaramente ispirata al modello inglese, si appuntava maggiormente sui profili formalistici e rigidi. Inoltre, essa era stata introdotta proprio nel nostro paese in un momento in cui il sistema inglese aveva appena subito una brusca revisione. Infatti dal 1990 il meccanismo del *disclose or abstain* venne nel Regno Unito soppiantato dalla regola base tutt'ora vigente (di cui si è dato già conto) del *fair treatment*, che punta alla correttezza dell'intermediario e svaluta il profilo dell'autorizzazione, considerata una tutela formalistica ed insufficientemente efficace per il cliente e troppo rigida per l'intermediario. Medesima evoluzione si andava affermando in quegli anni anche nel sistema francese (v. p. 197). Insomma, il legislatore italiano aveva finito per introdurre una disciplina tardiva e desueta, in quanto superata dal generale riconoscimento che nelle relazioni fiduciarie, contraddistinte proprio dalla presenza di asimmetrie informative, il meccanismo l'autorizzazione preventiva non può essere una soluzione soddisfacente ed efficace ai fini della tutela dell'interesse del cliente avverso comportamenti opportunistici dell'intermediario; cfr. FICI (1997), p. 309.

¹⁶⁶ Così ALPA (1998-II), p. 375, con riferimento alle divergenze lessicali tra la normativa italiana e la ISD; l'Autore evidenzia inoltre che: “*altro è ridurre il “rischio” che gli interessi dei clienti siano lesi da conflitti d'interessi; ciò significa che particolare attenzione dovrà essere portata non solo alle modalità con cui si possono profilare conflitti, ma anche agli effetti dei conflitti, con riguardo alla loro incidenza sui clienti*”. L'Autore conclude sollecitando un'interpretazione adeguatrice del TUF alla luce della lettera e dello spirito della Direttiva, così come previsto all'art. 2 del TUF.

¹⁶⁷ Comunicazione Consob n. DIN/1009635 dell'8-2-2001 riguardante la remunerazione del gestore sottoforma di commissioni di movimentazione e di GPF aventi ad oggetto parti di OICR collegati. Sul tema delle remunerazioni si tornerà più avanti.

sistemi giuridici lontani dal nostro, un inedito che troviamo menzionato esclusivamente in sede di regolamentazione del conflitto nel settore mobiliare¹⁶⁸.

Così maldestramente trapiantato nel nostro ordinamento, ed in mancanza di una tradizione giuridica di riferimento che ne permettesse di ancorare il significato a specifici canoni ermeneutici, l'“equo trattamento” assume i connotati di una clausola generale carica di contenuti affatto ambigui e passibili di una pluralità di interpretazioni contrastanti¹⁶⁹. Essa potrebbe intendersi come “parità di trattamento” (che – come detto sopra – è uno soltanto degli aspetti del *fair treatment*)¹⁷⁰, o come “bilanciamento di interessi”¹⁷¹, o ancora potrebbe essere riferita al canone di equità espresso all'art. 1374 c.c.¹⁷². In altre parole, nel nostro sistema giuridico l'equo trattamento diviene un concetto polisenso, con l'effetto di privare l'ordinamento italiano di una regola che in modo chiaro ed univoco imponga all'intermediario in conflitto di operare sempre e comunque per la cura dell'interesse dell'investitore¹⁷³.

¹⁶⁸ Sul concetto di equità nel diritto privato, e particolarmente nel codice civile, v. il contributo ricostruttivo di ROMANO (1966), p. 83 ss.

¹⁶⁹ Più in generale, la formula adottata nell'art. 21 del TUF non riproduce tutte le clausole generali previste all'art. 11 dell'ISD. In particolare, l'art. 21(1)(a) impone ai soggetti abilitati di “*comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*”. Rispetto all'art. 11 dell'ISD mancano richiami ai criteri di “onestà” (*honestly*), “equità” (*fairly*), “impegno” (*care*) e “competenza” (*due skill*). Sebbene tali canoni possano essere ricondotti in via interpretativa a quelli più tipicamente nostrani della diligenza, correttezza e trasparenza contemplati all'art. 21(1)(a), permane il dubbio sul perché il legislatore abbia introdotto nella lettera (c) del medesimo articolo contenente la disciplina del conflitto una clausola generale del tutto inedita e menzionata esclusivamente in quella sede. Sull'uso delle clausole generali nella normativa speciale di cui all'art. 21 del TUF in funzione integrativa, in quanto espressione di un obbligo generale di preservare gli interessi della controparte, v. RABITTI BEDOGNI (1998), p. 171 ss. In senso conforme SALVATORE (2004) p. 263 ss. e MIOLA (2002), p. 165, secondo cui l'ambito di applicazione del principio di correttezza ricomprende, inoltre, tutte le fasi del rapporto contrattuale, incluse le trattative e la formazione del contratto. *Contra* ALPA (1998-I), pp. 221-222, secondo cui l'equità non andrebbe equiparata alla *fairness* inglese e inclusa nel principio di correttezza, ma costituirebbe un criterio autonomo, identificabile con l'obbligo di non abusare del potere contrattuale e di tenere conto degli interessi dei clienti.

¹⁷⁰ L'interpretazione di “equo trattamento” come “parità di trattamento” è di ANNUNZIATA (2001), p. 109, secondo il quale la norma deve rivestire un significato autonomo rispetto al generale obbligo di agire correttamente, con trasparenza e con diligenza professionale nell'interesse del cliente. Parità di trattamento non vuol dire poi uniformità di trattamento, in quanto la clausola permette una differenziazione dei clienti, purché non arbitraria, ma giustificata dalla loro diversa qualifica e da apposite disposizioni in tal senso. Una serrata critica a questo approccio è in MAFFEIS (2005).

¹⁷¹ Il rischio che l'equo trattamento possa essere erroneamente interpretato come bilanciamento di interessi è stato opportunamente messo in evidenza da VISENTINI, MAFFEIS, GIANNI (2002-II), pp. 241-242.

¹⁷² Propone questa interpretazione alla luce dell'art. 1374 c.c. RECINE (1998), p. 183; *contra* MIOLA (2002), p. 173. Per SALVATORE (2004), pp. 278-279, in generale nel settore mobiliare l'equità avrebbe diverse funzioni: garantire la parità di trattamento tra clienti ed evitare l'abuso da parte dell'intermediario della posizione contrattuale; tuttavia quando utilizzata come criterio per la soluzione dei conflitti di interesse, l'equità assumerebbe una connotazione diversa, che coincide con quella ex art. 1374 c.c.

¹⁷³ Altri ordinamenti di *civil law* si sono ben guardati dall'introdurre la regola mediante la semplicistica traduzione della ISD, ma hanno precisato che il principio fondamentale dell'agire in conflitto è quello della cura dell'interesse del cliente. Ad esempio, in Germania la regola è stata trasposta all'art. 31, par. 1, n. 2 WpHG secondo cui (in inglese) “*An investment firm shall (...) try to avoid conflicts of interest and, when they cannot be avoided, ensure that the client's order is executed with due observance of the client's interest*”. Similmente in Francia il sistema si appunta sulla lealtà dell'intermediario nei confronti del cliente; cfr. SARTORI (2001-I), p. 201, nt. 42 e 43.

La prevalente dottrina aveva tentato di rimediare a tali dubbi esegetici correttamente interpretando le disposizioni del TUF in chiave sistematica e assegnando all'inciso "equo trattamento" l'accezione di "trattamento rispondente all'interesse del cliente"¹⁷⁴. A sostegno di una tale interpretazione interviene anche l'analisi storico-internazionale della disciplina del conflitto di interessi dell'intermediario mobiliare appena condotta, che permette di chiarire definitivamente come il significato giuridico da attribuire al sintagma "equo trattamento" debba essere ricostruito alla stregua della teoria del *fair treatment* e, perciò stesso, incentrato sui principi di lealtà e correttezza (*fairness*, appunto), intesi come obbligo di rispettare nel caso concreto le norme procedurali e sostanziali a garanzia della migliore cura dell'interesse del cliente¹⁷⁵.

L'equo trattamento ci pare possa essere avvicinato al concetto latino di *naturalis aequitas*, identificata dalla letteratura italiana nella regola di buona fede oggettiva¹⁷⁶. Tale nozione, che tipicamente assume significati differenti a seconda del contesto e del rapporto al quale inerisce, è nelle relazioni fiduciarie riconducibile all'affidamento (inteso come aspettativa ragionevole e legittima di un comportamento da parte altrui) e ai doveri di lealtà e di salvaguardia. Nei rapporti tra intermediario mobiliare e cliente, la buona fede oggettiva si identifica agevolmente nel dovere di correttezza e di lealtà, intesi come realizzazione nella fattispecie concreta del miglior interesse della controparte, nonostante la presenza di un conflitto ed al di là del rispetto di ogni altro esplicito presidio normativo (di *jus strictum*) posto a tutela dell'investitore¹⁷⁷. Per questa via l'equo trattamento

¹⁷⁴ In questo senso MAFFEIS (2002), p. 487 e 498; MAFFEIS (2004), p. 464 e soprattutto MAFFEIS (2005); MIOLA (2002), p. 173; GIANNI (2002-II), p. 238 e p. 241; VISENTINI (2002), p. 474 e 486; SARTORI (2004), p. 292; GABRIELLI (2007), p. 114; PISANI MASSAMORMILE (2005), p. 770, secondo il quale l'inciso sta a significare che "al cliente deve essere riservato lo stesso trattamento (contrattuale ed economico) che avrebbe ricevuto in assenza del conflitto"; ALPA (1998-I), p. 227, il quale aggiunge che il criterio valutativo del comportamento dell'intermediario in conflitto non può essere solo quello della diligenza professionale, che esonererebbe da responsabilità previa dimostrazione di aver tenuto un comportamento conforme alla prassi di mercato degli altri soggetti abilitati; l'attività dell'intermediario andrebbe considerata alla luce di una diligenza particolare, superiore alla diligenza professionale ex art. 1176, co. 2, c.c.

¹⁷⁵ L'errore di cattiva traduzione è *in primis* nella ISD, dove il concetto di *fairness* è riportato come equità. La trasposizione migliore in termini giuridici sarebbe stata appunto "correttezza", nel senso di cura dell'interesse del cliente. L'aspetto sconcertante è che il legislatore italiano, anziché ravvedersi e correggere o quantomeno chiarire il senso dell'espressione al momento dell'attuazione della direttiva, ha in pratica "fotocopiato" e ripetuto internamente l'imprecisione, coniando una clausola dal significato oscuro.

¹⁷⁶ Sul concetto di *naturalis aequitas* e sui vari significati che esso assume nel diritto vivente, si veda DOLMETTA (1998), p. 160 e ss.

¹⁷⁷ In termini simili MIOLA (2002), p. 165, secondo cui la correttezza ex art. 21 del TUF comprende anche il principio di equità e va intesa come buona fede in senso oggettivo. Anche secondo SARTORI (2004), p. 158, l'intermediario ha l'obbligo di agire con correttezza, concetto coincidente con quello di buona fede oggettiva, che si applica in tutte le fasi contrattuali, dalla trattativa (art. 1337 c.c.) all'interpretazione (art. 1366 c.c.) ed esecuzione (art. 1375 c.c.). La correttezza ha funzione integrativa, limitativa dell'autonomia privata (e dunque della discrezionalità dell'intermediario) e criterio di valutazione *ex post* della condotta dell'intermediario. Il collegamento tra tale principio ed il conflitto di interessi, continua l'Autore, sta nell'obbligo dell'intermediario in conflitto di assicurare ai clienti trasparenza ed equo trattamento. Quest'ultima espressione prende, dunque, il significato di cura dell'interesse del cliente (strumentalmente all'integrità del mercato).

viene ad assumere i connotati di un dovere di protezione sostanziale dell'interesse della controparte, che non si esaurisce nell'osservanza formalistica delle altre regole di condotta, ma è parametro di governo della discrezionalità di cui gode l'intermediario e criterio per stabilire quali comportamenti esigere in concreto nel corso dello svolgimento del rapporto¹⁷⁸.

Il criterio dell'“equo trattamento” come disciplina regolatrice dell'azione in conflitto trovava specificazione nelle regole di condotta dettate dalla Consob in attuazione all'art. 21 del TUF, concretandosi nei principi di indipendenza, parità di trattamento, *best execution*¹⁷⁹ ed adeguatezza delle operazioni¹⁸⁰. Tuttavia, essa non si risolveva interamente ed esclusivamente in quelle regole, che non possono dirsi esaustive, data la natura di “clausola generale” della correttezza/fair treatment. Sicché l'operazione eseguita in conflitto poteva considerarsi illegittima non solo se conclusa in violazione di una delle suddetti specifici doveri ma, più in generale, ogniqualvolta l'intermediario non avesse riservato al cliente lo stesso trattamento che avrebbe dovuto ricevere in assenza del conflitto. Si configura in questo senso un modello di tutela dinamico, rappresentato da un “reticolo” di regole e doveri e che guarda alla relazione tra intermediario e cliente in termini di “rapporto *in itinere*”¹⁸¹ e riconosce rilevanza al concreto risultato dell'attività dell'intermediario allo scopo di rendere l'operato di questi funzionale alla migliore tutela dell'interesse della controparte.

¹⁷⁸ Così DI MAJO (1992), pp. 293-294.

¹⁷⁹ Tali principi sono previsti all'art. 26 (*Regole di comportamento*) del Regolamento Intermediari, che legge: “1. *Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare: a) operano in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo Unico; b) rispettano le regole di funzionamento dei mercati in cui operano; c) si astengono da ogni comportamento che possa avvantaggiare un investitore a danno di un altro; d) eseguono con tempestività le disposizioni loro impartite dagli investitori; e) acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire; f) operano al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio d'investimento il miglior risultato possibile, anche in relazione al livello di rischio prescelto dall'investitore.*” Sulle regole di condotta si veda per tutti (2004); FIORIO (2004); MASTROPAOLO (2003); PERRONE (2005); SALVATORE (2004), p. 263 ss. Sul principio di correttezza cfr. DI MAJO (1992).

¹⁸⁰ Il divieto di porre in essere operazioni non adeguate è all'art. 29 (Operazioni non adeguate) del Regolamento Intermediari: “1. *Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.*

2. *Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati.*

3. *Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute.*”

Sul tema v. *ex multis* MAZZINI (2005); SARTORI (2004), p. 205 ss., il qual evidenzia in particolare come la regola sia stata introdotta dalla Consob prendendo a modello la *suitability doctrine* elaborata nell'ambito dell'ordinamento statunitense e poi circolata nel diritto inglese; SALVATORE (2004), p. 280 ss. e p. 305 ss.

¹⁸¹ Così DI MAJO (1992), p. 298 ss.

Al di là delle più o meno garantistiche ricostruzioni dell’“equo trattamento” proposte dalla letteratura giuridica, resta ferma la critica nei confronti di una tecnica legislativa di attuazione delle disposizioni comunitarie che aveva optato per l’ambiguità, lasciando la questione dei conflitti di interesse e della tutela degli investitori al buon senso degli interpreti.

Né a questa confusione derivante dalla fallita circolazione di modelli aveva posto rimedio la recente legge per la tutela del risparmio (l. 262/2005), la quale – anziché rafforzare la regola del *fair treatment* ed i vincoli fiduciari dell’intermediario nei confronti del cliente – si era mossa verso una direzione regressiva, appuntata sull’utilizzo in via obbligatoria ed esclusiva dei sorpassati strumenti di tipo genetico/preventivi. Specificatamente, in netta controtendenza rispetto all’ampliamento e al rinnovamento della gamma di misure volte alla prevenzione dello sfruttamento del conflitto prospettato dal legislatore comunitario ed internazionale, l’art. 10 della legge 262/2005 prevedeva che: “*al fine di prevenire conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento, anche rispetto alle altre attività svolte dal soggetto abilitato*” – la Banca d’Italia, d’intesa con la Consob¹⁸² – “*disciplina i casi in cui determinate attività devono essere svolte con strutture distinte ed autonome*”. Nella medesima logica, la legge aveva delegato il Governo (ma la delega è scaduta il 12 luglio 2006) ad individuare limitazioni quantitative agli investimenti delle gestioni individuali e collettive¹⁸³ (nonché dei prodotti assicurativi e di previdenza complementare) in prodotti finanziari emessi o collocati da società del medesimo gruppo del gestore o appartenenti a gruppi legati da significativi rapporti di finanziamento con il gestore, nonché all’utilizzo per la negoziazione dei titoli di intermediari integrati nel medesimo gruppo (v. art. 9)¹⁸⁴.

¹⁸² Profili di problematicità presenta la scelta dell’Autorità a cui è affidato il compito di determinare la disciplina applicativa in materia di conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento, identificata dal nuovo art. 6, comma 2 bis del TUF nella Banca d’Italia, in contraddizione rispetto all’attuale ripartizione della vigilanza per finalità, che vede invece la Consob competente a regolamentare il rapporto tra intermediari ed investitori. Cfr. CAPRIGLIONE (2006), p. 141.

¹⁸³ Riguardo questo aspetto osservano ANTONUCCI E PARACAMPO (2007), p. 306, che i limiti operativi per gli investimenti ripropongono in parte una disciplina già esistente nel nostro ordinamento (cfr. art. 49 del Regolamento Intermediari, evidenziando così scarso senso di coordinamento normativo con la disciplina vigente).

¹⁸⁴ Nel corso dell’Audizione avanti alla VI Commissione del Senato, l’Autorità Antitrust ha da un lato plaudito la scelta di porre sul medesimo piano concorrenziale prodotti finanziari (ossia gestioni individuali e collettive, prodotti assicurativi e di previdenza complementare) tradizionalmente disciplinati mediante regole diverse, unificando la normativa sul conflitto e limitando il rischio di arbitraggi regolamentari. D’altro canto, l’Autorità ha evidenziato i rischi che sul piano della concorrenza derivano dalla scelta di determinare in modo rigido limiti quantitativi agli investimenti e al ricorso agli intermediari non integrati. Tali limiti, ha spiegato l’Autorità, finiscono per facilitare comportamenti collusivi dei gestori a danno dei consumatori, oltre che un possibile innalzamento dei costi del servizio. Inoltre, l’Autorità si rammarica del fatto che la legge sul risparmio non ha rafforzato il regime di trasparenza circa la presenza dei conflitti, regime che allo stato, secondo l’Autorità, non è in grado di porre i risparmiatori nella condizione di poter fare scelte di investimento consapevoli.

Quello della legge sul risparmio era un approccio regolamentare eccessivamente rigido e assolutamente inconciliabile con quello sposato a livello internazionale,¹⁸⁵ in cui non si impongono norme prescrittive rigide e dettagliate, quali limiti agli investimenti e separazioni operative o organizzative fissamente predeterminati, ma si propone l'istituzione a seconda dei modelli organizzativi prescelti dagli intermediari di una pluralità di misure per l'identificazione e la gestione decentrata del conflitto, in un'ottica di sterilizzazione dei potenziali rischi di lesione degli interessi del cliente (v. *infra*). Il ventaglio di presidi contemplato nella legge 262 era invece limitato all'istituzione di barriere informative e separazioni strutturali; esso perciò appariva inconciliabile rispetto alle scelte regolamentari operate a livello comunitario che, come si dirà nel successivo paragrafo, spaziano su regole organizzative e di controllo interno, obblighi di trasparenza e correttezza, regolamentazione degli *inducement* e deterrenza delle sanzioni¹⁸⁶.

Di queste incongruenze deve, infine, essersi accordato anche il legislatore, che con la legge comunitaria 2006 (l. 13/2007 del 6 febbraio 2007) ha abrogato gli artt. 9 e 10 della legge sul risparmio ed ha dettato deleghe per l'attuazione della MiFID¹⁸⁷.

3.2 La regolamentazione secondaria abrogata: il farraginoso regime di autorizzazione delle operazioni in conflitto

La normativa primaria italiana precedente l'attuazione della MiFID non esplicitava un divieto per l'intermediario di agire ogniqualvolta il conflitto non potesse essere gestito e neutralizzato a beneficio del cliente. Il punto – chiarissimo

¹⁸⁵ L'inconciliabilità era in primis con la normativa introdotta nel frattempo a livello comunitario con la MiFID, v. *infra*. Il punto era stato ben evidenziato anche dallo stesso Presidente della Consob Lamberto Cardia nel corso dell'audizione tenutasi il 27 settembre 2006 avanti alla VI Commissione del Senato, disponibile su www.consob.it.

¹⁸⁶ Cfr. CAPPIELLO (2007), p. 60 e ss., secondo cui la legge per la tutela del risparmio non è coerente neppure con il percorso evolutivo seguito in altri ordinamenti, particolarmente quello statunitense, e sollecita una riflessione critica circa l'opportunità in termini di costi-benefici della rigida separazione organizzativa prospettata all'art. 10.

¹⁸⁷ Per quanto concerne specificatamente la disciplina del conflitto di interessi, l'art. 10.1 della legge comunitaria 2006 aveva incaricato il Governo di: “(f) stabilire i criteri generali di condotta che devono essere osservati dai soggetti abilitati nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, ispirati ai principi di cura dell'interesse del cliente, tenendo conto dell'integrità del mercato e delle specificità di ciascuna categoria di investitori, quali i clienti al dettaglio, i clienti professionali e le controparti qualificate”; e “h) attribuire alla CONSOB, sentita la Banca d'Italia, il potere di disciplinare con regolamento, in conformità alla direttiva e alle relative misure di esecuzione adottate dalla Commissione europea, secondo la procedura di cui all'articolo 64, paragrafo 2, della medesima direttiva, le seguenti materie relative al comportamento che i soggetti abilitati devono tenere: 1) 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 (...)”.

negli standard internazionali – era stato affrontato a livello di regolamentazione secondaria all’art. 27 del Regolamento Intermediari della Consob. La norma contemplava, infatti, il divieto a carico dell’intermediario di operare in conflitto, salvo poi renderne superabile l’applicazione attraverso il ricorso all’“*escamotage*” dell’autorizzazione del cliente, che abbiamo visto aver caratterizzato anche il sistema precedente l’attuazione dell’ISD.

In particolare, la norma prevedeva che, in presenza di un interesse direttamente o indirettamente in conflitto con quello della clientela, l’intermediario dovesse astenersi dal compiere l’operazione o, alternativamente, informare adeguatamente i risparmiatori della sussistenza del conflitto, in modo da permettere loro di acconsentire all’operazione sulla base di una scelta consapevole (c.d. *disclose or abstain*)¹⁸⁸. L’art. 27 del Regolamento Intermediari segnava una sorta di ritorno surrettizio al modello della legge 1/1991, poi abbandonato con la trasposizione della ISD intervenuta con il d.lgs 415/1996, ossia ad una procedura ritenuta soprassata anche a livello internazionale, in quanto fondata sull’illusione di poter richiedere al cliente, soggetto non esperto che si avvale della delega ad un professionista proprio in virtù di un’asimmetria informativa che è troppo costoso – e dunque antieconomico – sanare, di acconsentire al compimento di un’operazione di cui non è in grado di comprendere appieno la portata¹⁸⁹.

¹⁸⁸ L’art. 27 del Regolamento Intermediari recita:

“1. Gli intermediari autorizzati vigilano per l’individuazione dei conflitti di interessi.

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.” Per quanto concerne la conclusione di operazioni su internet la Consob ha specificato con comunicazione DI/30396 del 21 aprile 2000 che l’informazione circa la sussistenza del conflitto può essere resa per via telematica, purché in modo chiaro e con la dovuta evidenza, garantendo che il cliente possa acquistarla su supporto duraturo. Il cliente può acconsentire via internet all’operazione, ma il sito non può impostare per *default* l’opzione di conferma. In ogni caso, l’assolvimento degli obblighi informativi dell’intermediario e il rilascio della relativa autorizzazione devono risultare da apposite evidenze interne (cfr. art. 69 del Regolamento Intermediari) e ne deve essere garantito l’accesso al cliente (cfr. art. 28(5) del Regolamento Intermediari).

¹⁸⁹ In questo senso va anche la critica all’art. 27 del Reg. Interm. svolta da SARTORI (2004), p. 308 ss., il quale la regolamentazione secondaria sembra (ri)appuntarsi su profili formalistici irrigidendo immotivatamente il sistema. Secondo questo Autore la Consob avrebbe privilegiato meccanismi formalistici di prevenzione di carattere eccessivamente rigido, trascurando il profilo della verifica *ex post*. Inoltre, come è stato efficacemente osservato da FICI (1997), p. 309 ss., in presenza di asimmetrie informative la preventiva autorizzazione del cliente si presta ad addossare il rischio dell’operazione in capo a costui, anche in presenza di una condotta scorretta dell’intermediario. Inoltre, il meccanismo non permette di distinguere il diverso atteggiarsi del conflitto nei vari servizi di investimento.

Il regime di trasparenza in materia di conflitti era persino più blando con riferimento alla gestione individuale, ossia proprio rispetto a quel tipo di servizio che, per l'elevato grado di discrezionalità riconosciuto all'intermediario, pone maggiori rischi di abuso e perciò richiama l'esigenza di istituire presidi per una più forte tutela del risparmiatore. Ponendosi in una diversa prospettiva, il legislatore italiano aveva inteso alleggerire l'onere informativo a carico dell'intermediario e temperare la macchinosa procedura di *disclosure*/autorizzazione prevista all'art. 27, con l'obiettivo di non ingessare la prestazione di un servizio altamente discrezionale. La scelta era per un verso comprensibile, in quanto pretendere dall'investitore medio il consenso *ex ante* su operazioni finanziarie di cui solo l'intermediario professionista deve avere la responsabilità di valutare l'opportunità comportava anche una serie di costi per l'impresa, che non trovano giustificazione in corrispondenti vantaggi per i risparmiatori.

D'altro canto, la deroga alla procedura interveniva con riferimento ad una fattispecie che per sua natura avrebbe meritato maggiore rigore ed attenzione da parte del legislatore. Anche a voler riconoscere che la regola del *disclose or abstain* non è uno strumento di tutela efficace in presenza di una delega di gestione, la deroga contemplata dalla Consob non era controbilanciata da alcun rafforzamento della tutela sotto altri fronti o attraverso altri strumenti. Ci sembra allora di poter trarre dal ragionamento due considerazioni: o la previgente disciplina del conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di gestione individuale non era sufficientemente protettiva delle istanze degli investitori, particolarmente di quelli *retail*, o – più in generale – era la procedura stessa del *disclose or abstain* ad essere eccessivamente rigorosa e formalistica e perciò inadeguata per eccesso e per difetto, considerata la necessità di gestire i conflitti in tutti i servizi di investimento che presentino elementi di discrezionalità. A ben vedere, le due osservazioni non si escludono a vicenda e sono probabilmente entrambe pertinenti.

Volendo entrare nel dettaglio della disciplina, l'abrogato art. 45 del Regolamento Intermediari prevedeva che nella prestazione del servizio di gestione individuale l'intermediario potesse fornire l'informativa sul conflitto in via generale e una volta soltanto, in occasione della conclusione del contratto quadro con cui si instaura il rapporto di gestione, a condizione che l'esistenza e la natura del conflitto fossero rappresentate in maniera chiara. In questa ipotesi, l'intermediario poteva compiere l'operazione, salvo il rispetto – per talune categorie di titoli e di conflitti – di limiti quantitativi comunque superabili con il consenso *ad hoc* del cliente, prestato secondo la regola generale.

In particolare, la norma distingueva tra conflitti derivanti da rapporti di gruppo o dalla prestazione congiunta di più servizi e conflitti che originano da rapporti di affari della società o del gruppo. Per poter operare in presenza di questo secondo tipo di conflitti, all'intermediario bastava ottenere dal cliente una preventiva autorizzazione in sede di conclusione del contratto di gestione¹⁹⁰. Per i conflitti derivanti dalla polifunzionalità o dall'appartenenza al gruppo, invece, la disciplina era articolata a seconda della categoria di strumento finanziario, ossia in base alla sua natura, negoziabilità nei mercati regolamentati, eventuale rating ottenuto e Stato di appartenenza dell'emittente.

Per una prima classe di titoli, individuata al comma 1 dell'art. 45, la preventiva autorizzazione del cliente *una tantum* ne permetteva l'inserimento nel portafoglio di investimento senza alcun limite quantitativo¹⁹¹. Si trattava di titoli le cui caratteristiche presentavano astrattamente un limitato potenziale di rischio per il cliente e, per tale ragione, giustificavano secondo la Consob un trattamento più elastico. Tuttavia, a ben vedere, tra questi strumenti se ne includevano taluni che, considerati gli assetti proprietari del nostro sistema finanziario, potevano in concreto legittimare anziché prevenire la conclusione di operazioni abusive o imprudenti. Tra gli strumenti soggetti al regime di favore, infatti, erano indicati alla lettera c) i titoli di debito emessi da banche o da altri emittenti con sede in uno Stato appartenente all'OCSE e negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'OCSE o aventi un rating massimo ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti. Considerato che le gestioni in Italia sono per lo più svolte da imprese riconducibili all'ambito proprietario delle banche, il lassismo della norma destava perplessità, nella misura in cui permetteva al gestore di immettere senza limiti nel portafoglio clienti titoli emessi da società appartenenti al proprio gruppo o da soggetti finanziati dal gruppo¹⁹².

¹⁹⁰ Così l'art. 45, co. 4, del Regolamento Intermediari: "*Le disposizioni di cui all'art. 27 non si applicano alle operazioni in conflitto di interessi derivante da rapporti di affari propri o di società del gruppo, a condizione che la natura dei singoli conflitti sia descritta nel contratto e che l'investitore le abbia espressamente autorizzate nel contratto medesimo.*"

¹⁹¹ L'art. 45 (1) del Regolamento Intermediari legge: "*Le disposizioni di cui all'articolo 27 non si applicano alle operazioni in conflitto di interessi derivante da rapporti di gruppo o dalla prestazione congiunta di più servizi quando tali operazioni hanno ad oggetto i seguenti strumenti finanziari, a condizione che la natura dei singoli conflitti sia descritta nel contratto e che l'investitore le abbia espressamente autorizzate nel contratto medesimo: a) titoli di debito emessi o garantiti da Stati appartenenti all' OCSE; b) titoli di debito emessi da enti internazionali di carattere pubblico; c) titoli di debito emessi da banche o altri emittenti con sede in uno Stato appartenente all'OCSE e negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'OCSE o aventi un rating massimo ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti; d) titoli di debito emessi o garantiti da Stati non appartenenti all' OCSE, da banche o da altri emittenti aventi sede in uno Stato non appartenente all'OCSE, ma negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'OCSE e aventi un rating massimo ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti; e) quote o azioni di organismi di investimento collettivo aventi sede in Stati appartenenti all'OCSE (...)*".

¹⁹² Cfr. ENRIQUES (1996), pp. 665-666, che criticava la normativa previgente, che pure era più restrittiva dell'odierna nel prevedere comunque un limite pari al 50% del portafoglio all'investimento in valori emessi dal gruppo, in quanto tale limite pareva essere eccessivamente elevato. Anche a voler ritenere applicabile il rimedio del risarcimento del danno in ipotesi di violazione degli obblighi di diligenza, correttezza e

La Consob aveva individuato inoltre una seconda categoria di strumenti finanziari, assoggettati al limite quantitativo pari al 50% del controvalore del portafoglio di investimento¹⁹³. Restava ferma in ogni caso la possibilità per l'intermediario di effettuare l'operazione in superamento di detta soglia a fronte di un'autorizzazione rilasciata *ad hoc* dal cliente ai sensi della regola generale di cui all'art. 27 del Regolamento Intermediari¹⁹⁴.

Un'ultima classe di strumenti non ricadeva in nessuna delle due precedenti tipologie; si trattava di titoli che potevano essere inseriti nel portafoglio del cliente entro la soglia del 25% del controvalore della gestione, soglia di nuovo superabile con autorizzazione *ad hoc*. In ogni caso, era fatto divieto all'intermediario di superare per ciascuno di questi titoli il limite del 5% del valore del portafoglio¹⁹⁵.

L'abrogata disciplina secondaria della trasparenza dei conflitti di interesse sembrava porsi solo parzialmente in linea con gli standard di armonizzazione elaborati dalle autorità di vigilanza di settore a livello comunitario ed espressi nel documento del CESR "A European Regime of Investor Protection – The Harmonization of the Conduct of Business Rules" del 2002¹⁹⁶. La Regola 7 del CESR prevedeva una disposizione sul conflitto che, sebbene formulata in termini alquanto elastici, esulava dalla previsione di limiti e rigide restrizioni quantitative.

professionalità dell'intermediario, tale rimedio si rivela in ogni caso tardivo. Inoltre, vi era il rischio che il rispetto del limite sarebbe stato valutato in sede giudiziale come fatto idoneo a fondare una presunzione semplice di adempimento. L'Autore concludeva per l'inserimento di una soglia fissata sulla base dell'ipotetico gestore indipendente, ossia pari a quella che un ipotetico gestore disinteressato desidererebbe di non superare.

¹⁹³ Tali titoli sono elencati sempre nel 1 co. dell'art. 45: "e) quote o azioni di organismi di investimento collettivo aventi sede in Stati appartenenti all'OCSE; f) titoli di debito emessi o garantiti da Stati non appartenenti all'OCSE e negoziati in un mercato di uno Stato non appartenente all'OCSE; g) titoli di debito emessi da banche o da altri emittenti con sede in Stati non appartenenti all'OCSE, negoziati in un mercato di uno Stato non appartenente all'OCSE e aventi un rating massimo ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti; h) azioni e altri titoli di capitale di emittenti aventi sede in uno Stato appartenente all'OCSE negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'OCSE; i) quote o azioni di organismi di investimento collettivo con sede in Stati non appartenenti all'OCSE negoziate in un mercato di uno Stato appartenente all'OCSE."

¹⁹⁴ V. il comma 2 dell'art. 45 del Regolamento Intermediari: "Gli strumenti finanziari inseriti nel portafoglio di ogni singolo investitore per effetto delle operazioni di cui al comma 1, lettere f), g), h) ed i), non possono superare il 50% del suo controvalore. Le operazioni comportanti il superamento del predetto limite sono consentite nel rispetto, per ogni singola operazione, delle disposizioni di cui all'articolo 27."

¹⁹⁵ Il Regolamento Intermediari precisava al comma 6 dell'art. 45 che ai fini dell'applicazione dei limiti sopra indicati, si consideravano rilevanti i collocamenti conclusi o garantiti dall'intermediario o dai soggetti appartenenti al gruppo nei tre mesi precedenti la data di inserimento degli strumenti finanziari nel portafoglio della clientela, con ciò dimostrando di voler dare rilevanza all'esistenza del mero concorso di interessi e favorire così una migliore applicazione preventiva del presidio.

¹⁹⁶ Il documento è stato elaborato dai membri del CESR allo scopo di favorire una convergente interpretazione ed applicazione delle regole di condotta contenute all'art. 11 della ISD, a beneficio di un miglior funzionamento del mercato unico dei servizi di investimento. Il documento affianca a criteri generali, c.d. *standard*, delle regole formulate in termini più dettagliati, le c.d. *rules*, e si occupa esclusivamente del rapporto tra intermediario e clientela *retail*. V. sezione introduttiva, par. 1 e 4. Tra le finalità del documento si indica quella di garantire la corretta gestione e la trasparenza dei conflitti di interesse (v. par. f).

Essa non contemplava inoltre un regime differenziato per le gestioni. Secondo tale regola, quando un conflitto non potesse essere ragionevolmente evitato o gestito, l'impresa non avrebbe potuto compiere operazioni, se non dopo aver informato il cliente della natura e dell'estensione del proprio interesse e questi vi avesse espressamente acconsentito. L'informativa sul conflitto, specificava la norma, avrebbe dovuto essere fornita possibilmente all'inizio della relazione con il cliente o altrimenti prima del compimento di ciascuna operazione.

Il più importante aspetto di divergenza della trascorsa normativa italiana stava nel fatto che, oltre a non contemplare limiti quantitativi, la regola del CESR era dettata per specificare un principio generale, espresso nello standard n. 5 del medesimo documento CESR, secondo cui l'impresa di investimento deve fare in modo che i conflitti siano individuati e quindi prevenuti o gestiti affinché non incidano negativamente sugli interessi dei clienti (*fair treatment*). Dunque, nell'ambito delle raccomandazioni del CESR, la regola della trasparenza e del consenso informato si incardinava in un più generale principio di *fair treatment*, qualificandosi come un mero strumento di gestione del conflitto, che giammai avrebbe potuto legittimare la conclusione di operazioni potenzialmente lesive dell'interesse del cliente.

In Italia, invece, la regola del consenso informato aveva assunto connotati ambigui proprio perché, come si è detto, la trasposizione del principio del *fair treatment* era intervenuta in modo impreciso, attraverso la locuzione "equo trattamento". In altre parole, nel nostro ordinamento mancava un'espressa previsione che imponesse all'intermediario di astenersi dall'operare in contrasto con l'interesse del cliente, anche in presenza del consenso di questi. Il dubbio era allora se l'autorizzazione all'operazione in conflitto prestata ai sensi dell'art. 27 del Regolamento Intermediari potesse escludere la responsabilità della banca e/o l'invalidità dell'atto anche quando *ex post* l'operazione si fosse rivelata contraria all'interesse del cliente in ragione dell'incidenza dell'interesse in conflitto dell'intermediario¹⁹⁷. Questa interpretazione avrebbe finito per reintrodurre il regime deresponsabilizzante che aveva caratterizzato il sistema precedente, con il rischio di scaricare sui risparmiatori, particolarmente quelli meno accorti, l'inadempimento della controparte.

La migliore dottrina ha cercato di impedire un uso strumentale della disciplina secondaria del conflitto, opportunamente scartando la suddetta

¹⁹⁷ In termini simili MAFFEIS (2005).

interpretazione.¹⁹⁸ In particolare, il formante dottrinale aveva riconosciuto che l'esistenza di un'autorizzazione preventiva non esimeva l'intermediario dall'operare in ossequio ai criteri di correttezza e diligenza, nel perseguimento del miglior interesse della controparte.¹⁹⁹ Secondo questa ricostruzione, l'autorizzazione del cliente non poteva intendersi come una ratifica dell'attività svolta dall'intermediario, così che al cliente non sarebbe stato precluso agire contro l'intermediario qualora l'operazione in conflitto avesse pregiudicato i propri interessi²⁰⁰. Conferma della bontà di questa ricostruzione è rinvenibile nelle motivazioni addotte in un caso giudiziario recente, in cui il Tribunale di Milano ha incidentalmente affermato l'insufficienza del consenso espresso del cliente quando un'operazione in conflitto è stata conclusa in spregio del di lui interesse²⁰¹.

Ci sembra corretto condividere questo approccio e considerare l'informazione sulla sussistenza di un conflitto potenziale non come un presidio formalistico che impedisce al cliente l'esperimento di rimedi sostanziali, bensì come uno strumento che si aggiunge a, e non sostituisce, la tutela offerta dall'obbligo comunque vigente a carico dell'intermediario di agire nel miglior interesse del cliente²⁰². Coerentemente all'interpretazione qui proposta, che vede nel principio l'espressione della *naturalis aequitas*, l'equo trattamento dovrebbe svolgere una funzione correttiva: eviterebbe gli effetti aberranti dell'applicazione della procedura di autorizzazione dell'operazione in conflitto. In forza della clausola così interpretata, l'ottenimento di un consenso dall'investitore non potrebbe giammai legittimare il compimento di un'operazione contraria agli interessi di questi. In tale contesto, la trasparenza può solo rappresentare il mezzo per favorire un monitoraggio (anche *ex post*) da parte degli investitori sull'operato

¹⁹⁸ La giurisprudenza, pur presentando segnali in senso conforme agli orientamenti espressi dalla dottrina (cfr. SALVATORE (2004), pp. 182-183, che cita in sostegno il Tribunale di Roma 18.2.2002) non si è mai pronunciata su un'ipotesi di operazione in conflitto autorizzata e ciò nonostante pregiudizievole per il cliente. La casistica si è sinora incentrata sulle conseguenze giuridiche successive alla violazione da parte dell'intermediario degli obblighi di trasparenza delle situazioni di conflitto. Vd. il successivo par. Una rassegna della giurisprudenza sul conflitto di interessi nel rapporto tra intermediario mobiliare e cliente è nel par. 5.

¹⁹⁹ Secondo MAFFEIS (2005), la regola dell'equo trattamento va intesa come disciplina sostanziale imperativa, ossia posta a presidio di interessi pubblici e, in quanto tale, giammai derogabile, neanche in presenza di un consenso del cliente.

²⁰⁰ Così RABITTI BEDOGNI (2002), p. 143.

²⁰¹ Cfr. Trib. di Milano, sentenza 22 novembre 2006, n. 2839/2007: "*Nell'ipotesi di conflitto di interessi, l'autorizzazione ex art. 27 regolamento CONSOB n. 11522/1998 non deve operare quale clausola deresponsabilizzante per eventuali operazioni poste in essere a discapito del cliente e a vantaggio dell'intermediario o di un altro soggetto. Pertanto, perché l'intermediario possa da corso all'operazione, non è sufficiente il consenso espresso e consapevole del cliente, ma deve sussistere la rispondenza dell'operazione ad un di lui interesse.*"

²⁰² L'equo trattamento è peraltro previsto da norma primaria ed è dunque regola prevalente in quanto di rango superiore rispetto alle disposizioni del Regolamento Intermediari.

della controparte ed un mezzo per preconstituire la prova e formulare allegazioni nel caso di azioni di risarcimento²⁰³.

3.3 Segue. Le misure organizzative e procedurali interne previste dalla previgente regolamentazione secondaria

Per quanto riguarda gli strumenti preventivi di tipo organizzativo diretti alla gestione del conflitto, si è detto che lo spirito dei Principi IOSCO è di lasciare un ampio margine di discrezionalità agli intermediari in merito alla scelta delle modalità attraverso cui strutturarsi. Lo IOSCO riporta, peraltro, a titolo esemplificativo una serie di possibili soluzioni a seconda dell'intermediario, del tipo di business, delle dimensioni e contesto operativo di riferimento che, in generale, privilegiano il ruolo delle funzioni di *compliance* e di controllo interno e la responsabilizzazione delle persone fisiche coinvolte nella gestione del conflitto.

Precedentemente l'attuazione della MiFID, il legislatore italiano sembrava per un verso condividere questo approccio regolamentare, dal momento che aveva abbandonato l'impostazione bastata sull'imposizione della separazione tra tutte le varie attività svolte dall'intermediario. L'art. 21 del TUF si limitava, come si è detto, a stabilire l'obbligo di risultato di "*ridurre al minimo il rischio di conflitto*", in ciò riconoscendo che il conflitto è insito al profilo di polifunzionalità degli intermediari.

Nonostante la norma primaria lasciasse notevole libertà alle Autorità di Vigilanza nell'individuare possibili modelli organizzativi per la gestione del conflitto, l'unico presidio a questi fini contemplato dalla Consob era stato, in ossequio alla trascorsa disciplina, quello della separazione di attività attraverso l'innalzamento di barriere per limitare la circolazione delle informazioni all'interno dell'intermediario (c.d. muraglie cinesi, *chinese walls*)²⁰⁴. La

²⁰³ Cfr. VISENTINI (2002), p. 473; interessante e condivisibile la posizione di FICI (1997), pp. 317-319, secondo cui dal dovere di trasparenza dovrebbe derivare un obbligo per l'intermediario di informare il cliente affinché questi possa scegliere di impedire (che è cosa diversa dall'autorizzare) l'operazione ed utilizzare l'informazione per un più attento controllo *ex post* dell'operare della controparte. Diversamente ENRIQUES (1996), nella vigenza della passata disciplina, considerava il meccanismo dell'informazione-autorizzazione lo strumento con cui l'intermediario potesse preconstituire la prova della propria diligenza contro pretestuose azioni di risarcimento del danno da parte della clientela (v. p.p. 661-662). In ricerche più recenti l'Autore ha tuttavia evidenziato come la letteratura economica, nella fattispecie gli studi teorici ed empirici di CAIN, LOWENSTEIN E MOORE (2005), abbiano evidenziato una serie di effetti perversi che la trasparenza delle situazioni di conflitto può comportare in presenza di una pervasiva asimmetria informativa, come è nel rapporto tra intermediario e cliente.

²⁰⁴ Come già considerato in nt. 141, la separazione organizzativa è una misura che trova anch'essa origine negli ordinamenti di *common law*, come modalità per impedire all'intermediario di sfruttare informazioni di cui dispone a causa dello svolgimento di altre attività, assicurandone la riservatezza. La separazione organizzativa si sostanzia nell'istituzione, per ciascuna attività soggetta a separazione, di un'apposita struttura

disposizione era contenuta all'art. 56, comma 3, del Regolamento Intermediari emanato dalla Consob, ai sensi del quale gli intermediari autorizzati dovevano, anche al fine di ridurre al minimo le situazioni di conflitto, adottare procedure interne idonee ad impedire lo scambio di informazioni fra i settori della gestione individuale di portafogli e gli altri servizi di investimento, nonché dalle altre attività svolte dall'intermediario (ad eccezione della consulenza)²⁰⁵.

Per un verso, la disciplina Consob non si risolveva un vero e proprio ritorno al passato, poiché, a differenza del precedente regime dove il presidio era imposto in una forma estremamente analitica e pervasiva e con riferimento a tutte le attività poste in essere dall'intermediario²⁰⁶, l'utilizzo delle muraglie cinesi era stato decisamente ridimensionato e limitato alle sole “*interferenze tra il servizio di gestione su base individuale e gli altri servizi di investimento*”²⁰⁷.

D'altra parte, restava il fatto che successivamente agli scandali finanziari il presidio aveva rivelato tutta la sua intrinseca insufficienza nella prevenzione dello sfruttamento del conflitto, in quanto le barriere informative – come evidenziato dal Prof. Spaventa nel suo intervento tenutosi nel corso della seduta innanzi alla VI Commissione Finanze successivamente al caso Enron – “*non resistono alle pressioni (interne) generate dalle prospettive di ingenti guadagni*”²⁰⁸. D'altronde, il presidio dei *chinese walls* era nato negli Stati Uniti come strumento per impedire fenomeni di abuso di mercato e non come rimedio al problema del conflitto di interessi²⁰⁹. Solo con l'introduzione del *Serbanes Oxley Act* del 2002

separata ed autonoma, al cui apice è preposto un soggetto responsabile, indipendenti dagli altri settori e dotato di poteri ed autonomia sufficienti per gestire il servizio. I soggetti sovraordinati al responsabile si collocano al di sopra delle mura; in altre parole, i componenti del consiglio di amministrazione, non rientrando nella previsione di strutture separate, dovrebbero mantenere piena responsabilità per l'operato dell'intermediario, in quanto tra di essi le informazioni circolano liberamente allo scopo di assicurare l'unitarietà e l'efficienza dell'amministrazione; cfr. GIANNI (2002-II), p.p. 239-240 ed ENRIQUES (1996), p. 673.

²⁰⁵ Il Regolamento Intermediari rimanda a tale riguardo alle norme emanate dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 6(1)(a) del TUF. Le disposizioni sono raccolte nel Regolamento Banca d'Italia del 4 agosto 2000 in materia di intermediari del mercato mobiliare; tali norme sono applicabili anche alle banche che prestino servizi di investimento. Ai sensi di tale Regolamento della Banca d'Italia, gli intermediari devono adottare regole amministrative tali per cui: (a) gli addetti al servizio di gestione operino in modo indipendente e senza vincoli di subordinazione rispetto agli altri settori aziendali; (b) il servizio di gestione non sia posto in posizione di subordinazione – in termini di autonomia funzionale, decisionale ed operativa – rispetto alle altre strutture aziendali, comprese quelle previste per l'esercizio di altri servizi di investimento; (c) i rapporti tra il servizio di gestione e gli altri servizi devono prendere avvio ad esclusiva iniziativa e sotto la responsabilità del primo; (d) deve vigere una separazione contabile e gli archivi, anche elettronici, della struttura di gestione devono essere protetti per evitare l'accesso di operatori appartenenti ad altri settori, le operazioni mobiliari concluse tra la struttura addetta al servizio di gestione e le altre strutture aziendali devono trovare evidenza in specifiche rilevazioni interne).

²⁰⁶ Critiche a quell'impostazione sono in ANNUNZIATA (1993), pp. 350-351.

²⁰⁷ Così MIOLA (2002), p. 173.

²⁰⁸ Il resoconto stenografico della seduta è disponibile sul sito internet della Camera dei Deputati: www.camera.it.

²⁰⁹ Fu la SEC nel 1968 ad ordinarne l'introduzione a Merrill Lynch in un caso di *tipping*, v. *In re Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 43 S.E.C. 933 (1968); sul tema cfr. POSER (1990), che sottolinea come

la SEC ha prescritto l'utilizzo di barriere informative espressamente al fine di prevenire i conflitti di interesse, particolarmente con riferimento alla figura degli analisti finanziari, dove il problema informativo è prevalente²¹⁰.

Inoltre, tra gli inconvenienti di questo tipo di presidio vi è il rischio che i responsabili del business sfruttino la separazione organizzativa per esonerarsi da responsabilità nei confronti del cliente, sostenendo di non essere stato in grado di valutare la presenza di un conflitto proprio per il dispiego delle barriere informative.²¹¹ Per queste ragioni i *chinese walls* non possono considerarsi la miracolosa soluzione al problema dell'insorgere dei conflitti di interesse, ma – se correttamente inquadrati secondo le linee guida fornite in sede internazionale – essi possono senz'altro rappresentare uno dei tanti istituti che un intermediario può adottare al fine di gestire i conflitti di interesse.

In aggiunta alle muraglie, si è detto che lo IOSCO assegna un compito primario nella prevenzione dello sfruttamento dei conflitti alla funzione di *compliance* e alla *governance*. Nella disciplina mobiliare italiana precedente l'attuazione della MiFID questo profilo era alquanto svalutato. L'art. 27(1) del Regolamento Intermediari richiedeva all'intermediario di vigilare per l'individuazione dei conflitti, senza imporre l'adozione di specifici presidi. L'unica norma che si occupava dell'organizzazione interna come strumento di gestione del conflitto era l'art. 57.3(e) del Regolamento Intermediari. La norma si limitava tuttavia ad un timido riferimento alla questione, assegnando alla funzione di controllo interno un ruolo meramente consultivo e di supporto, anziché una vera e propria responsabilità in materia²¹². Di conseguenza, la normativa italiana non imponeva l'istituzione di un'apposita funzione o di particolari procedure dedicate ad un più pieno monitoraggio del conflitto, come già raccomandavano invece gli standard internazionali²¹³.

le barriere informative possono addirittura porsi come ostacolo al perseguimento del miglior interesse del cliente; e GORMAN (2004), p. 483 ss., che descrive vantaggi e svantaggi delle muraglie cinesi.

²¹⁰ Cfr. GORMAN (2004), p. 475 e 484 ss.

²¹¹ Cfr. RABITTI BEDOGNI (2002), p. 143, e FICI (1997), p. 323.

²¹² Si tratta in ogni caso di indicazioni minimali obbligatorie, in quanto ciascun intermediario può attribuire al controllo interno ulteriori compiti, nei limiti in cui non ne venga snaturata la funzione (cfr. comunicazione DIN/99034839 del 4 maggio 1999). In generale, la Consob ha ritenuto opportuno lasciare un ampio margine di discrezionalità agli intermediari circa l'individuazione delle procedure dirette a minimizzare il rischio di conflitto di interessi: l'art. 56 del Regolamento Intermediari si limita, infatti, a indicare gli obiettivi da raggiungere. Cfr. SARTORI (2004), p. 312.

²¹³ L'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni erano regolamentati dalla Banca d'Italia e compendati nel Titolo II, Capitolo 2 delle Istruzioni di Vigilanza per gli Intermediari del Mercato Mobiliare, applicabili al tempo sia alle SIM che alle banche che prestano servizi di investimento (v. par. 2.3 della Premessa). Le Istruzioni richiedevano che le strutture di controllo interno fossero autonome da quelle operative e competenti a verificare il rispetto della normativa (sia per conto proprio che per conto degli investitori) inclusa la conformità alle regole di comportamento nei confronti della clientela. Inoltre, ai sensi dell'art. 57(2) del Regolamento Intermediari: "la funzione di controllo interno è assegnata ad apposito responsabile svincolato da rapporti gerarchici rispetto ai responsabili dei settori di attività sottoposti al controllo. Egli

A completare il quadro intervenivano ulteriori regole adottate a livello di autoregolamentazione, su iniziativa dell'ABI e dell'ASSOSIM, le quali hanno emanato ciascuna un codice di comportamento destinanti all'osservanza da parte dei rispettivi associati²¹⁴. Era lo stesso Regolamento Intermediari a riconoscere il ruolo di autonormazione delle associazioni di categoria, disponendo all'art. 58 che gli intermediari: *“adottano e rispettano un codice interno di autodisciplina, anche rinviando a quelli adottati da associazioni di categoria in riferimento ai servizi esercitati”*²¹⁵. Inoltre, ai sensi del secondo comma dell'art. 58, gli intermediari erano tenuti a rispettare i codici di autodisciplina adottati dalle associazioni di categoria alle quali aderivano.

In forza di questo rinvio effettuato dalla Consob, i codici di condotta assumevano un'efficacia rafforzata: la mancata adozione o il mancato rispetto degli stessi sarebbe stato passibile di sanzione amministrativa ex art. 190 del TUF (v. *infra*)²¹⁶. Essi svolgevano dunque una vera e propria funzione integrativa rispetto alla regolamentazione secondaria adottata dalla Consob in tema di organizzazione interna.

svolge la propria attività in modo autonomo e indipendente e riferisce degli esiti dell'attività con obiettività e imparzialità.”

²¹⁴ Con l'espressione “codici di comportamento” si descrive in genere un insieme di regole comportamentali che disciplinano un determinato ambito di attività e che sono state adottate volontariamente dai soggetti a cui si rivolgono. Il codice di autodisciplina ABI ha, rispetto alla suesposta definizione in uso, un'efficacia rafforzata, in quanto è richiamato da una norma dello Statuto dell'associazione (l'art. 4), con l'effetto che all'atto di associarsi all'ABI, la banca si vincola automaticamente anche al rispetto del codice di autoregolamentazione ed ogni violazione di questo viene considerato alla stregua di una violazione dello Statuto, con conseguente irrogazione da parte dell'associazione delle sanzioni disciplinari. Il codice ASSOSIM si adotta su base volontaria; all'associazione è demandato il compito di promuoverne la diffusione tra i propri iscritti, nonché l'attuazione (v. art. 6.2 del codice), anche attraverso l'applicazione di sanzioni disciplinari (v. art. 6.3 del codice). Pur rappresentando un'elaborazione di regole di fonte tipicamente privatistica, i codici di autodisciplina rivestono una rilevanza anche nei confronti di terzi. Come riconosciuto espressamente nella premessa del codice ASSOSIM, l'inosservanza del codice è considerata una violazione dei principi deontologici e ai doveri di correttezza nei confronti dei clienti, del mercato e degli altri operatori di mercato; da essa può derivare l'applicazione di sanzioni disciplinari. La procedura può essere attivata anche a seguito di un reclamo da parte del cliente. Su un piano più strettamente giuridico, la giurisprudenza ha a poco a poco evidenziato per i codici di condotta un'attitudine ad integrare l'espressione negoziale (art. 1374 c.c.), ovvero a definire nel caso concreto la portata di clausole generali, quali la diligenza professionale, la lealtà, la correttezza e buona fede; cfr. da ultimo BRUTTI (2007).

²¹⁵ L'art. 58 del Regolamento Intermediari continuava come segue: *“Detto codice, in linea con quanto previsto dal Testo Unico definisce le regole di comportamento dei componenti gli organi amministrativi e di controllo, dei dipendenti, dei promotori finanziari e dei collaboratori con riferimento, almeno: a) all'obbligo di riservatezza sulle informazioni di carattere confidenziale acquisite dagli investitori o di cui comunque dispongano in ragione della propria funzione; b) alle procedure stabilite per compiere per conto proprio operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari; c) alle procedure concernenti i rapporti con gli investitori che intendano avvalersi di procuratori o incaricati ai fini della stipulazione dei contratti o dell'effettuazione di operazioni, se questi sono amministratori, sindaci, dipendenti, collaboratori e promotori finanziari degli intermediari stessi; d) al divieto di ricevere utilità da terzi che possano indurre a tenere comportamenti in contrasto con gli interessi degli investitori o del soggetto per conto del quale operano.”*

²¹⁶ Così SARTORI (2004), pp. 141-142, il quale inoltre osserva che attribuire valore normativo alle pratiche imprenditoriali è efficiente, in quanto gli operatori si trovano nella miglior posizione per ottenere informazioni precise sulle attività svolte e sul mercato.

Il contenuto dei codici di autoregolamentazione, tuttavia, è di carattere meramente generico e minimale, come riconosciuto nelle loro stesse premesse che chiariscono come volutamente l'autoregolamentazione si limita a definire alcuni principi base, il cui rispetto da parte degli intermediari autorizzati associati è stato ritenuto inderogabile. Nei codici vengono infatti trattati solo aspetti parziali della problematica della prevenzione del conflitto di interessi, il più delle volte senza entrare nel dettaglio dei presidi da istituire. Le previsioni ivi contenute non sono pertanto sufficientemente stringenti da potersi considerare in linea con le raccomandazioni internazionali.

In particolare, per quanto concerne il codice ABI, i divieti a compiere operazioni in conflitto si limitano al caso in cui l'interesse contrastante a quello del cliente sia uno personale del dipendente, amministratore, sindaco, direttore generale o collaboratore esterno dell'intermediario, mentre nessuna speciale procedura trova applicazione in ipotesi di contrasto tra interessi del cliente e della banca stessa.²¹⁷ In materia di organizzazione interna, il codice prevede che gli intermediari istituiscano forme di controllo sulle operazioni effettuate dagli stessi nello svolgimento dei servizi di investimento (c.d. *watch list*), ma solo qualora entrino in possesso di informazioni confidenziali relative ad emittenti di strumenti finanziari quotati nello svolgimento di servizi di consulenza in materia di finanza di impresa. Il codice si limita poi a prevedere, senza fornire indicazioni neanche di massima, che “in casi particolari tali forme di controllo possono tradursi in restrizioni (c.d. *restricted list*) sull'attività svolta”²¹⁸. Si prescrive inoltre la predisposizione di non meglio specificate misure per impedire – all'interno dell'intermediario e nell'ambito del gruppo di appartenenza – lo scambio di informazioni confidenziali tra la struttura addetta alla consulenza in materia di finanza d'impresa e le aree preposte allo svolgimento dei servizi d'investimento e dei servizi accessori²¹⁹. Si forniscono criteri alquanto generici circa l'organizzazione della funzione di controllo interno, quali l'esperienza e la professionalità dei soggetti coinvolti, l'adeguatezza delle risorse, la pianificazione dei controlli in base ai rischi aziendali e la loro documentazione, la tempestiva informazione dei responsabili delle strutture²²⁰. Infine, si migliora la trasparenza

²¹⁷ Cfr. art. 1.2 (Operazioni personali) del codice ABI. In presenza di un interesse personale in conflitto con quello dell'investitore, il dipendente, l'amministratore, il sindaco ecc. deve dare notizia del conflitto ai propri responsabili, i quali valutano l'opportunità di sollevare lo stesso dallo specifico incarico.

²¹⁸ Cfr. art. 2.2 (Controlli e restrizioni sulle attività).

²¹⁹ Cfr. art. 2.3 (Servizi Accessori).

²²⁰ L'art. 2.4. del codice ABI legge: “*Gli intermediari si dotano di una funzione di controllo interno che opera secondo adeguati standards professionali. In particolare e ferma l'integrale osservanza dalla regolamentazione vigente essi si assicurano che: a) coloro ai quali vengono attribuiti i compiti di controllo interno dispongano di adeguata esperienza e professionalità; b) la funzione di controllo interno operi con risorse e strumenti adeguati ai volumi ed alla complessità dell'attività da assoggettare a controllo; c) le attività di controllo vengano pianificate regolarmente, indirizzate verso le aree caratterizzate da maggior rischio aziendale e svolte con la massima cura e diligenza; d) le attività di controllo vengano adeguatamente*

nei confronti degli investitori prevedendo gli obblighi di informazione circa gli accordi di retrocessione conclusi sia dall'intermediario, che da altra impresa del gruppo, che comportino l'impegno a raggiungere un determinato volume d'affari²²¹.

Il codice ASSOSIM contiene una disciplina del conflitto relativamente più dettagliata, sebbene pur sempre parziale, sia per quanto concerne la predisposizione delle procedure interne in occasione di operazioni per conto proprio da parte di dipendenti della SIM (v. art. 2.2), che in tema di trasparenza delle remunerazioni (art. 3.1) e della struttura proprietaria del gruppo di appartenenza (art. 3.2). Si prevedono divieti a carico dei dipendenti di accettare omaggi di valore tale da determinare un conflitto di interessi (v. art. 2.4 e 5.3), nonché di rivestire cariche in altre società, salvo autorizzazione o ratifica da parte del C.d.A. o altro organo deliberante (art. 2.5). Il codice specifica inoltre le regole volte a garantire il rispetto del principio della parità di trattamento della clientela (art. 5.1)²²².

Una novità di rilievo introdotta precedentemente l'attuazione della MiFID in materia di organizzazione interna degli enti creditizi è stata il provvedimento Banca d'Italia n. 688006 del 10 luglio 2007 contenente disposizioni di vigilanza sulla funzione di conformità (*compliance*). Il provvedimento ha stabilito per la prima volta nel nostro ordinamento principi specificatamente volti ad individuare compiti e finalità della funzione di *compliance*, ossia dei presidi organizzativi che l'intermediario bancario è chiamato ad istituire internamente in modo da garantire il rispetto di prescrizioni normative e di autoregolamentazione²²³. Sebbene il provvedimento trovi applicazione solo con riferimento allo svolgimento dell'attività bancaria e dunque non sia strettamente rilevante nel campo mobiliare, esso ha ricalcato le disposizioni di secondo livello in materia di organizzazione interna emanate in attuazione della MiFID (particolarmente l'art. 6 della direttiva 2006/73/CE) e, pertanto, in qualche modo ne ha anticipato la trasposizione.

documentate al fine di supportare gli esiti delle verifiche e le raccomandazioni fatte; e) i responsabili delle strutture vengano tempestivamente portati a conoscenza di eventuali problematiche da affrontare con riferimento alla normativa sui servizi di investimento."

²²¹ Cfr. art. 3.2 (Retrocessione di commissioni).

²²² Si noti, in ogni caso, che il codice ASSOSIM riveste un peso ed un'importanza decisamente più limitati rispetto a quello dell'ABI, in quanto esso si rivolge alle sole società di intermediazione mobiliare, ossia ad imprese specializzate: (i) per le quali la problematica del conflitto si presenta in termini di minore rischiosità rispetto alla banca universale, e comunque (ii) la cui presenza sul mercato italiano è in un numero decisamente più esiguo rispetto agli enti creditizi.

²²³ Si legge al par. 4 del provvedimento che compito specifico della funzione è di "verificare che le procedure interne siano coerenti con l'obiettivo di prevenire la violazione di norme di eteroregolamentazione (leggi e regolamenti) e di autoregolamentazione (codici di condotta, codici etici) applicabili alla banca".

Tra gli aspetti che meritano menzione si segnala la definizione del rischio di non conformità alle norme, consistente nel rischio di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni alla reputazione in conseguenza di una violazione normativa (v. par. 2). Si precisa inoltre che, in via generale, tra le disposizioni più rilevanti per la valutazione del rischio di non conformità vi è quella sulla gestione dei conflitti, che diviene quindi uno dei principali profili sulla cui corretta applicazione la funzione di *compliance* deve vigilare. In effetti, il provvedimento assegna alla funzione di conformità uno specifico compito di monitoraggio ai fini della prevenzione e gestione dei conflitti di interesse sia tra le diverse attività svolte dalla banca, che con riferimento ai dipendenti ed agli esponenti aziendali.

La funzione deve essere permanente ed adeguata sia sotto il profilo quantitativo che qualitativo, oltre che tale da garantire professionalità ed indipendenza del monitoraggio; essa deve essere costituita dal C.d.A. (sentito il Collegio sindacale) il quale è chiamato anche ad approvare idonee politiche di gestione del rischio di non conformità ed è responsabile della supervisione complessiva del sistema²²⁴. In concreto, per un'efficace ed efficiente gestione del rischio, il provvedimento richiede, oltre all'istituzione di un'apposita funzione interna a ciò dedicata, che siano chiaramente e formalmente individuati e mantenuti distinti i vari livelli organizzativi, che il responsabile della conformità sia nominato all'interno della banca e che sia predisposto un documento interno che indichi responsabilità, compiti, modalità operative, flussi informativi, programmazione e risultati ottenuti dall'attività svolta dalla funzione di conformità; mentre, come si è appena detto, il C.d.A. ha il compito di definire le strategie generali e di supervisionare la funzione, la responsabilità di assicurare piena efficacia alla gestione del rischio di conformità è a carico degli organi delegati e del direttore generale.

Con questa normativa si è proceduto a colmare, almeno per gli istituti di credito, un vuoto che senz'altro distanziava in modo significativo il nostro ordinamento dalla *best practice* internazionale. È pur riscontrabile, tuttavia, una certa genericità dei principi previsti nel provvedimento, espressione forse della cautela dell'autorità nel regolamentare per la prima volta aspetti che possono avere un forte impatto sulla struttura degli intermediari e sui costi di produzione dei servizi. In vari passaggi del provvedimento la Banca d'Italia ha opportunamente precisato che le misure ivi contenute debbono essere calibrate alle dimensioni ed alla particolare operatività dell'intermediario, sicché

²²⁴ In linea con le raccomandazioni internazionali, si prevede inoltre che il CdA, sentito il Collegio sindacale, verifichi quantomeno una volta l'anno l'adeguatezza della funzione di conformità alle norme, avvalendosi ove necessario di un comitato interno (v. par. 3 del provvedimento).

l'individuazione delle concrete soluzioni organizzative resta nella responsabilità di ciascuna impresa. Si è trattato di un decisivo cambiamento di rotta rispetto al tradizionale approccio italiano di tendenziale indifferenza verso la proporzionalità o meno degli interventi rispetto alle peculiarità del singolo operatore, cambiamento che avvicina il nostro diritto finanziario alle logiche che si è detto caratterizzare gli standard internazionali.

3.4 Disposizioni speciali in materia di gestioni collettive

Partendo dal diritto comunitario, da cui il nostro deriva, il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di gestione collettiva è disciplinato nella Direttiva 86/611/CEE sugli organismi di investimento collettivo (come successivamente modificata, di seguito la “Direttiva UCITS”) in termini analoghi alla ISD. In particolare, ai sensi dell’art. 5-*septies* (1)(b) della Direttiva UCITS, gli Stati membri devono prevedere a carico delle società di gestione un obbligo di strutturarsi e organizzarsi “*in modo tale da ridurre al minimo il rischio che gli interessi degli OICVM o dei clienti siano lesi dai conflitti d’interessi tra la società e i suoi clienti, tra i suoi clienti, tra uno dei suoi clienti e un OICVM, o tra due OICVM*”. Secondo l’art. 5-*novies* (d), alle società di gestione deve essere imposto l’obbligo di “*sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, provvedere a che gli OICVM che gestisce siano trattati in modo equo*”.

In Italia le suddette disposizioni sono state trasposte all’art. 40, co. 1(b) del TUF, che stabilisce a carico del gestore in monte un obbligo di organizzarsi in modo tale da “*ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse*”, mentre la regola dell’agire in conflitto di interessi prevede il rispetto del criterio dell’“*equo trattamento degli Oicr*”. Pertanto, anche nell’ambito delle gestioni collettive si rinviene la medesima stravagante circolazione della clausola generale del *fair treatment* intervenuta per i servizi di investimento, con tutte le problematiche interpretative di cui si è già precedentemente discusso (v. par. 2.2). Tuttavia, a differenza che nell’ambito disciplina dei servizi di investimento, per le gestioni collettive all’equo trattamento non fa seguito alcun riferimento al principio della trasparenza²²⁵.

²²⁵ L’art. 40.1(b) legge: “*Le Sgr devono (...) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento.*” Un’ulteriore disposizione rilevante ai fini che ci constano è l’art. 36 (Fondi comuni di investimento), comma 4, ai sensi del quale: “*Nell’esercizio delle rispettive funzioni, la società promotrice, il gestore e la banca depositaria agiscono in modo indipendente e nell’interesse dei partecipanti del fondo*”.

In effetti, già prima della trasposizione della MiFID il regime di trasparenza applicabile agli organismi di investimento collettivo era decisamente più blando rispetto alla regola generale del consenso informato prevista all'art. 27 del Regolamento Intermediari. Ciò poteva spiegarsi in parte dalla circostanza che la natura e le caratteristiche del servizio sono tali per cui – a differenza che nelle gestioni individuali, dove il cliente ha diritto ad impartire in ogni momento istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere²²⁶ – il partecipante in monte è, per così dire, strutturalmente privo di qualunque possibilità di incidere sulle scelte di investimento del gestore, a cui è delegata la più ampia discrezionalità nei limiti degli obiettivi di investimento indicati nel prospetto e dei vincoli di legge. In questo settore, dunque, non è configurabile alcuna forma di tutela fondata sull'autorizzazione specifica del singolo investitore. Nulla avrebbe impedito, tuttavia, l'adozione di un regime di trasparenza sufficientemente stringente da permettere al risparmiatore di conoscere e giudicare la posizione e le scelte del gestore in materia di conflitti, così da poter valutare in modo più consapevole l'opportunità di investimento e disinvestimento nel particolare organismo. In questo modo, l'informazione avrebbe contribuito alla valorizzazione del funzionamento dei meccanismi di mercato, che vedono nel potere di scegliere a quale gestione affidarsi e nella facoltà di cambiare prodotto una modalità essenziale attraverso cui l'investitore può, sul fronte della domanda, incidere sulla qualità del servizio.

Invece, la portata della regola sul conflitto di interessi dettata dall'abrogato art. 49 del Regolamento Intermediari non risultava coerente con quanto raccomandato dalla *best practice* internazionale, sia in ragione del limitato operare della regola del *fair treatment*, che per la mancanza di una piena trasparenza circa la presenza di conflitti di interesse nell'espletamento di compiti di gestione collettiva.

²²⁶ Cfr. art. 24(1)(b) del TUF. A ben vedere, tuttavia, le esigenze di tutela del risparmiatore che si avvale del servizio di gestione individuale non solo differenti rispetto a quelle del sottoscrittore di quote di un OICR. Questo spiega l'evoluzione della disciplina delle gestioni collettive che, inizialmente concentrata sugli aspetti prudenziali e di stabilità, è oramai sempre più vicina a quella dei servizi di investimento. Significativa è stata in questo senso l'emanazione delle direttive nn. 107 e 108/2001/CE che hanno introdotto anche in questo settore regole di condotta del gestore (v. artt. 5-septies e 5-nonies dell'UCITS), elaborate sulla falsariga di quelle previste nella ISD. Questo trend e l'esigenza ad esso sottesa sono riconosciuti anche dal CESR, cfr. *The Role of CESR in the Regulation and Supervision of UCITS and Asset Management Activities in the EU*, (ref. CESR/03-378b) dell'ottobre 2003. Al contrario, come è stato osservato da CHIO (1998), p. 506, il TUF – al pari delle disposizioni precedenti - insiste sulla diversità tra le gestioni collettive ed individuali, ponendo a carico degli intermediari regole di comportamento differenti rispetto a quelle contemplate per la prestazione dei servizi di investimento. Tuttavia, non è possibile individuare dal punto di vista sostanziale una netta linea di demarcazione tra le due attività. L'Autore continua, nelle p. 508 e ss., con l'indicazione degli elementi giuridici che permettono di differenziare i due servizi, pur così funzionalmente simili (particolarmente, la natura del diritto del risparmiatore sul patrimonio, la possibilità o meno di questi di intervenire nella gestione e la personalizzazione della gestione all'interesse del singolo o della massa). Si veda riguardo questi profili anche ANNUNZIATA (2005), p. 269 ss.

In particolare, il primo comma dell'art. 49 del Regolamento Intermediari autorizzava il gestore ad operare in conflitto (anche quando esso fosse derivato da rapporti di gruppo, rapporti di affari propri o di società del gruppo), a condizione che fosse garantito un "*equo trattamento degli OICR avuto riguardo agli oneri connessi alle operazioni da seguire*". La disposizione era particolarmente criticabile in quanto dava rilevanza ai fini dell'applicazione del già dubbio criterio dell'"equo trattamento" al solo aspetto dei costi connessi alla gestione in conflitto, ignorando che, come chiaramente espresso dallo IOSCO, la presenza di un interesse in contrasto avrebbe potuto incidere su altri profili riconosciuti ugualmente meritevoli di tutela dal punto di vista degli investitori. Questi aspetti ulteriori trovavano già riconoscimento in un'altra disposizione normativa contenuta nel Regolamento Intermediari. Essi erano riflessi nelle generali regole di condotta dettate in materia di gestione collettiva all'art. 48 (ora art. 65), in cui si dava rilevanza non solo all'esigenza di contenimento degli oneri a carico del fondo, ma anche ai doveri di: (a) operare in modo indipendente e conforme ai principi del TUF; (b) rispettare gli obiettivi di investimento formalizzati nel prospetto informativo; (c) astenersi da ogni comportamento che possa avvantaggiare un patrimonio gestito, ai danni di un altro; (iv) acquisire una conoscenza adeguata degli strumenti finanziari, beni ed altri valori nei quali investire; (v) in ogni caso, operare al fine di ottenere dal servizio di gestione il miglior risultato possibile. Tutti questi obblighi non trovavano corrispondenza nella regola dell'equo trattamento dettata all'art. 49 del Regolamento Intermediari. Per questa ragione, la norma male si conciliava con i più estesi obiettivi di tutela alla base della regolamentazione delle gestioni collettive, peraltro espressi nel medesimo Regolamento.

Si sarebbe potuto osservare che il lassismo della regola trovava un bilanciamento nello strumento genetico/preventivo del divieto per le società di gestione del risparmio di svolgere attività diverse dalla gestione collettiva, individuale e di fondi pensione (art. 33 del TUF). Tuttavia, tale disciplina – nell'apparenza più rigorosa in quanto basata su vincoli di tipo strutturale – non eliminava il rischio di abusi derivanti dallo sfruttamento di conflitti derivanti dall'appartenenza del gestore ad un complesso gruppo polifunzionale. Tale pericolo, ben evidenziato dagli standard IOSCO, è tanto più concreto nel mercato italiano, dove – come sottolineato sia dalla Consob che dalla Banca d'Italia nelle rispettive Relazioni annuali 2006 – la quasi totalità dell'attività di gestione è svolta da soggetti riconducibili, sotto il profilo proprietario, a gruppi bancari,

circostanza che evidentemente moltiplica i conflitti ed amplifica il rischio di abusi²²⁷.

Inoltre, i pervasivi legami tra enti creditizi ed SGR fa sì che le reti commerciali dei prodotti di gestione vengano a coincidere con quelle del rispettivo conglomerato di appartenenza, con la conseguenza che la conquista di nuovi mercati finisce per intervenire non già stimolando l'intrinseca qualità del prodotto, quanto forzando l'aspetto distributivo²²⁸. In questa situazione, l'attività delle società di gestione: *“appare orientata al facile traguardo di un'espansione non fondata sul contenimento dei costi operativi, bensì sulla capacità di ampliare la rete distributiva”*²²⁹.

Nel secondo comma del medesimo art. 49 del Regolamento Intermediari si prendevano in considerazione gli ulteriori profili di conflitto derivanti dalla prestazione da parte di terzi di servizi in favore delle società di gestione del risparmio e delle SICAV. La disposizione si rendeva necessaria per via del fatto che la SGR, autorizzata ad effettuare solo attività di gestione, può avvalersi nell'espletamento delle proprie funzioni dei servizi di investimento di altri intermediari, che operano di volta in volta come negozianti, o che prestano servizi di ricezione e trasmissione di ordini, collocamento o servizi accessori. Il tema è alquanto “scottante”, considerato che i forti legami proprietari tra gestori e imprese di investimento incrementano il rischio che i servizi siano prestati in quantità e/o ad un costo eccessivi. Gli abusi sono favoriti soprattutto laddove le medesime persone fisiche titolari di deleghe di gestione nella SGR svolgono compiti operativi in imprese appartenenti al medesimo gruppo finanziario.

²²⁷ La Banca d'Italia precisa, tuttavia, che: *“La prevalenza degli intermediari inseriti in gruppi bancari e assicurativi è una caratteristica comune dei principali mercati continentali. Tra i primi 20 operatori europei dell'asset management nelle classifiche dell'Institutional Investor, 18 erano costituiti da gruppi bancari ed assicurativi.”* Questo aspetto è riconosciuto da WYMEERSCH (2006), p. 7 e p. 13, il quale evidenzia che, al contrario di quanto occorre in Europa continentale, nel mercato statunitense ed anglosassone le gestioni collettive non fanno necessariamente capo a gruppi bancari.

²²⁸ Si legge a tale proposito nella Relazione annuale 2006 della Banca d'Italia: *“L'industria italiana del risparmio gestito rimane basata sull'integrazione verticale fra reti distributive (banche e assicurazioni) e fabbriche di prodotto, con ruolo predominante delle strutture distributive. (...) In Italia, il modello di integrazione verticale ha consentito (...) la creazione e lo sviluppo delle fabbriche di prodotto, ma non ha stimolato la loro capacità di proporsi con strategie autonome al di fuori del gruppo di appartenenza.”* Su questa problematica si faccia riferimento anche allo studio di CAPRIGLIONE (2002), particolarmente p. 456 e ss; nonché al saggio di COSTI, MESSORI (2005), p. 68 e ss.

²²⁹ Così CAPRIGLIONE (2002), p. 459. Come sottolinea PENATI (2004), pp. 474-475, a partire dal 1993 e sino alla fine del 2000, banche ed assicurazioni si sono trasformate in *“gigantesche reti di distribuzione dedicate alla vendita al dettaglio”*, costruendo reti molto costose e sfruttando l'eccezionalità delle rendite finanziarie occorse in quegli anni, anche a seguito del minor rendimento dei titoli di stato. Ciò ha fatto digerire ai risparmiatori commissioni troppo elevate, ma sarebbe stata un'illusione credere che gli elevati margini derivanti dal risparmio gestito sarebbero durati in eterno. Ora, secondo l'Autore, non resta alle banche italiane che tagliare i costi di distribuzione, ridurre quelli di gestione e puntare sulla qualità dei prodotti.

In questo ambito, il Regolamento Intermediari richiedeva innanzitutto alle Sgr e alle SICAV di individuare i casi in cui le condizioni contrattuali che regolano il servizio del terzo sono in conflitto con gli interessi degli OICR gestiti e di assicurare che: “a) che il patrimonio degli OICR non sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti; b) che vengano illustrate agli investitori nel prospetto informativo le fonti di reddito o le altre utilità percepite a fronte della prestazione del servizio di gestione collettiva dalla società di gestione del risparmio o dalla SICAV non direttamente derivanti dagli OICR a titolo di commissioni gestionali.”

Pertanto, per un verso il Regolamento esprimeva la necessità che i rapporti con i terzi fossero tali da non costituire una forma di traslazione sugli investitori di costi (incluse le mancate utilità) non strettamente necessari ai fini della gestione o non conformi ai prezzi ed alle condizioni di mercato. Si trattava di una norma che guarda alla sostanza del fenomeno, imponendo sulla SGR il raggiungimento di un preciso risultato funzionale alla tutela dell’investimento effettuato dai risparmiatori. L’altro profilo, quello della trasparenza, risultava invece carente, in quanto per le gestioni collettive la normativa si limitava a prevedere una *disclosure* nel prospetto informativo del fondo dei soli conflitti derivanti da fonti di reddito o altre utilità della SGR diverse dalle commissioni gestionali. Gli standard IOSCO, invece, raccomandano una regolamentazione di ben più ampio respiro, e tale da assicurare agli investitori un’informazione completa sui conflitti e sulle procedure e le politiche interne adottate dall’intermediario per gestirli.²³⁰

Passando agli aspetti strutturali, organizzativi e di *governance*, il principale presidio deputato alla tutela degli investitori dal rischio di comportamenti opportunistici del gestore collettivo è la frapposizione tra il fondo ed il gestore della banca depositaria, la quale – oltre che garantire una migliore separazione patrimoniale – ha il compito di vigilare, in modo indipendente e nell’interesse dei partecipanti, sulla conformità dell’operare del gestore con la legge ed il regolamento del fondo²³¹. Sotto un profilo formale, una tale soluzione appare in linea con la *best practice* internazionale, che abbiamo visto aver riconosciuto

²³⁰ La disciplina comunitaria dei prospetti informativi risolve solo in parte questa carenza informativa, in quanto pur prevedendo l’inclusione nel prospetto di informazioni più dettagliate e complete circa la sussistenza in capo al gestore di conflitti di interesse, quelle norme non si applicano alle gestioni collettive, con l’eccezione dei fondi chiusi. Pertanto, è solo per questa categoria di fondi che trova applicazione il più pervasivo regime di trasparenza dettato nella direttiva prospetti.

²³¹ Cfr. art. 36(4) del TUF ai sensi del quale “*Nell’esercizio delle rispettive funzioni, la società promotrice, il gestore e la banca depositaria agiscono in modo indipendente e nell’interesse dei partecipanti al fondo*”. I compiti della banca depositaria sono esplicitati all’art. 38 del TUF. L’interposizione della banca depositaria è stata sancita sin dalla prima direttiva UCITS 85/611/CEE, che impone l’obbligo di affidare i beni del fondo e della SICAV in custodia presso un depositario; sul ruolo della banca depositaria cfr. FERRARIS DI CELLE E SZEGO (1998), p. 394 ss., ENRIQUES (2000-III), p. 167 ss., COLAVOLPE (2005), p. 615 ss., DESIDERIO (2004), p. 161 ss.

questo modello come una delle possibili modalità di prevenzione dei conflitti di interesse e di monitoraggio dell'attività del gestore.

Tuttavia, critiche potevano sollevarsi in considerazione delle peculiarità strutturali del nostro mercato finanziario. Salvo rare eccezioni, le banche depositarie in Italia sono società appartenenti al medesimo gruppo finanziario dei gestori, con la conseguenza che tra controllore e controllato vi è una colleganza poco favorevole all'espletamento di una vigilanza indipendente²³². Manca un qualsivoglia incentivo per favorire la presenza di società di gestione non controllate da gruppi bancari²³³ ed i requisiti stabiliti dalla Banca d'Italia per l'autorizzazione all'assunzione dell'incarico di banca depositaria non sembrano sufficienti a porre al riparo dal rischio, evidenziato anche dallo IOSCO, che l'indipendenza si risolve nel rispetto di attributi meramente formalistici²³⁴.

L'unico presidio che sembrerebbe poter garantire un esercizio indipendente della funzione di controllo potrebbe essere la regola ex art. 38, co. 2 del TUF per cui la banca depositaria è responsabile nei confronti della società di gestione del risparmio e dei partecipanti al fondo di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi. Tuttavia, come dimostra il

²³² Il medesimo problema è sentito a livello comunitario, come emerge dalla Comunicazione della Commissione Europea del 30 marzo 2004, concernente la "Regolamentazione relativa ai depositari degli OICVM negli Stati membri: esame e possibili sviluppi futuri". In particolare, al par. 2.3 si riconosce che "le garanzie tecniche" per garantire l'indipendenza del depositario "sono molto limitate" (nella direttiva si prevede solo un divieto di contrarre prestiti e effettuare vendite allo scoperto per conto dei fondi). Ricordiamo che, allo stato, i depositari non godono del passaporto comunitario e, secondo la Commissione Europea, i mercati nazionali appaiono chiusi alla competizione da parte di depositari esteri (v. par. 4.1.1).

²³³ L'opportunità di introdurre in Italia tali incentivi è auspicata anche da COSTI, MESSORI (2005), p. 126.

²³⁴ In particolare, ai sensi del Provvedimento Banca d'Italia del 14 aprile 2005 (Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio), "l'incarico di depositario non può essere conferito qualora il presidente dell'organo amministrativo, l'amministratore delegato, il direttore generale o i membri del comitato di gestione della SGR o della SICAV svolgano una delle seguenti funzioni presso la banca che intende assumere l'incarico: (a) presidente dell'organo amministrativo, amministratore delegato, direttore generale; (b) dirigente responsabile - anche se appartenente ad una struttura intermedia dell'organigramma aziendale - delle strutture organizzative della banca che svolgono funzioni di banca depositaria". Pertanto, l'elemento necessario ai fini del soddisfacimento del requisito di indipendenza è, per la Banca d'Italia, la mancanza di identità personale tra i soggetti che rivestono ruoli chiave nel gestore e nel depositario, mentre non ha più rilevanza l'eventuale rapporto partecipativo tra la banca e la società di gestione. Il problema nel contesto italiano è proprio che la banca depositaria è quasi sempre il soggetto che controlla, spesso totalitariamente, il gestore, di tal guisa che il conflitto di interessi è istituzionale e non può essere sufficientemente controbilanciato dalla mera inammissibilità del cumulo di cariche. Cfr. ENRIQUES (2000-III), p. 186 ss., il quale evidenzia tuttavia che è difficile stabilire la bontà di soluzioni alternative, quali l'imposizione alle SGR del ricorso ad una banca non appartenente al gruppo, che potrebbero scatenare una serie di conseguenze in termini di innalzamento dei costi e comportamenti collusivi, di cui è arduo stabilire la portata. Si potrebbe controbattere che la capacità di un gestore di scaricare i costi sui partecipanti dipende dall'esistenza o meno di un assetto di mercato concorrenziale e che, similmente, gli aspetti della collusione tra concorrenti rientra nell'ambito di applicazione delle regole antitrust, della cui applicazione è competente un'apposita autorità; al contrario permettere lo svolgimento delle funzioni di controllo sulla SGR dal socio di maggioranza della stessa vuol dire radicalizzare il conflitto in un settore dove è estremamente difficile valutare *ex post* la correttezza dei comportamenti degli operatori, considerata l'amplissimo margine di discrezionalità riconosciuto al gestore. Certamente il tema è assai complesso e meriterebbe di essere approfondito dalle autorità italiane mediante un'accurata analisi dei costi e benefici che deriverebbero da una diversa regolamentazione dell'indipendenza del depositario.

fatto che - per quanto ci consta - nessuna azione di responsabilità di tal fatta è stata sinora esercitata, la norma è di difficile applicazione considerato il pesante onere della prova a carico di parte attrice in un giudizio in cui non troverebbe applicazione l'art. 23, co. 6, del TUF ed i problemi di azione collettiva che in questo settore risultano particolarmente forti.

Relativamente agli aspetti più spiccatamente organizzativi, il Provvedimento Banca d'Italia 2005 disponeva che le SGR dovessero adottare sistemi di controllo interno, le cui misure applicative potevano essere determinate dall'intermediario in modo autonomo ed in funzione delle dimensioni, della complessità operativa della gestione e della tipologia di prodotti offerti. Il sistema dei controlli interni doveva essere finalizzato al monitoraggio di linea, al controllo dei rischi, alla verifica della conformità alle disposizioni normative ed alla revisione interna. Il Provvedimento non menzionava esplicitamente il conflitto di interessi tra le materie incluse. Più limitatamente, si prevedeva tra i compiti di alta direzione e di definizione delle strategie interne da parte dell'organo amministrativo quello, formulato in termini alquanto generici, di stabilire limiti e procedure per minimizzare i rischi derivanti dalle situazioni di conflitto di interessi e di verificarne periodicamente la corretta attuazione (v. Titolo IV, Capitolo III del Provvedimento Banca d'Italia). Pertanto, la gestione dei conflitti di interesse era attività sotto la primaria responsabilità del consiglio di amministrazione della SGR chiamato ad individuare idonee procedure volte a limitare lo sfruttamento, piuttosto che l'insorgere, del conflitto.

Vigono poi una serie di disposizioni dettate a fini prudenziali che, sebbene non espressamente dedicate ai conflitti di interesse acquistano indirettamente una particolare valenza in ordine a questo tema. Ci si riferisce in particolare alle norme dettate dalla Banca d'Italia nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (v. Titolo V, Capitolo III) con riferimento ai limiti agli investimenti, quali: il divieto di investire il patrimonio del fondo in beni direttamente o indirettamente ceduti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo ovvero di cedere tali beni ai medesimi soggetti, salvo che si tratti di titoli quotati o derivati (v. Sez. II, par. 2); il limite all'acquisto in caso di operazioni di collocamento di strumenti finanziari effettuate da società del gruppo di appartenenza della SGR (v. Sez. II, par. 6.3); la previsione che in caso di investimenti in depositi bancari presso una banca del gruppo della SGR la banca pratici al fondo condizioni almeno equivalenti a quelle da essa applicate alla propria clientela primaria (v. Sez. II, par. 3.2); la regola prudenziale relativa alla concentrazione degli investimenti in strumenti finanziari di emittenti appartenenti al medesimo gruppo (v. Sez. II, par. 3), che fissa un limite rispetto alle attività del fondo (più severo quando il gruppo è quello di appartenenza della SGR). Un'ulteriore regola rilevante è l'art. 51 del

Regolamento Intermediari, che impone alle SGR ed alle SICAV di non effettuare operazioni con frequenza eccessiva, ossia “*non necessaria per la realizzazione degli obiettivi degli OICR stessi*”.

In conclusione, salvo il regime relativo ai divieti e ai limiti agli investimenti, peraltro dettati come si è detto per finalità di stabilità e gestione dei rischi, la disciplina del conflitto nelle gestioni collettive appariva fondata sull’applicazione di parametri generali (l’agire secondo diligenza; l’equo trattamento; predisposizione di procedure per limitare i rischi da conflitto), taluni dei quali di difficile interpretazione, e peccava per non prevedere un regime di prevenzione soddisfacente, particolarmente sotto il profilo della trasparenza²³⁵. Il limite di tale impostazione era, come è stato osservato, di “*nutrire troppa fiducia nei confronti dell’enforcement ex-post: ossia, essenzialmente, nella reazione che il sistema mostra di avere nel caso di inosservanza degli standard di diligenza previsti*”²³⁶.

Proprio per il carattere vago del quadro normativo sopraesposto, appariva particolarmente interessante l’iniziativa di autoregolamentazione assunta da Assogestioni che nel 2001 aveva emanato un codice di condotta ad adesione volontaria, il Protocollo di Autonomia per le SGR, proprio col proposito di tener conto dei lavori svolti in sede IOSCO, particolarmente del rapporto redatto nel maggio 2000 dal Comitato Tecnico dedicato ai “*Conflicts of Interests of CIS Operators*”. Il documento affronta opportunamente le tematiche del cumulo di funzioni, la figura degli amministratori indipendenti, le attribuzioni di questi, gli strumenti finanziari emessi o collocati da società del gruppo, i servizi e convenzioni riguardanti gli Oicr e l’esercizio del diritto di voto. Inoltre, similmente all’ipotesi dei codici di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento, il Protocollo Assogestioni godeva di un’efficacia rafforzata ai sensi del richiamo effettuato all’ (abrogato) art. 58 del Regolamento Intermediari. Si trattava tuttavia di un’iniziativa con effetti limitati, in quanto anch’essa espressamente rivolta a dettare una disciplina di carattere meramente minimale ed in ogni caso incapace di coprire tutti gli aspetti insufficientemente regolamentati dal diritto italiano. In particolare, non veniva affrontata la questione della trasparenza nei confronti degli investitori, non si raccomandava al gestore di fornire informazioni sulle politiche interne per la neutralizzazione dei conflitti, né si dettavano indicazioni volte a favorire una maggiore terzietà della banca depositaria.

²³⁵ Molto più incisiva è la disciplina dei conflitti di interesse nell’ambito della gestione dei fondi pensione, regolati all’art. 7 del decreto ministeriale del novembre 1995, dove si prevede l’applicazione di obblighi informativi, anche in relazione alle operazioni concluse in conflitto, sul tema v. BESSONE (2002), p. 176 e ss.

²³⁶ Così ANNUNZIATA (2005), p. 304.

A questa situazione di carenze non aveva certo posto rimedio la legge per la tutela del risparmio, la quale – anche per le gestioni collettive – era andata verso una direzione che rafforzava l'utilizzo delle limitazioni quantitative agli investimenti, senza colmare il vuoto derivante dalla pressoché totale assenza di un regime di trasparenza dei conflitti e di effettiva indipendenza della gestione. La normativa è stata anch'essa abrogata in vista del decreto di attuazione della MiFID che ha modificato significativamente la materia delle gestioni collettive, sebbene essa non fosse compresa nell'ambito di applicazione della direttiva (v. *infra*).

4. La disciplina del conflitto di interessi nella MiFID e la sua recente attuazione in Italia

4.1 La regola generale del conflitto di interessi

La MiFID rappresenta il punto di arrivo del tormentato processo di liberalizzazione per la costruzione del mercato unico nei servizi di investimento, che ha preso le mosse dalle strategie minime annunciate dalla Commissione Europea con il “Libro Bianco” del giugno 1985 e si è evoluto verso un grado di integrazione sempre più ampio e completo²³⁷. Obiettivo della direttiva è quello di

²³⁷ Dato il carattere fortemente regolamentato del settore finanziario, il processo di creazione di un mercato unico europeo si è rivelato, sin dalle origini, particolarmente accidentato. Sull'iniziale ed ambizioso progetto di armonizzazione completa del diritto dei mercati finanziari, ovvero di produzione di norme uniformi destinate a sostituire la regolamentazione a livello nazionale, è prevalso un atteggiamento più pragmatico, sollecitato dalla celeberrima pronuncia della Corte di Giustizia nel caso *Cassis de Dijon* (sentenza *Rewe-Zentral*, procedimento C-120/78. Racc. 1979, p. 649) e poi annunciato dalla Commissione Europea nel Libro Bianco del giugno 1985. Tale “nuova” strategia si è tradotta nell'emanazione della seconda direttiva bancaria e della ISD, entrambe fondate sui principi cardine: (i) del mutuo riconoscimento, (ii) dell'armonizzazione minima, e (iii) del controllo del paese di origine. Come è noto, il principio del mutuo riconoscimento si sostanzia in una tecnica di integrazione negativa, ossia nell'obbligo, in capo a ciascuno Stato Membro, di non ostacolare la prestazione transnazionale dei servizi finanziari da parte di soggetti autorizzati nel proprio paese di origine in quelle materie in cui è stata raggiunta un'armonizzazione minima della regolamentazione. L'armonizzazione minima, a sua volta, si estrinseca in un tipo di integrazione positiva: nell'imporre agli Stati Membri, mediante lo strumento della direttiva, una regolamentazione che può essere modificata solo in senso più restrittivo, e sempre che ciò non comporti un irragionevole ostacolo al corretto funzionamento del mercato interno. Nelle materie armonizzate, la competenza regolamentare è suddivisa tra gli Stati Membri nel senso di assegnare al paese di origine, ossia a quello in cui l'impresa comunitaria ha la propria sede principale, il compito di regolamentare, vigilare e sanzionare l'impresa. I suddetti principi operano in pratica mediante il meccanismo del c.d. passaporto europeo, in base al quale ogni impresa di investimento autorizzata nel proprio paese di origine a svolgere determinati servizi finanziari è ammessa a prestare detti servizi in un altro Stato Membro, mediante stabilimento o libera prestazione di servizi, senza necessità di dover richiedere ulteriori autorizzazioni e sulla base di una mera comunicazione all'autorità del paese d'origine. Prima dell'entrata in vigore della MiFID, gli sforzi di armonizzazione comunitari si erano concentrati prevalentemente sulla procedura di autorizzazione e sulle regole prudenziali di stabilità (specialmente i requisiti patrimoniali delle banche e delle imprese di investimento), per le quali il principio

introdurre un livello di armonizzazione più elevato rispetto a quello minimo stabilito con l'ISD, così da superare quello che era stato identificato come uno dei maggiori ostacoli al processo di integrazione dei mercati mobiliari: la frammentazione della disciplina mobiliare²³⁸.

Coerentemente con questo obiettivo, il conflitto di interessi degli intermediari è trattato nella MiFID secondo un approccio che, pur riprendendo la regolamentazione per gradi che abbiamo visto caratterizzare la ISD, arricchisce la disciplina di ulteriori contenuti e specificazioni. Essa ha trovato recente attuazione nel nostro ordinamento con l'entrata in vigore nel 24 novembre 2007 del d. lgs. n. 164/2007 recante modifiche al TUF, che modifica considerevolmente la normativa sul conflitto di interessi degli intermediari mobiliari.

del controllo del paese di origine e del mutuo riconoscimento si applicano appieno. Diverso il discorso per quanto concerne le regole di condotta delle imprese di investimento ed in generale la regolamentazione c.d. transattiva, ossia quella che opera sul piano dei rapporti tra intermediario ed investitore. In questo campo, la norma fondamentale è l'art. 11 della ISD, che contiene tuttavia un grado di armonizzazione estremamente embrionale. Riconoscendo implicitamente che lo scarso livello di armonizzazione così raggiunto non fosse tale da giustificare l'applicazione del mutuo riconoscimento, il secondo comma dell'art. 11 assegna la competenza regolamentare a specificare i suddetti principi di condotta e a controllarne il rispetto allo Stato Membro in cui il servizio di investimento viene prestato, ossia al paese di destinazione anziché a quello di origine. Pertanto, a ciascuno Stato Membro viene riconosciuta la libertà di decidere le modalità più appropriate per raggiungere ciascuno degli obiettivi enumerati all'art. 11. Sul processo di armonizzazione ed integrazione del mercato mobiliare v. per tutti MOLONEY (2002).

²³⁸ La norma si inseriva, peraltro, in un quadro già assai disomogeneo di regolamentazioni nazionali che riflettevano non solo le diverse tradizioni degli Stati Membri, ma anche il differente grado di sviluppo del settore finanziario. Lungi dal diminuire i costi di transazione dovuti al frammentato quadro regolamentare esistente, l'attuazione dell'art. 11 ha portato a soluzioni normative assai divergenti tra Stato e Stato, specialmente in materia di tutela degli investitori *retails*, con l'effetto di rendere estremamente difficoltosa e costosa la prestazione transfrontaliera di servizi di investimento. In particolare, la sovrapposizione tra le competenze regolamentari del paese di origine e del paese di destinazione è tale per cui un'impresa che intenda offrire i propri servizi finanziari in una pluralità di stati comunitari è chiamata ad adempiere a ciascuna normativa nazionale, oltre che alle disposizioni del proprio ordinamento. Per valutare la complessità del quadro normativo basta considerare come, a seconda dello Stato Membro in cui il servizio è prestato, le regole di condotta possono assumere una qualifica, una efficacia giuridica e un grado di specificazione differenti. Se in Germania, ad esempio, quelle regole sembrano costituire delle norme di vigilanza con effetti solo pubblicistici, tali da non riconoscere al singolo investitore un diritto allo scioglimento del contratto o al risarcimento dei danni, in Belgio, in Francia ed in Italia la trasposizione di quei principi costituisce un valido fondamento per l'esercizio di azioni di responsabilità. Inoltre, mentre in talune giurisdizioni, come in Belgio, il legislatore nazionale si è limitato ad elencare internamente i principi generali dettati dall'art. 11, in altri Stati Membri, *in primis* nel Regno Unito e, con un livello di dettaglio inferiore, in Irlanda, Francia ed Italia, quei principi sono stati tradotti in un minuzioso catalogo di regole. Interessanti studi comparativi circa l'implementazione dell'art. 11 della ISD sono in TISON (2002), PACCES (2004) e WYMEERSCH (1998). Il quadro si complica ulteriormente se si considera che i prodotti finanziari e il rapporto tra intermediari ed investitori sono disciplinati da contratti o, comunque, sottoposti a disposizioni di natura civilistica (esempi: responsabilità extracontrattuale, indebito e responsabilità precontrattuale). Di conseguenza, la prestazione transnazionale di servizi di investimento deve tener conto anche delle regole internazionale-privatistiche dettate dalla Convenzione di Roma, dal Regolamento di Bruxelles e, nelle materie non coperte da detti strumenti, dalle norme di conflitto vigenti in ciascun ordinamento. Di fronte ad una disciplina così frammentata, la Commissione Europea ha lanciato nel 1999 un ambizioso piano di integrazione dei mercati finanziari, il *Financial Services Action Plan*, un pacchetto di misure alquanto eterogeneo, che spazia dal settore dei mercati all'ingrosso ai rapporti con la clientela privata. L'obiettivo è di migliorare il livello di armonizzazione e, più in generale, di superare l'approccio settoriale che sino ad oggi ha caratterizzato la produzione normativa comunitaria, in favore di una regolamentazione più coerente, tale da realizzare un *level playing field*, ossia una parità concorrenziale tra i vari operatori di mercato.

Partendo dall'analisi della MiFID, la direttiva contiene innanzitutto la regola per cui a ciascun intermediario deve essere imposto l'obbligo di adottare meccanismi organizzativi ed amministrativi che consentano di gestire il conflitto di interessi in modo da impedire che arrechi pregiudizio all'interesse dei clienti (dovere di organizzazione ex art. 13, co. 2). La norma rappresenta un rafforzamento, già a livello di principi-quadro, dell'obbligo di adottare disposizioni organizzative per arginare i conflitti di interessi. Mentre, infatti, l'art 10 della ISD prevedeva che le imprese di investimento si dotassero di una struttura "*tale da ridurre al minimo*" il rischio di conflitti, la MIFID impone che "*le imprese di investimento mantengono e applicano tutte le misure ragionevoli destinate ad evitare che i conflitti di interessi (...) incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti*".²³⁹ La disposizione dunque prevede il compimento di un'azione, quella di mantenere ed applicare misure, funzionale al raggiungimento di un obiettivo, evitare in modo assoluto che i conflitti ledano gli interessi degli investitori. Essa è stata trasposta in modo pressoché letterale all'art. 21, co. 1-bis (a) del TUF, che viene dunque a sostituire la poco chiara locuzione "equo trattamento" con un obbligo di risultato assai più incisivo²⁴⁰.

Si scorge nella norma l'intenzione del legislatore di puntare al rafforzamento della disciplina dei conflitti di interesse attraverso la previsione di un maggior grado di proceduralizzazione. Ciò si è reso necessario probabilmente in ragione del prevedibile aumento dei rischi di sfruttamento dei conflitti derivante dal riconoscimento nella MiFID della nuova figura dell'internalizzatore sistematico, ossia dell'impresa di investimento che esegue fuori mercato e in conto proprio gli ordini della clientela²⁴¹. Nella prestazione di questo servizio, l'intermediario potrebbe sempre più spesso essere tentato di sfruttare la propria superiorità informativa facendo prevalere i propri interessi su quelli dei clienti (ad esempio mediante maggiori occasioni di *front running*)²⁴². In questo nuovo contesto, l'obiettivo di un'accresciuta gestione interna del conflitto è intesa a favorire il momento procedurale-preventivo, naturalmente oggetto di un controllo *ex ante* da parte delle autorità di vigilanza.

²³⁹ Sottolinea SCOTTI SCAMOZZI (2007), p. 123, che la lettera della MiFID mette in risalto la circostanza che all'impresa di investimento non basterà scrivere le regole di struttura e di procedura, ma occorrerà che esse siano applicate in concreto.

²⁴⁰ Si è inoltre opportunamente provveduto a modificare la clausola generale espressa al primo comma dell'art. 21 riconoscendo all'espressione inglese "fair" il significato di "corretto". L'articolo 21(1)(a) legge oggi infatti che i soggetti abilitati devono "*comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*", v. anche *infra*.

²⁴¹ V. definizione all'art. 4(1)(7) della MiFID.

²⁴² Cfr. ANOLLI, BIANCHI, VENTURINO (2004), p. 25.

Il passaggio successivo, intermedio e strumentale rispetto al risultato della cura dell'interesse del cliente²⁴³, è il dovere di identificare i conflitti 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 accessorio o di una combinazione di tali servizi*” (dovere di identificazione ex art. 18, co. 1). Si noti come tale ricognizione deve intervenire in modo ampio, con riferimento ai conflitti che “potrebbero insorgere” e non limitatamente ai conflitti che possono considerarsi lesivi degli interessi dei clienti, elemento che rileva solo nella fase successiva della gestione²⁴⁴. Anche in questo caso si assiste ad una ricezione all'art. 21, co. 1-bis (a) del TUF in termini molto fedeli alla lettera della disposizione comunitaria.

Da ultimo, nel caso in cui le misure organizzative volte a prevenire (lo sfruttamento de) i conflitti non siano sufficienti ad evitare, con ragionevole certezza, l'emergere di rischi di lesione degli interessi dei clienti, prima di compiere l'operazione l'intermediario dovrà fornire ai clienti prima di agire per loro conto un'“*informazione chiara della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse*” (dovere di informazione ex art. 18, co. 2, trasposto all'art. 21, co. 1-bis (b) del TUF). L'obbligo di informazione preventiva si sostanzia in una procedura decisamente meno ingessante e formalistica rispetto al *disclose or abstain* che era in vigore in Italia. Essa non contempla una preventiva autorizzazione da parte del cliente e va avviata solo laddove i doveri di organizzazione non siano ragionevolmente sufficienti a prevenire il pericolo di nuocere agli interessi degli investitori. La trasparenza si giustifica con l'esigenza di permettere al cliente che ne abbia le capacità di valutare *ex ante* l'operazione, impedendone eventualmente il compimento, mentre per i meno esperti di rimandare in una fase successiva l'esperimento dell'azione.

Una critica che si deve levare nei confronti di questa disposizione è che il tenore generico della previsione sembrerebbe condizionare l'applicazione della regola a valutazioni di tipo soggettivo, in ciò rendendo dubbia l'efficacia del presidio o comunque estremamente costosa la sua applicazione²⁴⁵, specialmente in un contesto come quello italiano dove l'*enforcement* privato non è particolarmente sviluppato ed efficiente.

²⁴³ Cfr. SCOTTI SCAMOZZI (2007), p. 124.

²⁴⁴ Così COMPORI (2005), p. 602.

²⁴⁵ In questo senso ENRIQUES (2005), p. 846, che osserva come se l'informazione è stata omessa sulla base di un giudizio di buona fede (non affetto da dolo né da colpa) circa la sufficienza di tali misure a prevenire i danni per i clienti, l'intermediario non sarà responsabile nei confronti del cliente neppure se questi abbia subito un danno dall'operazione in conflitto.

A ben vedere, tuttavia, sebbene in talune circostanze le misure organizzative e la regola della trasparenza possono di per sé non essere sufficienti a neutralizzare il conflitto, esse nella MiFID trovano un complemento nella norma di chiusura già riconosciuta dalla ISD e dallo IOSCO ed oggi meglio trasposta anche nel nostro ordinamento. Ci si riferisce al principio del *fair treatment*, opportunamente collocato tra le regole di condotta all'art. 19 della direttiva e recepito all'art. 21, co. 1 (a) del TUF, ai sensi del quale vige a carico dell'intermediario un generale dovere di professionalità, onestà e correttezza (nella versione italiana diligenza, correttezza e trasparenza) “*per servire al meglio gli interessi dei loro clienti*”. Attraverso queste clausole generali il legislatore comunitario e quello italiano, pur lasciando all'intermediario un ampio margine di discrezionalità nel determinare la propria struttura interna, ancora la valutazione della condotta compiuta in situazione di conflitto ad un criterio oggettivo, consistente nel perseguimento dell'interesse della controparte.

Per questa via, la regolamentazione ha il pregio di non imporre rigidi divieti nella prestazione dei servizi e di consentire all'impresa di operare a condizione che vengano rispettate le procedure interne di gestione del conflitto e, infine, soddisfatto il risultato ultimo della cura dell'interesse del cliente. In altre parole, nella MiFID e nella normativa italiana di attuazione della stessa gli strumenti di prevenzione sono più esplicitamente funzionali ad un generale obbligo di risultato da verificarsi *ex post*. L'obiettivo è di non cadere in una rigida disciplina che si risolva in adempimenti di tipo formalistico, ma di garantire al contrario una tutela di tipo più spiccatamente sostanziale. È pur vero tuttavia che, affinché un tale approccio possa produrre risultati efficaci, l'ordinamento necessita di dotarsi di un contesto istituzionale tale da garantire una reale vigilanza sulle procedure e sulle condotte degli intermediari, vuoi attraverso l'attività delle autorità di settore, vuoi con l'esercizio di azioni legali.

4.2 La regolamentazione secondaria del conflitto di interessi

La MiFID non detta una disciplina di dettaglio relativamente alla tipologia di presidi per la gestione del conflitto. In applicazione della procedura c.d. Lamfalussy²⁴⁶, la direttiva ha delegato la Commissione ad adottare misure di

²⁴⁶ Come è noto, la procedura Lamfalussy, originariamente proposta dal Comitato dei Saggi nel Rapporto Lamfalussy del 15 febbraio 2001 e poi approvata dal Consiglio Europeo in occasione del vertice di Stoccolma del 23 marzo 2001, si articola in quattro livelli di produzione normativa che fanno della Commissione il fulcro della procedura. Il primo prevede la definizione dei principi-quadro mediante l'adozione della direttiva e dunque secondo l'ordinaria procedura di co-decisione. Il secondo consiste nell'attuazione attraverso il meccanismo della comitatologia, ossia mediante lo strumento del regolamento o della direttiva emanata dalla Commissione previa consultazione con l'ESC (*European Securities Committee*, composto da rappresentanti

secondo livello che dettino disposizioni di attuazione²⁴⁷, delega esercitata con la Direttiva 2006/73/CE (di seguito anche la “Direttiva di secondo livello”)²⁴⁸. La disciplina italiana di fonte secondaria è invece contenuta nel Provvedimento del 29 ottobre 2007 emanato congiuntamente dalla Banca d’Italia e dalla Consob in esercizio della potestà regolamentare prevista all’art. 6, co 2-bis(f), del TUF (di seguito anche il “Provvedimento Congiunto”).

Tralasciando per ora gli aspetti organizzativi, che verranno trattati nei successivi paragrafi, si evidenzia che in tema di trasparenza, nonostante l’ampio margine di delega e a discapito delle aspettative, la direttiva di esecuzione e il Provvedimento Congiunto non hanno provveduto a fornire ampi dettagli circa l’informativa da fornire al cliente.

La Commissione Europea e il legislatore secondario italiano si limitano infatti a prevedere, rispettivamente all’art. 22, co. 4 della direttiva sopraccitata e all’art. 23, co. 3 e 4 del Provvedimento Congiunto che, quando le misure adottate internamente non siano sufficienti ad assicurare con ragionevole certezza che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, l’intermediario debba fornire informazioni sulla natura e/o le fonti dei conflitti: (i) in una fase precedente lo svolgimento dell’attività per conto del cliente; (ii) su supporto durevole; (iii) sufficientemente dettagliate, considerata la natura del cliente; e (iv) in modo tale da consentire al cliente di assumere una decisione informata sul servizio, tenuto conto del contesto in cui il conflitto si manifesta.

La comunicazione non sembra poter intervenire una volta per tutte all’inizio del rapporto con il cliente. La lettera e la ratio della disposizione suggeriscono che l’informazione debba intervenire in occasione della specifica operazione (i.e.: prima dello svolgimento di attività per conto del cliente), considerato peraltro che, in caso contrario, l’investitore non sarebbe posto in condizione di assumere una decisione informata sul servizio ed eventualmente opporsi alla singola transazione.

ministeriali) e il CESR (*Committee of European Securities Regulators*, composto dalle autorità regolamentari nazionali). Il terzo è finalizzato a garantire l’uniforme ed efficace trasposizione dei summenzionati atti legislativi, attraverso il CESR e dunque il coinvolgimento delle autorità di vigilanza nazionali. Il quarto consiste in un controllo da parte della Commissione della corretta e uniforme applicazione della normativa negli Stati Membri. Sulla procedura Lamfalussy si veda COMPORTI (2004) e FERRARINI (2002-I), p. 11 ss. Esprimono scetticismo sulla procedura HERTING E LEE, in particolare p. 7 e ss.

²⁴⁷ V. l’art. 13, co. 10 della MiFID che delega la Commissione ad adottare “*misure di esecuzione che specifichino i requisiti di organizzazione concreti da imporre alle imprese d’investimento*” e art. 18, co. 3, secondo cui la Commissione adotta misure di esecuzione volte a definire i presidi per “*rilevare, prevenire, gestire e/o divulgare i conflitti*” e “*stabilire opportuni criteri per determinare i tipi di conflitto*”.

²⁴⁸ Più precisamente si tratta della Direttiva 2006/73/CE del 10 agosto 2006 recante modalità di esecuzione della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva.

Infine, la norma si limita ad imporre un obbligo di trasparenza, mentre non è esplicitato alcun dovere di astensione per il caso in cui la *disclosure* non fosse sufficiente ad “assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato”, dovere che come abbiamo considerato risulta invece contemplato negli standard dello IOSCO. E’ pur vero, tuttavia, che il divieto di compiere l’operazione può essere implicitamente ricavato dalla regola generale del *fair treatment* posta all’art. 19 della MiFID e all’art. 21 del TUF, che impone all’intermediario un vero e proprio obbligo di risultato di evitare che i conflitti possano incidere negativamente sugli interessi dei clienti. La regola implica che laddove, nonostante i presidi per la gestione del conflitto, l’operazione o l’attività non corrisponde al miglior interesse del cliente, essa non potrà essere effettuata.

4.3 Segue. Le misure organizzative nel regime secondario della MiFID. Le novità introdotte in Italia.

La disciplina precedentemente descritta in materia di presidi interni e procedurali è stata assoggettata a revisione e ad integrazione a seguito dell’attuazione delle misure di secondo livello della MiFID, dove si contempla un deciso rafforzamento del profilo organizzativo degli intermediari. A seguito delle modifiche introdotte, l’obiettivo della gestione del conflitto, e dunque della prevenzione del suo sfruttamento, è divenuto prevalente rispetto a quello della prevenzione del suo insorgere. La disciplina si concreta nell’individuazione di un insieme composito di misure organizzative, procedurali e di governance idonee a favorire il rispetto della regola del *fair treatment*²⁴⁹. L’impostazione scelta dal legislatore comunitario conferma per un verso il definitivo abbandono di soluzioni di tipo strutturale, quali i *firewalls* tipici del precedente sistema statunitense, e dall’altro denota la progressiva sfiducia nell’efficacia delle barriere informative. Nel contesto della nuova normativa, i *chinese walls* costituiscono soltanto uno dei possibili strumenti di gestione del conflitto, a fianco di numerosi altri che possono in concreto risultare più efficaci ed efficienti in considerazione delle particolari caratteristiche dell’intermediario²⁵⁰.

²⁴⁹ Si è peraltro osservato come l’abolizione della facoltà per gli Stati Membri di prevedere l’obbligo di concentrazione delle operazioni sui mercati e la prestazione del servizio di internalizzazione sistematica avrebbero l’effetto di accrescere il rischio di sfruttamento dei conflitti di interesse in ragione della difficoltà per il cliente di monitorare in modo efficace la condotta dell’intermediario, cfr. FERRARINI E RECINE (2005), p. 6.

²⁵⁰ E’ stato riconosciuto, infatti, che i *Chinese Walls* possono impedire i flussi informativi, ma non per questo risolvere i problemi di conflitto di interessi. A parte la possibilità che le muraglie possano essere insufficienti ad ostacolare il passaggio di informazioni, la questione è che la maggior parte dei conflitti sorgono con riferimento ad informazioni di dominio pubblico e perciò stesso non gestibili per mezzo di barriere. Inoltre,

In particolare, per quanto riguarda l'individuazione e la gestione dei conflitti, l'art. 22 della Direttiva 2006/72/CE, recepita all'art. 25, commi 1 e 2, del Provvedimento Congiunto prevede che le imprese di investimento predispongano per iscritto di una politica di gestione del conflitto (c.d. *conflicts policy*) tale da: (i) consentire l'individuazione delle circostanze da cui potrebbero sorgere conflitti lesivi degli interessi dei clienti²⁵¹ e (ii) formulare procedure interne ed i presidi per neutralizzare il conflitto, ossia per evitare che esso incida negativamente sugli interessi dei clienti. La direttiva dà rilevanza alle peculiarità di business dell'intermediario riconoscendo che la *conflict policy* non debba essere identica per ciascuna impresa, ma possa essere adeguata alle dimensioni e all'organizzazione dell'intermediario, nonché alla natura, alle dimensioni ed alla complessità della sua attività, secondo un principio di proporzionalità.

Analogamente all'approccio che abbiamo visto caratterizzare i più recenti lavori del Comitato Tecnico dello IOSCO, la direttiva e la normativa secondaria italiana non specificano quali misure debbano essere introdotte, ma indicano gli obiettivi da raggiungere, conformemente ad un approccio regolamentare tipico del Regno Unito (c.d. *principle based approach*). Particolarmente, le procedure interne per la gestione del conflitto devono essere funzionali a garantire che i soggetti coinvolti nella valutazione e nella gestione dei conflitti mantengano un grado di indipendenza appropriato alla luce delle dimensioni e delle attività dell'intermediario e del gruppo di appartenenza, nonché del rischio che gli interessi del cliente siano danneggiati²⁵². Si riconosce, insomma, che la tutela dei risparmiatori contro i rischi derivanti dalla presenza endemica di conflitto di interessi passa attraverso una regolamentazione interna e procedure *ad hoc*, dirette ad assicurare l'autonomia di giudizio delle persone fisiche che quel conflitto sono chiamate a gestire.

Tra i presidi possibili per raggiungere questo risultato l'art. 22, co. 3, della direttiva di secondo livello e l'art. 25, co. 4, del Provvedimento Congiunto indicano una serie di misure a titolo meramente non esaustivo²⁵³ che le imprese

non si tratta di uno strumento in grado di influire in concreto sulla disponibilità a rispettare i doveri di lealtà da parte della persona coinvolta. Infine, la costituzione di barriere avrebbe l'effetto di ridurre proprio quei benefici a livello informativo che giustificano la presenza sul mercato e l'efficienza della banca universale, di intermediari polifunzionali e conglomerati finanziari. V. per tutti KRUTHOF (2005), pp. 42-43.

²⁵¹ I criteri minimi per l'individuazione dei conflitti sono dettati all'art. 24 del provvedimento Congiunto, in termini analoghi a quello dettati dalla Commissione nella direttiva di secondo livello e considerati *supra*, nel par. 1.

²⁵² Cfr. art. 22(3), 1 par. della Direttiva 2006/73/EC e art. 25(3) del Provvedimento Congiunto.

²⁵³ Si precisa infatti al comma 5 dell'art. 25 succitato che: "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." Si tratta pertanto di una vera e propria obbligazione di risultato.

dovranno adottare qualora ritenute necessarie e idonee al raggiungimento del risultato richiesto:

- a) il classico presidio rappresentato dai *chinese walls*, ossia dalle procedure volte ad impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti impegnati in attività che comportino un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più clienti;
- b) la vigilanza separata dei soggetti le cui principali funzioni implicino l'esercizio di attività che sottendano interessi (dell'impresa o di terzi, inclusi i clienti) potenzialmente confliggenti;
- c) l'eliminazione di ogni connessione diretta tra le retribuzioni di soggetti che esercitano attività potenzialmente conflittuali;
- d) misure dirette ad impedire o a limitare l'esercizio da parte di qualsiasi persona di un'influenza indebita sul modo in cui un soggetto presta servizi di investimento o accessori o compie attività di investimento;
- e) misure dirette ad impedire o a controllare la prestazione simultanea o successiva da parte di un soggetto di servizi, quando ciò possa nuocere ad una corretta gestione dei conflitti di interesse²⁵⁴.

Infine, si prevede che le imprese di investimento debbano istituire, mantenere ed aggiornare regolarmente un registro nel quale riportano i tipi di servizi di investimento o accessori o di attività di investimento svolti da o per conto dell'impresa, rispetto ai quali sia sorto, o possa sorgere un conflitto di interesse che rischia di ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti²⁵⁵.

Si noti come tutti i suddetti presidi si intrecciano con una più generale revisione della struttura interna degli intermediari compiuta dalla regolamentazione secondaria di attuazione della MiFID e poi trasposta nel Provvedimento Congiunto, che richiede la predisposizione di requisiti di organizzazione, di governmento societario e di funzioni aziendali di controllo interno, incluso della conformità alle norme, notevolmente più dettagliate e pervasive rispetto a quelle vigenti in passato e certamente in linea con gli standard

²⁵⁴ L'obiettivo dell'armonizzazione massima è infine ridimensionata dalla previsione in chiusura del medesimo articolo secondo cui: "se l'adozione o l'applicazione di una o più tra le suddette misure e procedure non assicura il grado richiesto di indipendenza, gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di adottare tutte le misure e procedure alternative o aggiuntive che siano necessarie e appropriate a tali fini."

²⁵⁵ Così l'art. 23 della Direttiva 2006/73/EC e l'art. 26 (Registro) del Provvedimento Congiunto.

internazionali illustrati (v. artt. 5 ss. del Provvedimento Congiunto)²⁵⁶. Similmente si introduce una normativa più stringente rispetto a quella stabilita a livello di autoregolamentazione relativamente alle operazioni personali concluse da soggetti potenzialmente in conflitto di interessi (v. art. 18 del Provvedimento Congiunto), nonché in materia di esternalizzazione delle funzioni aziendali (v. artt. 19 ss. del Provvedimento Congiunto).

4.4 Modifiche in materia di gestioni collettive

Sebbene la MiFID non coinvolga modifiche alla normativa delle gestioni collettive, non rientrando tale attività nel novero dei servizi di investimento, in sede di recepimento della direttiva si è provveduto ad apportare modifiche anche in questo ulteriore settore. In effetti le novità non riguardano tanto la normativa primaria, che con riferimento alla tematica dei conflitti di interesse resta sostanzialmente invariata e dunque fedele alla criticata regola che impone al gestore di assicurare comunque l'equo trattamento degli Oicr (cfr. art. 41(1)(b); v. *supra*). Pertanto con riferimento alle gestioni collettive il legislatore ha mancato di cogliere l'occasione rappresentata dalla trasposizione della MiFID per riformulare la portata della disciplina dell'*agere* in conflitto in senso conforme al criterio del *fair treatment*, ossia della cura del miglior interesse del cliente²⁵⁷.

Importanti cambiamenti intervengono invece a livello di regolamentazione di fonte secondaria, dove si assiste ad una sostanziale parificazione del regime organizzativo applicabile alle società di gestione con quello dettato per i soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento²⁵⁸, anche con riferimento alla gestione dei conflitti di interessi²⁵⁹. In particolare, i gestori sono obbligati ad

²⁵⁶ In particolare, in materia di controlli interni il Provvedimento Congiunto distingue un organo con funzioni di controllo a cui compete la responsabilità di rilevare irregolarità nella gestione e violazione delle norme e le unità operative con specifiche funzioni di controllo all'interno dell'azienda (cfr. art. 10). Tra queste si distinguono le seguenti funzioni: (i) controllo della conformità alle norme (art. 16), (ii) gestione del rischio (art. 13), e (iii) revisione interna (art. 14). Le suddette funzioni aziendali devono essere organizzate in modo da garantire correttezza ed indipendenza (v. art. 12). Vale il principio di proporzionalità, per cui gli intermediari di ridotte dimensioni possono non adottare taluna delle funzioni o non rispettare tutti i requisiti di indipendenza previsti in via generale.

²⁵⁷ Si registra una novità rilevante nella normativa primaria all'art. 33(2)(e-bis) del TUF introdotto con il decreto legislativo di trasposizione della MiFID che assoggetta la commercializzazione delle quote o delle azioni delle gestioni collettive al rispetto delle regole di condotta dettate con riferimento agli intermediari che prestano servizi di investimento.

²⁵⁸ Cfr. art. 30 del Provvedimento Congiunto, che rende applicabili alle SGR ed alle SICAV le disposizioni relative all'organizzazione interna ed alle funzioni aziendali dettate per gli intermediari che prestano servizi di investimento. Si dettano ulteriori regole specificatamente rivolte alla regolamentazione del sistema organizzativo e delle procedure da adottare con riferimento alla prestazione del servizio di gestione collettiva. Si segnala in particolare l'art. 32, che prevede l'adozione di una strategia circa i diritti di voto inerenti gli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti al fine di assicurarne l'esercizio nell'esclusivo interesse dei partecipanti agli Oicr.

²⁵⁹ Cfr. art. 37 ss. del Provvedimento Congiunto.

identificare i conflitti ed a gestirli analogamente a quanto prescritto agli intermediari. Vige inoltre il medesimo obbligo di formulare per iscritto ed adottare una politica di gestione composta da una serie di misure indicate in via meramente esemplificativa all'art. 39 del Provvedimento Congiunto. Le misure suggerite sono le stesse previste all'art. 25 per gli intermediari. Tali procedure debbono essere descritte, anche eventualmente in forma sintetica, agli investitori (v. art. 36, co. 6), con ciò superando una grave lacuna del nostro precedente sistema che – come si è detto – non garantiva un grado di trasparenza in linea con le raccomandazioni IOSCO. Si impone come per gli intermediari l'istituzione di un apposito registro in cui riportare le situazioni di conflitto potenzialmente idoneo a ledere gravemente gli interessi degli Oicr²⁶⁰.

Sono tuttavia riscontrabili importanti differenze regolamentari rispetto a quanto contemplato per gli intermediari, differenze che destano notevoli profili di criticità. La principale distanza è nella definizione degli obiettivi da raggiungere attraverso le misure organizzativo-procedurali previste per la gestione dei conflitti di interessi. L'obbligo di risultato di cui il gestore deve assicurare il raggiungimento è, infatti, solo in parte coerente con quelli indicati avuto riguardo agli intermediari finanziari, in quanto oltre all'obiettivo di evitare il pregiudizio degli investitori e garantire l'indipendenza delle persone fisiche deputate alla gestione dei conflitti²⁶¹, il Provvedimento Congiunto dà rilevanza all'ulteriore obbligo di assicurare “*l'equo trattamento degli Oicr gestiti*”²⁶², che sembrerebbe pertanto rappresentare un criterio differente rispetto alla cura dell'interesse dei clienti applicato con riferimento agli intermediari. Tuttavia, si è detto che alla luce degli standard internazionali l'equo trattamento altro non è che una cattiva trasposizione del principio del *fair treatment*, che a sua volta si sostanzia in regole procedurali e sostanziali volte appunto a far sì che la condotta dell'intermediario si conformi al perseguimento del miglior interesse della clientela, e che alla luce di quel principio la poco chiara locuzione “equo trattamento” va interpretata. Questa lettura, essenziale ai fini della tutela del risparmio, potrebbe risultare oggi più difficile, in considerazione di queste differenze terminologiche che confondono l'interprete ed inducono ad assegnare a ciascuna clausola generale un significato autonomo. In altre parole, la regolamentazione secondaria finisce per incrementare i dubbi interpretativi che già circondavano la portata da assegnare all'espressione “equo trattamento” nell'ambito della passata disciplina.

²⁶⁰ Cfr. art. 40 del Provvedimento Congiunto.

²⁶¹ Cfr. rispettivamente i seguenti artt. del Provvedimento Congiunto: 23(2) per gli intermediari e 37 (1)(b) per i gestori; nonché 25(3) per gli intermediari e 39 (3) per i gestori.

²⁶² Cfr. artt. 37(2) e 39(2) del Provvedimento Congiunto.

Un'ulteriore differenza è riscontrabile sotto il profilo informativo, considerato che gli obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori, sebbene incrementati rispetto al trascorso regime, continuano ad essere inferiori rispetto a quelli applicabili ai servizi di investimento. L'art. 37(2) del Provvedimento Congiunto stabilisce, infatti, che nell'ipotesi in cui le misure adottate per la gestione dei conflitti di interesse non siano tali da escludere il rischio di pregiudizio ai partecipanti, tale circostanza debba essere sottoposta agli organi aziendali e non comunicata agli investitori, come prescritto agli intermediari. Gli organi aziendali saranno infine deputati ad individuare le modalità attraverso cui assicurare “*l'equo trattamento degli Oicr e dei partecipanti agli stessi*”.

4.5 Remunerazioni ed inducement

Si è detto come le remunerazioni vengono considerate nei lavori dello IOSCO come una possibile fonte di conflitti di interessi, in quanto fattori potenzialmente distorsivi che possono indurre l'intermediario a deviare rispetto all'obiettivo della cura dell'interesse del cliente. Prima del recepimento della MiFID era assente nel nostro paese una disciplina matura e sistematica degli incentivi (c.d. *inducement*), ossia dei pagamenti o di altri benefici che l'impresa riceve o paga in connessione alla prestazione di servizi di investimento o gestori.

In particolare, per quanto concerneva le gestioni collettive, se ne disponeva in una certa misura la trasparenza ai sensi dell'abrogato art. 49(2)(b) del TUF (v. *supra*). Il tema era inoltre trattato in via meramente incidentale dalla Consob attraverso lo strumento non vincolante delle comunicazioni²⁶³. La posizione espressa dall'autorità era nel senso di raccomandare agli intermediari la *best practice* di non applicare a carico del cliente: (i) commissioni in ragione del numero e/o del controvalore delle operazioni (c.d. commissioni di movimentazione o operative) e (ii) in caso di portafogli investiti in Oicr collegati, commissioni tali da determinare una duplicazione di oneri a carico del risparmiatore²⁶⁴.

Con la direttiva MiFID di livello 2 si prevede per la prima volta un regime degli incentivi specifico ed articolato, diretto ad assicurarne una maggiore trasparenza ed a limitarne l'utilizzo secondo criteri compatibili con l'obiettivo

²⁶³ Cfr. le comunicazioni in tema di commissioni di movimentazione e di *soft commission* n. DI/9004451 del 25-1-1999 (*soft commission*); n. DI/20844 del 16-3-2000 (commissioni di movimentazione e commissioni GPF aventi ad oggetto parti di OICR collegati); n. DIN/1009635 dell'8-2-2001 (remunerazione del gestore); n. DIN/1011290 del 15-2-2001 (remunerazione del gestore).

²⁶⁴ Cfr. sul tema in senso critico BOCHICCHIO (2003) e (2007).

della tutela degli investitori²⁶⁵. Tale normativa è stata trasposta in Italia agli artt. 52 e 73 del nuovo Regolamento Intermediari, che ne ha opportunamente esteso l'applicazione anche all'ambito dei servizi di gestione collettiva. Più in dettaglio, la norma è strutturata come un divieto di ricevere (o offrire) pagamenti o altri benefici in connessione con la prestazione dei servizi ad eccezione di tre ipotesi:

- (a) che il pagamento sia intercorso tra intermediario/gestore e cliente; o
- (b) che l'esistenza, la natura e l'importo dell'incentivo corrisposto dal/al terzo:
 - (i) sia stato comunicato al cliente in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio, (ii) sia volto ad accrescere la qualità del servizio e (iii) non costituisca un ostacolo all'obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente;
- (c) che si tratti di compensi adeguati, necessari al fine della prestazione dei servizi (es. commissioni di custodia, regolamento titoli, spese legali, ecc.).

La novità più significativa è senz'altro quella sub. lett. b) relativa agli incentivi corrisposti da terzi, in cui si prevede l'obbligo per gli intermediari di comunicare alla clientela gli incentivi percepiti da controparti terze e di dimostrare che tali incentivi, lungi dal pregiudicare la qualità del servizio fornito al cliente, sono volti ad accrescerla. A titolo esemplificativo, la disposizione troverà applicazione anche nella situazione, assai diffusa in Italia, in cui l'intermediario/collocatore distribuisce strumenti finanziari per conto di una società prodotta (es. SGR), ricevendo un pagamento dalla stessa (c.d. retrocessioni di commissioni)²⁶⁶. Questo profilo è rilevante, in quanto la nuova normativa di matrice comunitaria funzionalizza opportunamente le remunerazioni corrisposte nella catena distributiva ad una migliore tutela degli interessi dei clienti, favorendo l'eliminazione di importanti fattori distorsivi²⁶⁷.

Sebbene la disciplina degli incentivi sia stata inquadrata dal legislatore comunitario nell'ambito delle regole di comportamento dettate all'art. 19 della MiFID²⁶⁸, anziché ricondotta alla normativa sui conflitti di interesse ex art. 18 della medesima direttiva, un collegamento tra incentivi e conflitti è rintracciabile nella casistica di cui all'art. 21, lett. e) della Direttiva di livello 2 (recepito agli

²⁶⁵ Cfr. art. 26 della Direttiva MiFID di secondo livello.

²⁶⁶ Cfr. par. 20-21 e box n. 5 delle raccomandazioni CESR del maggio 2007 relative all'interpretazione della disciplina MiFID sugli incentivi; ref.: CSR/07-228b, disponibile su www.cesr.eu.

²⁶⁷ Cfr. ROSATI (2007).

²⁶⁸ Questo inquadramento comporta che il regime degli incentivi può non essere necessariamente assoggettato al principio del *home country control* (cfr. stabilimento di succursali all'estero) come lo sono invece le disposizioni sul conflitto di interessi ai sensi degli artt. 31 e 32(7) della MiFID.

artt. 34(1)(d) e 38(2)(d) del Provvedimento Congiunto), ai sensi del quale, fra i casi di conflitto di interessi, rientrano le fattispecie nelle quali l'intermediario riceve “*da una persona diversa dal cliente un incentivo, in relazione con il servizio prestato al cliente, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio*”. Di conseguenza, ai sensi dell'art. 15(2)(c) del Provvedimento Congiunto gli intermediari (ed i gestori in forza del rinvio ex 30 del medesimo provvedimento) sono obbligati a predisporre procedure interne di controllo di conformità volte a garantire “*il rispetto delle disposizioni adottate per la prestazione dei servizi, ivi comprese le disposizioni relative alla corresponsione e alla percezione di incentivi*”. Pertanto, come specificato dal CESR, la normativa sulle misure volte a gestire i conflitti di interessi e quella sugli incentivi svolgono funzioni complementari, si applicano ambedue contestualmente e l'una non può costituire una presunzione di adempimento dell'altra²⁶⁹.

5. *Tecniche di repressione degli abusi: i rimedi successivi*

5.1 *Gli effetti deterrenti della sanzione: gli standard internazionali*

Pur non entrando nel merito dei singoli rimedi successivi, terreno troppo tecnico e strettamente legato alla specifica tradizione del particolare ordinamento nazionale per poter essere trattato mediante un approccio strettamente funzionale, gli standard internazionali individuano nell'apparato di vigilanza ed in quello rimediabile gli strumenti indefettibili per garantire la tutela degli investitori e l'efficienza del mercato. I principi IOSCO dettano una serie cospicua di raccomandazioni inerenti l'*enforcement* pubblico, individuando nel dettaglio il ruolo, le funzioni ed i poteri che ciascuna autorità del settore mobiliare dovrebbe rivestire. Tuttavia, in quanto prettamente diretti alla regolamentazione amministrativa del diritto mobiliare, i principi non toccano specificatamente il tema dei rimedi privatistici, ma si limitano a dettare raccomandazioni di tenore generale.

In particolare, in vari passaggi, i Principi IOSCO e la relativa Metodologia raccomandano l'introduzione di misure di vigilanza e sanzionatorie con effetti

²⁶⁹ Cfr. raccomandazioni CESR cit. *supra*, par. 17.

sufficientemente dissuasivi e deterrenti²⁷⁰. Ciascun ordinamento sarà responsabile di individuare lo strumentario giuridico-sanzionatorio più adatto al particolare contesto normativo²⁷¹. In ogni caso, le sanzioni dovranno essere effettive, proporzionali e dissuasive²⁷².

5.2 *Analisi economica del diritto e modelli di deterrenza*

In che cosa consiste in concreto quest'obiettivo politico-normativo della deterrenza che lo IOSCO raccomanda ai legislatori nazionali di adottare? La tassonomia e la fenomenologia del conflitto di interesse ricostruiti attraverso l'analisi economica del diritto nel precedente paragrafo 2 aiutano a comprendere la funzione disincentivante che può svolgere la sanzione in questo campo²⁷³.

Come si è già anticipato, l'intermediario che, versando in una situazione di conflitto, si trova di fronte all'alternativa se dare prevalenza al proprio interesse o a quello del cliente, valuta la convenienza del comportamento infedele attraverso un calcolo dei costi e dei benefici che ne potrebbero derivare. In questa prospettiva, questi prevedibilmente sceglierà di compiere l'abuso quando il

²⁷⁰ Cfr. particolarmente il principio 28: "*Regulation should be designed to detect and deter manipulation and other unfair trading practices*". I Principi IOSCO, p. 6, esplicitano inoltre che: "*The fairness of the markets is closely linked to investor protection and, in particular, to the prevention of improper trading practices. (...) Regulation should detect, deter and penalize market manipulation and other unfair trading practices.*" V. anche il preambolo alla sezione C della Metodologia, p. 37: "*the regulator should be expected to have the ability, the means and a variety of measures to detect, deter, enforce, sanction, redress and correct violations of securities laws*".

²⁷¹ Cfr. Metodologia, p. 37: "*A wide range of possible sanctions could meet the standards according to the nature of the legal system assessed. The regulator, however, should be able to provide documentation that demonstrates that sanctions available (whatever their nature) are effective, proportionate and dissuasive. (...) The Principles do not prescribe any specific model to be followed and contemplate both civil law and common law systems.*" Il medesimo principio della dissuasività, proporzionalità ed effettività delle sanzioni è riflessa nella normativa mobiliare comunitaria; cfr. ad esempio l'art. 51, co. 1 della MiFID.

²⁷² V. nota precedente. Il medesimo principio della dissuasività, proporzionalità ed effettività delle sanzioni è riflessa nella normativa mobiliare comunitaria; cfr. ad esempio l'art. 51, co. 1 della MiFID. La Metodologia, pp. 44-45, fornisce anche misure sanzionatorie esemplificative: "*Examples of measures used to enforce securities regulatory requirements and to deter and sanction securities violations include: fines; disqualification; suspension and revocation of authority to do business; injunctions or cease and desist orders, directly or through court order; asset freezes, directly or through court order; action against securities transactions by unlicensed persons or referral of such activities to the criminal authorities; measures to enforce disclosure and financial reporting requirements for issuers; measures to enforce conduct of business, capital requirements and other prudential rules; and measures to enforce record keeping and reporting by market intermediaries, operators of authorized exchanges, regulated trading systems and collective investment schemes, and other regulated securities entities.*"

²⁷³ L'approccio che vede la sanzione come uno strumento di prevenzione generale degli illeciti in virtù di un effetto di deterrenza è tipico della letteratura giuseconomica americana, v. per tutti SHAVELL (2004), p. 175 ss.; COOTER-ULEN (2004), p. 307 ss.; POSNER (2003), p. 167 ss.; MONATIERI (1998), p. 280 ss. Anche la nostra letteratura giuridica sulla responsabilità civile ha anticipato molte delle posizioni che avrebbero poi avuto sviluppo e sistemazione nel filone della *Law and economics*, v. TRIMARCHI (1970), p. 108, che evidenzia come la sanzione civile presenti due aspetti connessi, uno è quello della reintegrazione del patrimonio del danneggiato (profilo dominante nella cultura giuridica continentale), l'altro è la minaccia che contribuisce a scoraggiare preventivamente il compimento di atti illeciti.

guadagno che si aspetta di trarne è maggiore delle perdite, ossia delle sanzioni che questi anticipa di subire²⁷⁴.

Lo sfruttamento del conflitto è, dunque, una variabile direttamente proporzionale al profitto atteso ed inversamente proporzionale sia all'entità della sanzione, che della probabilità percepita di subirla. Considerato che la probabilità che il comportamento fraudolento venga scoperto e sanzionato è inferiore ad uno, l'effetto dissuasivo sussisterà solo se il danno risarcibile è superiore al vantaggio che l'agente valuta di ottenere dallo sfruttamento del conflitto. Tale vantaggio – comunque di difficile quantificazione – non necessariamente coincide con l'ammontare del danno subito dal singolo investitore. Per questa ragione il rimedio risarcitorio è generalmente considerato inadeguato per difetto in presenza di conflitti di interesse²⁷⁵.

Al fine di sopperire a questa insufficienza, l'analisi economica del diritto suggerisce l'intervento di ulteriori strumenti di repressione con funzione integrativa del rimedio risarcitorio. Tali presidi possono avere l'effetto di aumentare l'ammontare della sanzione, o la probabilità che essa venga applicata e per questa via allineare gli interessi dell'agente con quelli del principale. La difficoltà del legislatore risiede allora nell'individuare la misura ottimale di questi rimedi, atteso che se per un verso misure troppo blande impedirebbero la deterrenza, d'altro canto sanzioni troppo elevate favorirebbero comportamenti eccessivamente prudenti da parte degli intermediari o eccessivi costi sociali.

Una prima soluzione diffusa negli ordinamenti è prevedere in aggiunta al risarcimento del danno sofferto un rimedio di tipo reale, consistente nell'invalidazione dell'atto compiuto sfruttando il conflitto, a cui conseguono le restituzioni o, in generale, il ripristino per il soggetto danneggiato dello *status quo ante*. Sebbene questo sistema si riveli superiore a quello della pura responsabilità per danni, permane il problema che in molte circostanze il comportamento infedele continuerebbe ad essere conveniente per l'intermediario. Per fare un esempio semplice ma non troppo lontano dalla realtà, poniamo il caso di un intermediario che detiene €250 di obbligazioni emesse da una società decotta e che decide di ridurre la propria esposizione vendendo i titoli alla propria clientela *retail* nonostante la loro elevata rischiosità e senza informare della reale situazione in cui versa l'emittente. Supponiamo anche che l'intermediario venda i titoli al loro valore nominale. A seguito del fallimento della società accadrà che un certo numero di investitori, ad esempio i 3/5, agiranno in giudizio per ottenere la

²⁷⁴ Cfr. COOTER, FREEDMAN (1991), p. 1052; ENRIQUES (2000), p. 27, FICI (1997), p. 329.

²⁷⁵ PREITE (1998), p. 400; SARTORI (2004), p. 378, ss. ENRIQUES (2000), p. 27; KRUTHOF (2005), p. 25 ss.

dichiarazione di nullità dell'operazione di acquisto e vedersi restituita la somma investita. L'intermediario dovrà sborsare in totale la somma di € 150. Come si vede, l'intermediario avrà comunque recuperato € 100, ritrovandosi pertanto in una situazione sicuramente migliore rispetto a quella che si sarebbe verificata laddove non si fosse sbarazzato dei titoli. In queste circostanze, e salvo gli eventuali effetti deterrenti che potrebbe ulteriormente giocare il fattore reputazionale, l'intermediario sarà indotto a compiere comportamenti opportunistici ogniqualvolta gli se ne presenti l'occasione²⁷⁶.

Ad integrare il quadro interviene nella maggior parte degli ordinamenti finanziari, sulla scia delle raccomandazioni dello IOSCO, la previsione di sanzioni amministrative e penali e, più in generale, l'*enforcement* pubblico. L'importanza della vigilanza delle autorità di settore e dell'applicazione delle sanzioni amministrative e penali ben si delinea alla luce dell'analisi economica non solo in termini di deterrenza, ma anche in considerazione dei costi proibitivi del monitoraggio decentrato degli intermediari, che – come noto – comporta un esercizio dei rimedi privatistici in quantità inferiore rispetto al livello ottimale. Non solo, la vigilanza pubblica acquista carattere indefettibile in tutte quelle ipotesi in cui lo sfruttamento del conflitto non causa un danno immediato e diretto al risparmiatore (che quindi non avrà interesse ad agire), ma solo al mercato e alla collettività. In queste circostanze l'unica possibilità di internalizzazione e prevenire la lesione è attraverso l'intervento di un soggetto esterno che vigili e sanzioni il comportamento scorretto in un'ottica di tutela dell'integrità del mercato²⁷⁷.

Negli ordinamenti di *common law* la deterrenza a fronte di situazioni di conflitto è favorita, oltre che attraverso la vigilanza pubblica, da:

- (i) l'imposizione di doveri fiduciari di fedeltà/lealtà²⁷⁸, la cui violazione comporta l'applicazione di un rimedio più grave del semplice

²⁷⁶ È pur vero che se il numero di investitori che l'intermediario anticipa faranno causa è sufficientemente elevato, questi potrebbe preferire vendere i titoli ad investitori istituzionali consapevoli della condizione di difficoltà finanziaria dell'emittente ad un prezzo che sconta la probabilità che il debito non venga ripagato, ma comunque più alto della somma che gli rimarrebbe in tasca dopo aver effettuato le restituzioni. Da ciò emerge l'importanza di favorire entro certi limiti l'esercizio delle azioni legali.

²⁷⁷ In Italia, le competenze riservate alla Banca d'Italia ed alla Consob in materia di conflitti di interesse presentano numerose sovrapposizioni, in parte aggravate dalla recente legge sul risparmio, che ha spostato sorprendentemente la disciplina del conflitto sul versante prudenziale, favorendo un'ulteriore confusione nei rispettivi compiti. Il risultato finale è che allo stato due Autorità di vigilanza lavorano contemporaneamente su una medesima area tematica, con considerevole dispendio di risorse ed inevitabile aggravio dei costi. Altrettanto problematica, ma sotto il diverso profilo della suddivisione di competenze tra autorità di vigilanza dell'Unione, appare la nuova disciplina delle suddivisioni delle competenze tra autorità di settore stabilite nella MiFID, particolarmente in materia di vigilanza delle succursali di soggetti abilitati esteri.

²⁷⁸ Sulla nozione di doveri fiduciari si vedano le analisi svolte precedentemente al par. 2.1 dove si è dato anche conto del fatto che la teoria dei doveri fiduciari applicata al mercato mobiliare si è con il tempo evoluta

risarcimento danni: il versamento dei vantaggi conseguiti dall'operazione (c.d. *disgorgement of profits*)²⁷⁹;

- (ii) l'applicazione di *punitive damage*, ossia l'esborso all'investitore di una somma superiore al danno sofferto, che l'analisi economica anticipa ottimale se calcolata moltiplicando il danno per l'inverso della probabilità che il risarcimento non venga irrogato²⁸⁰;
- (iii) alleggerimento dell'onere probatorio a carico della principale/attore nei giudizi di responsabilità attraverso: (a) presunzioni di slealtà²⁸¹ e (b) sufficienza della mera allegazione del nesso di causalità anche grazie alla teoria della frode sul mercato²⁸²;

nel concetto di *fair dealing*, così che la regolamentazione dei conflitti oggi è senz'altro più complessa di quella originariamente sviluppatasi nella giurisprudenza angloamericana. Come è stato osservato, infatti, il carattere polifunzionale degli intermediari li rende strutturalmente esposti al conflitto; la stretta applicazione delle regole fiduciarie determinerebbe nella maggior parte dei casi la paralisi dell'operatività degli stessi, e dunque un costo in termini di diminuzione nell'efficienza dei mercati finanziari. La risposta degli ordinamenti angloamericani a questo *trade-off* tra sinergie e conflitto è appunto nella complessa e flessibile regola del *fair dealing*. Cfr. KRUTHOF (2005), p. 27-28 che osserva "It is therefore not surprising that in practice fiduciary duties are not enforced as strictly as one would expect against financial institutions. If they were, the indirect effect would be to preclude financial institutions from combining asset management with other financial services. This would turn the conduct rules created by fiduciary law into an effective structural bar, requiring disaggregation of multifunctional financial institutions"; v. anche POSER (1990), p. 116 e 122. Il tema è stato oggetto di ampio dibattito a livello governativo nel Regno Unito successivamente all'introduzione della regola del *fair dealing*; v. *Fiduciary Duties and Regulatory Rules* (1995), cit. al par. 2.1.

²⁷⁹ L'elemento che differenzia un dovere fiduciario dal un semplice dovere di diligenza professionale è infatti esattamente l'apparato rimediabile disponibile a fronte di una violazione dello stesso; cfr. KRUTHOF (2005), p. 26; EASTERBROOK, FISCHER, p. 425; COOTER, FREEDMAN (1991), p. 1052 e 1073. Il *disgorgement of profit* può essere utilizzato anche dalla SEC per sanzionare amministrativamente condotte in violazione della normativa federale; cfr. SEGATO (2006), p. 431; PARDOLESI (2007-I).

²⁸⁰ Attraverso questo fattore moltiplicativo si ripristina l'effetto di deterrenza ostacolato da una probabilità di applicazione della sanzione inferiore ad un 1; in generale per un'analisi economica dei danni punitivi cfr. POLINSKY, SHAVELL (1998) e COOTER (1989). Si noti che i *punitive damage* non sono riconosciuti nel caso di azioni ai sensi della normativa federale antifrode, ma possono esserlo a fronte di violazioni di leggi statali o di doveri fiduciarie; per ampie indicazioni giurisprudenziali sui *punitive damage* particolarmente utilizzato nei casi di *churning* e *unsuitable transactions* v. RATH, BOCH, BURKE (2006), p. 317 ss. In realtà l'istituto è tra i più criticati negli Stati Uniti anche per l'effetto di *over-deterrence* dovuto alla presenza di altri strumenti rimediabili che rendono l'effetto moltiplicativo eccessivo; cfr. DUGGAN (2005). Per uno studio empirico sugli effetti dei *punitive damages*, v. KARPOFF, LOTT (2000). In letteratura italiana v. SARTORI (2004), p. 384 ss. il quale ben evidenzia i rischi derivanti da un utilizzo non oculato dei danni punitivi; e recentemente PARDOLESI (2007-II).

²⁸¹ Data l'asimmetria informativa che caratterizza il rapporto di agenzia, il principale può non essere in condizione di provare che in una situazione di conflitto l'agente ha deciso di operare slealmente perciò l'onere della prova della lealtà è collocato sull'agente che dovrà dare dimostrazione di aver dato prevalenza all'interesse del principale anziché a quello proprio; COOTER, FREEDMAN (1991), p. 1048 e 1053-55: "To overcome difficulties in proof, the law infers disloyalty from its appearance, presuming that a fiduciary will appropriate the principal's asset when it is in her self-interest to do so".

²⁸² Cfr. par. 5.3 del Cap. I. Si distingue generalmente in diritto statunitense tra "*transaction causation*" che può essere dimostrata con l'ausilio della teoria della frode sul mercato e "*loss causation*", ossia la prova dei danni sofferti a causa della frode, la cui dimostrazione è a carico dell'attore. Recentemente la Corte Suprema ha dettato criteri più stringenti per il soddisfacimento la prova del nesso eziologico cfr. *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Brodo*, 544 U.S. 336 (2005), tuttavia il caso non riguardava violazioni compiute da intermediari, era bensì una frode perpetrata da un emittente, v. anche cap. IV; cfr. OLAZÁBAL (2006); NEAS (2007) e SPINDLER (2007).

- (iv) alleviamento del problema dell'azione collettiva attraverso l'istituto processuale della *securities class action* previsto sia a livello federale (e particolarmente utilizzato in ipotesi di frode) che statale, ed esercitabile da ogni individuo in rappresentanza della classe, previa verifica da parte del giudice della (i) ammissibilità dell'azione e (ii) definizione della classe e delle pretese (c.d. *class certification*)²⁸³.

5.3 *L'insufficienza dell'apparato rimediale italiano*

Nel mercato italiano mancano presidi analoghi a quelli sopra delineati, capaci di stimolare un maggior effetto deterrente.

Innanzitutto, come è noto, il nostro ordinamento non prevede per l'ipotesi di abuso da conflitto istituti analoghi al *disgorgement of profits* o ai *punitive damage*, in quanto il risarcimento è parametrato al danno emergente ed al lucro cessante, con finalità esclusivamente reintegrativa del patrimonio del danneggiato²⁸⁴. Inoltre, l'istituto dell'inversione dell'onere della prova contemplato all'art. 23, co. 6, del TUF, si limita a prevedere che nei giudizi di risarcimento del danno cagionato ai clienti spetta all'intermediario "(..)la prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta". La disposizione non sembrerebbe trovare applicazione rispetto al nesso di causalità, né in giudizi diversi da quelli per il risarcimento del danno. I punti sono allo stato ancora oggetto di aspro dibattito e duole prendere atto che la più recente giurisprudenza sembra aver preso posizione nel senso di richiedere all'attore la dimostrazione alquanto rigorosa del nesso eziologico²⁸⁵. Tuttavia, in ipotesi di violazioni delle norme sul conflitto di

²⁸³ La procedura della *class action* è modellata sulla *Federal Rule of Civil Procedure 23*, introdotta nel 1938 e modificata nel 1966. L'esito della *class action* è vincolante solo per la classe e fermo restando il diritto del singolo di esserne escluso. Una volta certificata la classe ogni transazione, rinuncia volontaria o compromesso che vincolerebbe tutti i membri è sottoposto al vaglio del giudice che ne valuta l'equità, la ragionevolezza e l'adeguatezza; la transazione dà diritto a ciascun membro di dissociarsi; cfr. SEGATO (2006), p. 441. Sulla *securities class action* per frode v. anche par. 5.3 (particolarmente nt. 168) del Cap. I e par. 2.1 *supra*. Il tema è ripreso anche nel Cap. IV.

²⁸⁴ Sull'assenza di un principio generale di restituzione dell'arricchimento in caso di inadempimento e sull'estraneità ad esso della disciplina prevista all'art. 1713 c.c. v. FICI (1997), p. 338 ss. e SARTORI (2004), pp. 390-391; *contra* DE LORENZI (1993), p. 338. Per quanto ci consta, non si registrano casi giurisprudenziali in cui il rimedio previsto per l'ingiusto arricchimento è applicato.

²⁸⁵ Cfr. Trib. Milano, 10 gennaio 2007: "*L'investitore che allegli l'esistenza di un conflitto di interessi dell'intermediario, deve dimostrare i seguenti profili incidenti sul nesso causale, tra loro strettamente correlati: a) che la corretta spiegazione circa il conflitto di interesse l'avrebbe distolto dall'operazione de qua ; b) che tale operazione, effettuata in conflitto di interesse, gli ha procurato un danno collegato, appunto, alla specifica condizione della banca*"; e Appello Brescia 10 gennaio 2007: "*Spetta all'investitore che lo deduca l'onere di provare l'esistenza del conflitto di interessi nell'operato dell'intermediario poiché nella fattispecie non è invocabile la regola dell'inversione dell'onere della prova di cui all'art. 23 del d. lgs. N. 58/1998. Gli artt. 23 e 27 del d. lgs. cit. riguardano due diverse azioni (l'una, l'azione di risarcimento dei danni, l'altra, l'azione di annullamento) e sono poste a tutela di diversi interessi giuridici: non è quindi corretto invocare per l'azione di annullamento di cui all'art. 27 l'onere probatorio gravante*

interessi e particolarmente degli obblighi di informazione previsti a tale riguardo la prova del rapporto causale è particolarmente ardua da fornire in quanto, come è stato osservato: “*presuppone un indagine di tipo ipotetico occorre dimostrare che qualora il cliente fosse stato adeguatamente informato non avrebbe effettuato l’investimento*”²⁸⁶.

Dunque, il sistema sanzionatorio privatistico e processuale nostrano non sembra presentare strumenti atti ad aumentare la probabilità che la sanzione privata venga applicata, circostanza che incrementa ulteriormente la convenienza per l’intermediario dell’abuso. Onde porre rimedio a questo vuoto di deterrenza, sarebbe auspicabile, oltre che superare le strettoie interpretative sulla distribuzione dell’onere probatorio suesposte, introdurre anche nel nostro paese rimedi collettivi funzionalmente equivalenti alla *class action* di stampo statunitense. Il 16 novembre 2007 è stato approvato in Senato un progetto di legge, fermo dal 2004, che introdurrà l’azione collettiva risarcitoria nel nostro paese attraverso l’introduzione dell’art. 140 *bis* al Codice del Consumo²⁸⁷. La disposizione – pur

sull’intermediario per le azioni risarcitorie.”; su www.ilcaso.it. La recente giurisprudenza ha probabilmente reagito (in modo eccessivo) a pronunce apparse per certi versi troppo sbrigative in materia di causalità, in cui l’accertamento del requisito era pressoché omesso (cfr. Trb. Genova del 2 agosto 2005 e Trib. di Alba del 19 agosto 2005, cit. in DELLACASA (2006), p. 607).

²⁸⁶ Così DELLACASA (2006), p. 607, il quale correttamente afferma che pretendere dall’investitore una tale prova significherebbe vanificare l’inversione della regola probatoria prevista all’art. 23, co. 6 del TUF.

²⁸⁷ Il testo della disposizione approvata è il seguente: “*Art. 140-bis - (Azione collettiva risarcitoria). - 1. Le associazioni dei consumatori e degli utenti di cui al comma 1 dell’articolo 139 e gli altri soggetti di cui al comma 2 del presente articolo, fermo restando il diritto del singolo cittadino di agire in giudizio per la tutela dei propri diritti e interessi legittimi conformemente a quanto previsto dall’articolo 24 della Costituzione, possono richiedere singolarmente o collettivamente al tribunale del luogo ove ha la residenza il convenuto, la condanna al risarcimento dei danni e la restituzione delle somme dovute direttamente ai singoli consumatori o utenti interessati, in conseguenza di atti illeciti commessi nell’ambito di rapporti giuridici relativi a contratti cosiddetti per adesione, di cui all’articolo 1342 del Codice Civile, che all’utente non è dato contrattare e modificare, di atti illeciti extracontrattuali, di pratiche commerciali illecite o di comportamenti anticoncorrenziali, messi in atto dalle società fornitrici di beni e servizi nazionali e locali, sempre che ledano i diritti di una pluralità di consumatori o di utenti. - 2. Con decreto del Ministro della giustizia, di concerto con il Ministro dello sviluppo economico, sentite le competenti Commissioni parlamentari, sono individuate le ulteriori associazioni di consumatori, investitori e gli altri soggetti portatori di interessi collettivi legittimati ad agire ai sensi del presente articolo. - 3. L’atto con cui il soggetto abilitato promuove l’azione collettiva di cui al comma 1 produce gli effetti interruttivi della prescrizione ai sensi dell’articolo 2945 del codice civile, anche con riferimento ai diritti di tutti i singoli consumatori o utenti conseguenti al medesimo fatto o violazione. - 4. Con la sentenza di condanna il giudice determina i criteri in base ai quali deve essere fissata la misura dell’importo da liquidare in favore dei singoli consumatori o utenti. - 5. In relazione alle controversie di cui al comma 1, davanti al giudice può altresì essere sottoscritto dalle parti un accordo transattivo nella forma della conciliazione giudiziale. - 6. La definizione del giudizio rende improcedibile ogni altra azione ai sensi del presente articolo nei confronti dei medesimi soggetti e per le medesime fattispecie. - 7. Contestualmente alla pubblicazione della sentenza di condanna di cui al comma 4 ovvero della dichiarazione di esecutività del verbale di conciliazione, il giudice, per la determinazione degli importi da liquidare ai singoli consumatori o utenti, costituisce presso lo stesso tribunale apposita Camera di Conciliazione, composta in modo paritario dai difensori dei proponenti l’azione di gruppo e del convenuto e nomina un conciliatore di provata esperienza professionale iscritto all’albo speciale per le giurisdizioni superiori che la presiede. A tale Camera di Conciliazione tutti i cittadini interessati possono ricorrere singolarmente o tramite delega alle associazioni di cui al comma 1. Essa definisce, con verbale sottoscritto dalle parti e dal presidente, i modi, i termini e l’ammontare per soddisfare i singoli consumatori o utenti nella loro potenziale pretesa. La sottoscrizione del verbale rende improcedibile l’azione dei singoli consumatori o utenti per il periodo di tempo stabilito dal verbale per l’esecuzione della prestazione dovuta. - 8. In caso di inutile esperimento della composizione di cui al comma 7, il singolo consumatore o utente può agire*

rappresentando senza dubbio una svolta importante ai fini di una migliore tutela degli investitori – contempla un rimedio per molti versi insoddisfacente e destinato all’insuccesso, sia per il carattere estremamente farraginoso e poco chiaro della procedura, che per la limitata legittimazione soggettiva all’esercizio dell’azione. D’altronde, il rischio insito in questi trapianti giuridici è quello, più volta già delineato nel corso di questo lavoro, di non riuscire ad adattare istituti appartenenti a tradizioni lontane al contesto e al sistema che recepisce. Questo rischio è particolarmente forte per tutti quegli strumenti, come le azioni collettive, che si vanno ad innestare nelle tecnicità processuali, notoriamente dotate di un maggior grado di vischiosità rispetto al diritto sostanziale. Considerate le proverbiali lungaggini dei processi in Italia e le difficoltà di coordinamento dei piccoli azionisti, nel nostro paese scarsamente propensi all’associazionismo, sarebbe stato opportuno strutturare l’azione collettiva secondo un modello procedurale decisamente più snello rispetto a quello attualmente riflesso nel disegno di legge approvato e prevedere una legittimazione individuale ad agire. Il tentativo di conciliazione avrebbe dovuto precedere e non seguire l’azione collettiva e il rischio di azioni temerarie avrebbe potuto essere ridotto attraverso l’azione di filtro del giudice, che avrebbe potuto essere chiamato a compiere un vaglio sull’ammissibilità dell’azione estesa ad una sommaria valutazione del merito²⁸⁸. Si auspica in ogni caso che in sede di attuazione il Ministero preveda soluzioni che facilitino l’esercizio dell’azione, legittimando ad esempio anche soggetti appositamente costituiti in un momento successivo alla commissione del fatto lesivo, a differenza di quanto occorre oggi in sede penale²⁸⁹.

giudizialmente, in contraddittorio, al fine di chiedere l'accertamento, in capo a se stesso, dei requisiti individuati dalla sentenza di condanna di cui al comma 4 e la determinazione precisa dell'ammontare del risarcimento dei danni riconosciuto ai sensi della medesima sentenza. - 9. La sentenza di condanna di cui al comma 4, unitamente all'accertamento della qualità di creditore ai sensi dei commi 7 e 8, costituisce ai sensi dell'articolo 634 del codice di procedura civile, titolo per la pronuncia da parte del giudice competente di ingiunzione di pagamento, richiesta dal singolo consumatore o utente, ai sensi degli articoli 633 e seguenti del medesimo codice di procedura civile. - 10. La sentenza di condanna di cui al comma 4, ovvero l'accordo transattivo di cui al comma 5 debbono essere opportunamente pubblicizzati a cura e spese della parte convenuta, onde consentire la dovuta informazione alla maggiore quantità di consumatori e utenti interessati. - 11. Nelle azioni collettive aventi ad oggetto prodotti o servizi venduti attraverso contratti conclusi secondo le modalità previste dall'articolo 1342 del codice civile, la diffusione di messaggi pubblicitari ingannevoli, accertati dall'autorità competente, rende nulli i contratti nei confronti di tutti i singoli consumatori o utenti nel periodo di diffusione del messaggio stesso. La nullità può essere fatta valere solo dal promotore dell'azione di gruppo. - 12. In caso di soccombenza, anche parziale, del convenuto, lo stesso è condannato al pagamento delle spese legali. In ogni caso, il compenso dei difensori del promotore della azione collettiva non può superare l'importo massimo del 10 per cento del valore della controversia”.

²⁸⁸ Sull’introduzione della class action in Italia v. ABI (2007-I) e ASSONIME (2006), entrambi con interessanti indicazioni comparative; CAPIELLO (2007); RESCIGNO (2005) e LENER (2005), p. 274 ss. il quale ben evidenzia i rischi di incorrere in una “crisi di rigetto” dell’istituto analoga alle esperienze di insuccesso già sperimentate con l’azione sociale di responsabilità promossa dalle minoranze e la sollecitazione delle deleghe di voto. Sui disegni di legge in discussione in Francia ed Austria, cfr. AA. VV. (2007).

²⁸⁹ Cfr. art. 91 c.p.p. secondo cui: “Gli enti e le associazioni senza scopo di lucro ai quali, anteriormente alla commissione del fatto per cui si procede, sono state riconosciute, in forza di legge finalità di tutela degli interessi lesi dal reato, possono esercitare, in ogni stato e grado del procedimento, i diritti e le facoltà attribuiti alla persona offesa dal reato”.

Passando ai profili di diritto pubblico, il TUF non contempla sanzioni specifiche per le ipotesi di conflitto di interessi, salvo la contravvenzione prevista all'art. 167 del TUF, limitata tuttavia agli abusi perpetrati nella prestazione dei soli servizi di gestione individuale o collettiva²⁹⁰. Trattasi in ogni caso di un reato di danno e di effettiva offesa (si richiede la lesione del patrimonio degli investitori) il cui elemento psicologico è integrato dal dolo specifico (l'intento di procurare un ingiusto profitto)²⁹¹. L'aspetto che suscita più perplessità, insieme al ristretto ambito oggettivo di applicazione, è la mitezza de trattamento sanzionatorio rispetto al significativo disvalore della condotta (arresto da uno a tre anni oltre all'ammenda). Peraltro, è senz'altro inopportuna l'esclusione dalla categoria di reati societari rilevanti ai fini della configurabilità della responsabilità dell'ente *ex d.lgs. n. 231/2001* (prevista invece per gli abusi di mercato, cfr. art. art. 25 *sexies*)²⁹².

Per tutto quanto concerne la sanzione amministrativa, l'abuso derivante dal conflitto di interessi non riceve alcuna connotazione autonoma. Al contrario, si assiste senza distinzioni ad un vero e proprio appiattimento dell'apparato rimediabile su un livello quali-quantitativo alquanto basso ed insoddisfacente. In particolare, tutte le violazioni inerenti la disciplina degli intermediari e dei mercati sono colpite dall'art. 190 del TUF con una medesima sanzione pecuniaria, peraltro applicabile unicamente alle persone fisiche e con limiti minimi e massimi di ammontare non sufficientemente elevato (da €2.500 a €250.000).

Non vi è traccia di un rimedio simile al versamento dei profitti conseguiti, né di una responsabilità dell'intermediario persona giuridica, ossia del soggetto che di quei profitti va a beneficiare. L'art. 195, co. 9, del TUF si limita infatti a prevedere che "Le società e gli enti ai quali appartengono gli autori delle violazioni rispondono, in solido con questi, del pagamento della sanzione e delle spese di pubblicità previste dal secondo periodo del comma 3 e sono tenuti ad

²⁹⁰ L'art. 167 del TF, Gestione infedele legge: "*Salvo che il fatto costituisca reato più grave, chi, nella prestazione del servizio di gestione di portafogli o del servizio di gestione collettiva del risparmio, in violazione delle disposizioni regolanti i conflitti di interesse, pone in essere operazioni che arrecano danno agli investitori, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, è punito con l'arresto da sei mesi a tre anni e con l'ammenda da lire dieci milioni a lire duecento milioni*". Come è stato osservato, la fattispecie – introdotta ai sensi dell'art. 38 del decreto eurosim n. 415/96, segna l'ingresso per la prima volta nel sistema penale italiano della figura dell'infedeltà patrimoniale.

²⁹¹ Sulla gestione infedele di portafogli di investimento cfr. BELLACOSA (2006), p. 88 ss., con ampie indicazioni bibliografiche, v. part. nt. 51, p. 93; DONATO (1998), p. 1531 ss. e LUCCARELLI (1998), p. 911 ss.

²⁹² Ritieni insoddisfacente la sanzione penale anche SARTORI (2004), p. 392. Non ci sembra che alla situazione abbia posto rimedio l'introduzione del reato di infedeltà patrimoniale in rapporto ai beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi *ex art. 2634, 2 co., c.c.*, in quanto oltre a prevedere una sanzione nel minimo persino inferiore a quella della fattispecie della contravvenzione, la norma nell'individuare il presupposto del reato rinvia al "fatto" previsto al comma 1, ossia al conflitto di interessi interno tra amministratore (o direttore/liquidatore) e la società di appartenenza, anziché a quello esterno tra società e terzi (risparmiatori/investitori). Non è chiaro pertanto se la disposizione potrà trovare interpretazione con riferimento al caso di conflitto tra intermediario e cliente oggetto del presente studio.

esercitare il diritto di regresso verso i responsabili”. Il regresso dunque è un vero e proprio obbligo a carico dell’intermediario che abbia pagato al posto del proprio dipendente. D’altronde, la stessa Consob ha da tempo espresso le proprie perplessità rispetto all’assenza di una responsabilità dell’ente²⁹³. Suona allora persino un paradossale l’affermazione che la MiFID “*attribuisce agli intermediari la responsabilità di adottare specifiche misure organizzative idonee all’identificazione e alla successiva gestione delle situazioni di conflitto*”,²⁹⁴, quando in un ordinamento come il nostro questi sono immuni da qualsivoglia rischio di sanzione. Insomma, è innegabile l’assenza di un apparato repressivo in grado di indurre al rispetto di quelle precauzioni e di quei comportamenti che l’ordinamento impone al fine di impedire comportamenti abusivi.

Si noti come il legislatore è ben consapevole di questa gravissima lacuna del nostro diritto, considerato che, su pressione comunitaria, ha provveduto a modificare in sede di attuazione della Direttiva 2003/6 il sistema sanzionatorio applicabile alle ipotesi di abuso di mercato. Allo stato, le misure che colpiscono la manipolazione e l’abuso di informazioni privilegiate sono strutturate proprio in modo da meglio disincentivare il compimento delle condotte illegittime e prevedono a questi fini sia una responsabilità dell’ente (art. 187-*quinquies*), che minimi e massimi più elevati e addirittura la possibilità di aumentare “*fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall’illecito quando, per le qualità personali del colpevole, per l’entità del prodotto o del profitto conseguito dall’illecito ovvero per gli effetti prodotti sul mercato, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo*”.

Niente di tutto questo è rintracciabile nel nostro sistema con riferimento al conflitto di interessi dell’intermediario mobiliare. Sotto il profilo della deterrenza l’unica novità degna di menzione è stato un intervento in sede di trasposizione della Direttiva 2003/6 (Legge 62/2005) teso ad aumentare, seppur timidamente, l’incidenza del fattore reputazionale, tradizionalmente molto scarsa nel nostro paese. In particolare, è stato modificato l’art. 195, co. 3, del TUF nel senso di aggiungere all’usuale pubblicazione del provvedimento di applicazione della sanzione per estratto sul Bollettino Consob o Banca d’Italia, una facoltà per dette autorità di “*tenuto conto della natura della violazione e degli interessi coinvolti, (...) stabilire modalità ulteriori per dare pubblicità al provvedimento, ponendo le relative spese a carico dell’ autore della violazione, ovvero escludere la*

²⁹³Cfr. “*Indagine conoscitiva sull’attuazione del TUF*”. Audizione del Presidente della CONSOB Luigi Spaventa presso la VI Commissione Finanze della Camera del 20/03/2002. Le perplessità sono state riproposte anche in sede di introduzione della legge sul risparmio; v. intervento di Cardia in nota successiva.

²⁹⁴ Cfr. Indagine conoscitiva sulle questioni attinenti all’attuazione della legge 28 dicembre 2005, n. 262, Audizione del Presidente della Consob Lamberto Cardia, Roma, 27 settembre 2006 (nel paragrafo 3.2 relativo al conflitto di interessi, su www.consob.it).

pubblicità del provvedimento, quando la stessa possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o arrecare un danno sproporzionato alle parti.”

In conclusione, allo stato l'apparato rimediabile contemplato in Italia a fronte delle violazioni delle norme sul conflitto di interesse appare insufficiente. Ciò è tanto più vero in considerazione dell'impostazione regolamentare sposata dal legislatore comunitario nella MiFID, in quanto l'ampia responsabilizzazione riconosciuta agli intermediari insieme al ruolo di chiusura assegnato al principio del *fair treatment* fanno sì che l'effettività della regola del conflitto necessariamente debba passare per una efficace applicazione delle sanzioni e dunque per un sistema di vigilanza (centralizzata e decentralizzata) più efficiente di quello attuale.

5.4 La querelle sui rimedi civilistici a disposizione dell'investitore

A quanto sopra esposto si aggiunga che forti incertezze sussistono nel nostro ordinamento per tutto quanto concerne la sanzione civile, avendo accuratamente evitato il legislatore italiano di indicare nella una normativa speciale le azioni processuali a disposizione dell'investitore in occasione di una violazione delle regole riguardanti il conflitto di interessi²⁹⁵. Si è lasciato quest'aspetto delicatissimo alla libera interpretazione degli operatori giuridici, con l'ovvia conseguenza di aver favorito l'emergere di un quadro estremamente complesso ed intricato.

La principale incertezza, in particolare, è se debba applicarsi una regola di inadempimento o una di invalidità. Si richiama che a seconda della qualificazione scelta troveranno applicazione differenti conseguenze sul piano del risarcimento del danno. In particolare, nel primo caso, previa (ardua) prova del nesso di causalità, l'attore otterrà la refusione del pregiudizio sofferto per la perdita di valore dell'investimento. Invece, nel secondo caso si procederà in ogni caso alle restituzioni dei titoli e del denaro, con l'aggiunta degli interessi legali *ex art.* 2033 c.c.

In seguito agli scandali Parmalat e Cirio, nonché al crack argentino, si è sviluppata una fitta giurisprudenza concernente la responsabilità degli

²⁹⁵ Come osserva MAFFEIS (2002), p. 482, l'interprete che voglia identificare i rimedi successivi si trova ad operare nell'indifferenza del legislatore; il legislatore italiano, infatti, nel tutelare l'efficienza del mercato e dei diritti del risparmiatore ha fatto affidamento sulle tecniche di prevenzione del conflitto, anziché sugli strumenti rimediali, a differenza di quanto accade invece nella disciplina generale rappresentata dagli artt. 1394 e 1395 c.c.

intermediari, che – propendendo talora per i rimedi reali e talaltra per quelli risarcitori – ha tutt’altro che dissipato i dubbi interpretativi e le incertezze. La violazione più frequentemente contestata in situazioni di conflitto di interessi è il divieto di operare in assenza di un consenso informato del cliente. Specificatamente, gli investitori hanno lamentato di non aver ricevuto dall’intermediario informazione sulla sussistenza di un conflitto o che, nel fornirla, l’intermediario non ha rispettato i requisiti di sostanza e/o forma imposti dal Regolamento Intermediari.

Volendo ripercorrere brevemente gli orientamenti delle corti in materia, una prima tesi abbracciata dalla giurisprudenza di carattere minoritario decreta l’applicabilità del rimedio dell’annullamento del contratto sulla base della regola generale prevista in materia di rappresentanza agli artt. 1394 e 1395 c.c.²⁹⁶. Questa ricostruzione è stata opportunamente criticata dalla dottrina, in quando manca di riconoscere il carattere speciale e le finalità preventive della precauzioni contemplate per l’ipotesi del conflitto dell’intermediario mobiliare. Secondo l’interpretazione prevalente, l’applicazione della disciplina del conflitto dettata nel codice civile richiede la sussistenza di un danno attuale e concreto. Pertanto, se traslata nel campo mobiliare essa avrebbe l’effetto di negare rilevanza al concorso potenzialmente conflittuale, con sostanziale svuotamento dell’efficacia preventiva delle misure di profilassi previste dalla normativa di settore²⁹⁷.

Un’altra più popolare tesi è favorevole all’esercizio dell’azione di nullità dell’operazione per contrarietà a norme imperative, nonostante l’assenza di espressa comminatoria (c.d. nullità virtuale)²⁹⁸. L’applicazione del rimedio reale si giustifica con la circostanza che la regola del conflitto, come anche più in generale le disposizioni applicabili agli intermediari mobiliari, sono norme imperative ai sensi dell’art. 1418 c.c., dettate a tutela del risparmio, ossia di un interesse pubblico di rango costituzionale, e la cui violazione dà perciò stesso diritto ad agire per l’invalidazione del contratto²⁹⁹.

²⁹⁶ Cfr. Trib. di Mantova, 18 marzo 2004, *Giur. comm.*, 2004, II, 690 ss., con nota di SCIMEMI (2004); in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, p. 240 ss., con redazionale di STOCCO (2004) e nota di MAFFEIS (2004); in *Giur. it.*, 2004, p. 2124 ss., con nota di FIORIO (2004), dove si esclude l’esperibilità dell’annullamento alla stregua del principio giurisprudenziale secondo cui la responsabilità del rappresentate in conflitto sussiste solo se il rappresentato subisce un danno.

²⁹⁷ Cfr. particolarmente MAFFEIS (2004), p. 455 ss. e FIORIO (2004), p. 2131 ss.

²⁹⁸ Cfr. Cass. 13 maggio 1977, n. 1901, secondo cui l’art. 1418 c.c. esprime un principio generale applicabile in tutti i casi in cui la violazione riguarda precetti imperativi, ossia dettati a tutela di un interesse pubblico, anche in mancanza di una specifica previsione di nullità. Si vedano le ricostruzioni di SARTORI (2004), p. 220 e p. 390 (favorevole alla nullità relativa), FIORIO (2004) p. 2128 ss. e PALMIERI (2005), p. 531 ss.

²⁹⁹ Così, ad esempio, in App. Milano, 13 giugno 2003, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 297 ss.; Trib. di Venezia, 22 novembre 2004, in *Danno e resp.*, 2005, p. 614; Trib. di Torino del 7 novembre 2005 e Trib. di Firenze, 30 maggio 2004 (entrambe in *Giur. it.*) in cui si precisa che “*Ai sensi dell’art. 27 reg. Consob n. 11522/1998, l’intermediario che operi in conflitto di interessi è tenuto ad informare preventivamente la propria clientela sulla natura ed estensione del proprio interesse nell’operazione, non essendo a tal fine*

La principale difficoltà teorica con cui si confronta questa tesi risiede secondo una parte della dottrina nel fatto che essa riconnette il rimedio dell'invalidità alla violazione di una regola di comportamento che, nel caso del conflitto, consiste nell'obbligo di fornire specifica informazione e ottenere l'autorizzazione dalla controparte. Tale dovere non atterrebbe ad elementi intrinseci del contratto, ma alla sua formazione in fase precontrattuale o alla sua esecuzione e pertanto potrebbe dare origine ad una mera responsabilità³⁰⁰. In altre parole, sotto un profilo sistematico, secondo alcuni Autori la violazione dei doveri concernenti il conflitto di interessi non inciderebbe sugli elementi strutturali del rapporto tra le parti e pertanto non è corretto far discendere da essa la nullità del contratto³⁰¹.

sufficiente un avviso generico in ordine alla esistenza del conflitto", la sent. richiama inoltre la Cass. 7 marzo 2001 n. 3272, secondo cui "in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità, non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma 1, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità"; v. anche la recentemente Trib. di Trento 1 febbraio 2007, n. 218 secondo cui: "L'inosservanza degli adempimenti imposti all'intermediario nella stipula del contratto non può che comportare l'invalidità dell'atto compiuto in violazione di norme imperative, quali sono quelle dettate dal T.U.F. e dal reg. Consob n. 11522/1998 a protezione dell'interesse pubblico alla tutela del risparmio e al corretto funzionamento dei mercati finanziari", su www.ilcaso.it. Senza pretesa di completezza, riconoscono la natura imperativa delle regole di condotta, Trib. di Avezzano del 23 giugno 2005 e Trib. di Palermo, 16 marzo 2005 (entrambe in *Foro it.*, 2005, I, 2536); Trib. di Trani, 31 gennaio 2006; Trib. di Treviso, 10 ottobre 2005; Trib. di Marsala, 12 luglio 2006; Trib. di Foggia, 15 maggio 2006; Trib. di Teramo, 18 maggio 2006; Trib. di Termini Imerese, 7 marzo 2006; Trib. di Venezia, 30 maggio 2004, 29 settembre 2005 e 16 febbraio, 2006; Trib. di Firenze, 19 aprile 2005; Trib. di Brindisi, 21 febbraio 2005; Trib. di Firenze, 18 febbraio 2005; Trib. di Mantova, 12 ottobre 2004; Trib. di Firenze 30 maggio 2005, v. giurisprudenza pubblicata sul sito www.ilcaso.it. In dottrina, propendono per il rimedio della nullità SARTORI (2004), p. 220 ss.; BISOGNI (1999), p. 929 e 933; MAFFEIS (2004), p. 458.

³⁰⁰ Lamentano questa commistione tra regole di validità e regole di comportamento nel settore mobiliare ROPPO (2005), p. 632; ROPPO, AFFERNI (2006), p. 30 ss. A sostegno di questa tesi gli Autori citano la sentenza della Cass. n. 3272/01, secondo cui "la contrarietà a norme imperative considerata nell'art. 1418, primo comma, Codice civile quale causa di nullità del contratto, postula [...] che essa attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, che riguardano, cioè, la struttura o il contenuto del contratto"; v. anche *infra*, particolarmente nt. 253. Sotto un altro profilo, la tesi della nullità virtuale è stata criticata anche in quanto rischierebbe di innescare comportamenti opportunistici dei risparmiatori ed una reazione di over-deterrence da parte degli intermediari, v. PERRONE (2005), p. 1016; ritengono invece che lo strumento invalidante e quello risarcitorio non siano sufficienti a scoraggiare lo sfruttamento dei conflitti SARTORI (2004), p. 391; FICI (1996), p. 335 ss. Sulla distinzione in generale tra regole di validità e regole di comportamento v. D'AMICO (2002), p. 43; FABIANO (2007), nt. 49, p. 355 che segnala tuttavia come secondo autorevole dottrina nel tempo la distinzione si è andata assottigliando, particolarmente da quando la Cassazione ha equiparato il dolo omissivo da dolo commissivo, riconoscendo che la violazione della buona fede contrattuale può determinare un effetto invalidante del contratto.

³⁰¹ Peraltro, sviluppando questa considerazione, alcuni tribunali hanno elaborato un particolare orientamento secondo cui la nullità del contratto discenderebbe dalla violazione delle sole regole di condotta che abbiano un contenuto specifico, mentre la risoluzione/risarcimento danni è rimedio per la violazione di doveri di comportamento di carattere generale, che impongono doveri di correttezza e diligenza (cfr. Trib. di Parma del 13 aprile 2005 e 16 giugno 2005, su www.ilcaso.it; Trib. di Rieti, 29 marzo 2006 e giurisprudenza citata da GOBBO, SALODINI (2006), p. 30, nt. 111). Concordano con questa ricostruzione FIORIO (2004), p. 2130 e FABIANO (2007), p. 358 ss.; *contra* DELLACASA (2006), p. 605 ss. Tale orientamento, rimasto minoritario, non sembra condivisibile, non da ultimo considerato che in materia mobiliare vigono una serie di obblighi specifici, ad esempio quello di rendicontazione, la cui violazione tuttavia non giustifica l'applicazione di un rimedio reale. Ci sembra allora più corretto ricondurre il discorso sulla distinzione tra norme di validità e norme di comportamento, v. *infra*.

Sulla scorta delle suddette osservazioni, si è sviluppata altra giurisprudenza orientata per la risoluzione del contratto per inadempimento, con risarcimento del danno³⁰². Secondo questo filone, *“le informazioni che debbono essere preventivamente fornite dall’intermediario non riguardano direttamente la natura e l’oggetto del contratto, ma (soltanto) elementi utili per valutare la convenienza dell’operazione e non sono quindi idonee ad integrare l’ipotesi della mancanza di consenso”*³⁰³. La violazione della regola informativa dettata per la situazione di conflitto non determina secondo questa ricostruzione un vizio genetico incidente sulla conclusione del contratto e perciò non ne intacca la validità. L’obbligo di fornire informazioni costituisce piuttosto una regola di condotta e una specificazione delle clausole civilistiche di correttezza e buona fede. Dunque, svalutata l’autonoma rilevanza della disciplina di settore, l’inadempimento della stessa è ricondotta alla violazione di un generico dovere di prestazione³⁰⁴, ossia ad un vizio funzionale sanzionabile con la risoluzione del contratto ed il risarcimento del danno³⁰⁵.

Il contrasto interpretativo ha assunto margini di incertezza tali che recentemente la Cassazione civile ne ha rimesso la soluzione alle Sezioni Unite. In particolare, la Corte non si è limitata ad osservare la mancanza nel campo del

³⁰² A titolo non esaustivo cfr. Trib. di Taranto 27 ottobre 2004, con nota di FABIANO (2007); Trib. di Rimini, 22 marzo 2006 e 21 aprile 2007; Trib. di Firenze del 17 gennaio 2006, Trib. di Foggia del 21 aprile 2006 e del 16 maggio 2006; Trib. di Padova del 13 gennaio 2006; Trib. di Genova 15 marzo 2005, in *Danno e resp.*, 2005, p. 609 e Trib. di Napoli del 21 febbraio 2007; Appello Milano, 19 dicembre 2006, con nota G.C. 2007, p. 650. V. anche giurisprudenza citata da COTTINO (2006), p. 539. In dottrina oltre agli autori cit. in nt. 253, si v. anche SALVATORE (2004), p. 315; VENUTI (2000), p. 1090.

³⁰³ Così Appello Milano, cit., p. 652, che richiama a sostegno una recente pronuncia della Cassazione (n. 19024 del 20 sett. 2005, con nota di GENOVESI (2006)); la controversia aveva per oggetto la prestazione del servizio di acquisto e di vendita a termine di valuta estera) che ha meglio definito i parametri e l’ambito di applicazione della nullità virtuale, escludendola con riferimento alle ipotesi di inadempimento degli obblighi di informazione dell’intermediario. In particolare, secondo detta Cassazione, la nullità postula una violazione che *“attenga agli elementi ‘intrinseci’ della fattispecie negoziale, che riguardino, cioè, la struttura o il contenuto del contratto”*, con la conseguenza che la violazione di una norma di comportamento, qualunque sia la natura della stessa, non può dar luogo alla nullità del contratto. Inoltre, la Cassazione ha avuto cura di precisare che il mancato adempimento dell’obbligo informativo da parte dell’intermediario non aveva pregiudicato nel caso specifico la formazione del consenso, in quanto l’informazione non riguardava la natura e l’oggetto del contratto, ma solo la convenienza dell’operazione. Non sono mancati Autori in dottrina che hanno rilevato come, ragionando *a contrario*, tale sentenza potrebbe finire per allargare a dismisura le maglie della nullità per mancanza di accordo, individuando quale elemento essenziale del contratto non già la convergente volontà delle parti, ma un *“accordo informato”*; cfr. ROPPO E AFFERINI (2006), p. 32.

³⁰⁴ Un altro profilo di incertezza è quello della qualificazione della responsabilità come contrattuale o precontrattuale. Allo stato, vi sono sentenze che fanno dipendere l’inquadramento dalla fase negoziale in cui l’inosservanza è occorsa (se precedente o successiva alla conclusione del contratto); un diverso orientamento recentemente prevalso considera in ogni caso la responsabilità come contrattuale (c.d. responsabilità da contatto sociale), in quanto fondata sul rapporto giuridico che si instaura tra intermediario e cliente precedentemente la conclusione di un contratto, in ragione del carattere *“protetto”* dell’attività di intermediazione. Sulla qualificazione della violazione della regola di comportamento in termini di responsabilità precontrattuale cfr. FIORIO (2004), p. 2128; per la responsabilità contrattuale cfr. FABIANO (2007), p. 352.

³⁰⁵ In questo senso anche la prima pronuncia di appello pervenuta sul tema della responsabilità degli intermediari a seguito degli scandali finanziari, v. Appello di Milano, 19 dicembre 2006, con nota di G.C. (2007), p. 653 ss., che considera gli obblighi di informazione del TUF mera specificazione del generale principio di cui all’art. 1337 c.c.

diritto mobiliare di un orientamento giurisprudenziale unitario sul tipo di vizio che giustifica il rimedio reale. L'ordinanza cita ulteriormente le soluzioni adottate in altri settori del diritto, concludendo che risultano frequenti “*i casi giurisprudenziali di dichiarazione della nullità del contratto per violazioni di norme imperative non attinenti al contenuto del negozio*” e sottolineando l'esigenza di sottoporre ad “*un riesame critico (...) l'affermazione secondo cui l'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dall'art. 6 della legge n. 1 del 1991, non cagionerebbe la nullità del contratto, poiché detti obblighi riguarderebbero solo elementi utili per la valutazione della convenienza dell'operazione e la loro violazione neppure darebbe luogo a mancanza del consenso (Cass. 29 settembre 2005, n. 19024)*”³⁰⁶.

5.5 Segue. Una proposta ricostruttiva volta a favorire una migliore deterrenza

Per quanto ci consta, ciascuno dei filoni giurisprudenziali sopra richiamati presenta a ben vedere validi spunti interpretativi, che possono essere opportunamente coordinati alla luce dei principi civilistico generali. Innanzitutto, bisogna prendere atto che l'applicazione della sanzione di nullità a fronte della violazione di obblighi informativi non è nuova in materia di intermediazione finanziaria. Essa è espressamente prevista all'art. 122 del TUF in materia di patti parasociali. Inoltre, la nullità è stata unanimemente applicata dalla giurisprudenza nei casi di abusiva sollecitazione all'investimento e di mancanza delle richieste autorizzazioni soggettive, anche se non espressamente contemplata dalla legge³⁰⁷.

In secondo luogo, nella vigenza della normativa antecedente l'attuazione della MiFID, era lo stesso tenore letterale della disciplina del consenso informato, ossia l'espresso divieto a compiere l'operazione contemplato nel Regolamento Intermediari, che conduceva a riconoscere nella norma un vero e proprio limite all'autonomia negoziale dell'intermediario. Il nuovo art. 21, co. 1 *bis* del TUF e l'art. 23 del Provvedimento di attuazione, pur non ripetendo alla lettera la medesima dicitura, impongono all'intermediario un dovere di rendere noto il conflitto prima di agire per conto del cliente, in modo da porre quest'ultimo nella condizione di poter effettuare una decisione informata. Il legislatore riconosce per questa via che la mancata notizia del conflitto che integra la violazione è quella che impedisce al cliente di figurarsi correttamente la natura e l'oggetto del

³⁰⁶ Cfr. Cassazione civile, Sez. I, ord. 16 febbraio 2007, n. 3683 – Pres. De Musis, Rel. Schirò, disponibile su <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/564.htm>.

³⁰⁷ Cfr. FIORIO (2004), p. 2130 giurisprudenza ivi citata.

servizio prestatO dall'intermediario (non solo il rischio); essa incide sulla formazione della volontà di una parte e dunque geneticamente sull'operazione di investimento³⁰⁸. L'inosservanza di quelle precauzioni rappresenta pertanto un elemento costitutivo di una fattispecie di invalidità³⁰⁹.

Per altro verso, l'opposta tesi del rimedio risarcitorio richiama il fatto che le regole di comportamento dell'intermediario rilevano ai fini della valutazione dell'adempimento del contratto di investimento stipulato con il risparmiatore, osservazione che appare assolutamente pertinente ed inconfutabile. Tale filone, inoltre, richiama l'opportunità di fare chiarezza sull'istituto della nullità virtuale, discernendo con maggior rigore il vizio genetico da quello funzionale attraverso un'applicazione più accorta del diritto privato generale. Anche questa critica sembra assolutamente pertinente, considerato che non si possono trattare alla stessa stregua, ad esempio, gli obblighi di rendicontazione, che pure costituiscono specifici doveri dell'intermediario ai sensi di una disciplina imperativa, e la normativa sul conflitto di interessi.

Tenuto conto di quanto appena esposto, ci sembra che l'interazione tra diritto speciale e diritto privato generale lasci spazio ad una pluralità di soluzioni.³¹⁰ D'altronde, nulla osta ad una ricostruzione articolata del sistema sanzionatorio del conflitto di interessi degli intermediari mobiliari, che riconosca all'investitore la scelta del rimedio da esperire caso per caso. Peraltro, come si è detto, allo stato le sanzioni previste dall'ordinamento italiano a fronte dello sfruttamento del conflitto da parte dell'intermediario mobiliare e la probabilità della loro applicazione non sembrano tali da produrre un effetto di deterrenza. Ciò costituisce senz'altro una grave lacuna del nostro diritto, che rende opportuno proporre una ricostruzione dell'apparato rimediale che faciliti l'esercizio delle azioni civili da parte dei singoli investitori³¹¹.

³⁰⁸ A conferma di quanto sopra sostenuto basti citare le stesse parole della Commissione Europea che nel dettare la regolamentazione secondaria sul conflitto di interessi si è espressa in questi termini: "*the information which firms must give to their clients should be limited to those elements that are essential for the client to understand the nature of his relationship with the firm, and the services and instruments offered by the firm.*"; cfr. EUROPEAN COMMISSION, INTERNAL MARKET AND SERVICES DG, Working Document ESC/24/2005, 11 July 2005, p. 2.

³⁰⁹ Cfr. ALBANESE (2003), p. 350 ss.

³¹⁰ In questo senso, sebbene con risultati interpretativi diversi, GOBBO (2006), p. 131.

³¹¹ Non si ritiene che allo stato l'ordinamento italiano presenti un apparato sanzionatorio tale da produrre rischi di *over-deterrence*. Ci si pone pertanto in una posizione diametralmente opposta a quelle espressa da PERRONE (2006). Ci sembra ugualmente priva di pregio nel caso specifico l'obiezione di tipo generale avanzata da DENOZZA (2004), p. 347 circa gli effetti distributivi perversi che potrebbe avere una norma di conflitto eccessivamente costosa, in quanto allo stato il problema del sistema-Italia è esattamente l'opposto: quello di un ordinamento che per ragioni storiche non ha strumenti sufficienti a disincentivarne lo sfruttamento.

Per meglio comprendere i termini della questione, è necessario richiamare innanzitutto che il rapporto che si instaura tra intermediario e cliente non è riconducibile ad un unico schema negoziale, ma è una fattispecie complessa, che si sviluppa in forme giuridiche differenti a seconda del servizio prestato³¹². A titolo esemplificativo, si considerino:

- (a) il caso della gestione individuale, dove le parti concludono un solo contratto di durata sulla base del quale l'intermediario svolge operazioni per conto del cliente, e
- (b) il caso della negoziazione, in cui si distingue il contratto quadro (o normativo), che regola in termini generali la relazione tra intermediario e cliente, dai singoli ordini di acquisto con cui si esegue il contratto quadro. Tali ordini costituiscono a loro volta atti negoziali, assimilabili specificatamente ai contratti di compravendita, in caso di negoziazione per conto proprio, o di commissione/mandato senza rappresentanza, in ipotesi di operazioni per conto terzi³¹³.

La legge impone imperativamente all'intermediario di rispettare una serie di precauzioni prima di operare per conto del cliente, in modo da ridurre il rischio di abusi derivanti da conflitto di interessi³¹⁴.

Nell'ipotesi della gestione di portafogli, la violazione dell'obblighi dettati in situazioni di conflitto (potenziale) può essere inquadrata secondo due schemi:

- (i) come vizio funzionale del contratto di gestione, in quanto inadempimento intervenuto nella fase esecutiva di esso, e perciò sanzionabile con la risoluzione ed il risarcimento del danno. Ai sensi

³¹² V. LENER (1996), p. 152, e ALPA (1998), p. 256; FABIANO (2007), p. 341.

³¹³ Cfr. LOBUONO (1999), p. 100 ss., che peraltro distingue tra contratto normativo (che disciplina altri contratti aventi la stessa natura) e contratto quadro (che regola futuri contratti disomogenei); SARTORI (2004), p. 369; con riferimento al servizio di negoziazione v. GOBBO, SALODINI (2006), p. 7; ROPPO (2005), p. 896 ss.; FABIANO (2007), p. 341; DELLACASA (2006), p. 600 ss.; *contra* PALMIERI (2005), p. 513 ss. che avalla l'opposta tesi dell'unicità formale e sostanziale del contratto di investimento.

³¹⁴ Alcuni Autori insistono sull'importanza di determinare quando la violazione di un obbligo informativo è intervenuta, ossia se essa sia occorsa prima o dopo la stipula del contratto di investimento, per poter valutare la natura della responsabilità e gli eventuali effetti reali. Tale determinazione può essere rilevante su un piano generale, se si vogliono analizzare l'insieme dei doveri di trasparenza che il TUF impone agli intermediari, doveri che in effetti possono sorgere in momenti diversi nell'arco del rapporto di investimento. Questo distinguo risulta invece irrilevante se il riferimento è alla sola disciplina del conflitto di interessi, in quanto in questo ambito i doveri informativi sorgono nel momento che precede il compimento dell'operazione di investimento (nell'attuale formulazione della norma, l'intermediario deve informare il cliente prima di agire per il suo conto, v. art. 21 1-bis(b) del TUF), non rilevando invece quello della conclusione del contratto quadro di investimento.

dell'articolo 1458 c.c., la risoluzione del contratto di gestione non si estende tuttavia alle prestazioni già eseguite. Potrà comunque trovare applicazione analogica la disciplina prevista all'art. 1711 c.c. per i limiti del mandato. In questo ambito, il mancato rispetto dell'obbligo di trasparenza costituirà un abuso del mandato gestorio³¹⁵. La conseguenza sarà l'inopponibilità all'investitore dell'operazione di compravendita effettuata in spregio delle regole sul conflitto, i cui effetti, salvo ratifica, resteranno a carico dell'intermediario medesimo, analogamente a quanto previsto all'art. 1711 c.c., 1 co.. Di conseguenza, gli effetti del negozio si produrranno unicamente in capo all'intermediario, con obbligo dello stesso di tenere indenne la controparte da qualsiasi pregiudizio che possa derivargliene³¹⁶.

- (ii) come vizio genetico dell'operazione conclusa dall'intermediario in conflitto, in quanto inosservanza di un obbligo imperativo a non operare prima di aver adempiuto determinate cautele volte a garantire la cura dell'interesse della controparte. Tali disposizioni si pongono come un limite all'autonomia negoziale, con la conseguenza che la loro violazione va ad incidere sulla validità di un'operazione di investimento non ancora conclusa.

Il ragionamento si poggia evidentemente sul riconoscimento della natura imperativo-proibitiva delle regole sul conflitto di interessi³¹⁷. Esse pongono precisi paletti alla discrezionalità dell'intermediario, il quale in tale una situazione di conflitto è indotto, anche inconsapevolmente, a privilegiare il proprio interesse su quello della clientela³¹⁸. La violazione di quelle procedure pregiudica inoltre la formazione del consenso dell'investitore, che non è in condizione di figurarsi correttamente la natura e l'oggetto del servizio in quel momento, ed interferisce pertanto sull'*an* (e non solo sulla valutazione della convenienza) dell'operazione di investimento, determinandone un vizio genetico. In altre parole, visti in negativo, gli obblighi sul conflitto rappresentano un limite alla libertà di agire dell'intermediario, il cui superamento invalida la transazione ed incide sul consenso dell'altra parte. Poiché la condotta che non osserva le norme sul conflitto è contemporaneamente vizio funzionale del contratto di gestione e vizio

³¹⁵ Sull'applicabilità della disciplina codicistica ai contratti di investimento, particolarmente per colmare le lacune della disciplina speciale, cfr. GOBBO, SALADINI (2005), p. 13, con indicazioni giurisprudenziali.

³¹⁶ Sull'applicabilità alla gestione di portafogli dell'art. 1711 c.c. cfr. Tribunale di Bari, Sez. II civ. – Pres. L. Dilalla, Rel. L. Agostinacchio – 26 maggio 2005, su <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/239.htm>.

³¹⁷ Sulla distinzione tra norme imperative proibitive e norme impositive o precettive v. DI MAJO (1993), p. 7 ss.. V. anche GOBBO (2006), nt. 7, pp. 104-105.

³¹⁸ Cfr. RAZZANTE (2004), p. 54. L'Autore opportunamente osserva come di sovente la questione del conflitto di interessi risulta quantomeno malposta, in quanto non tiene conto dell'esigenza di temperare le naturali tendenze degli operatori al *free riding* e al *moral hazard*.

genetico dell'operazione di investimento, spetterà all'attore nella formulazione della domanda richiedere l'applicazione dell'uno e/o dell'altro rimedio.

Nell'ipotesi del servizio di negoziazione, la questione parrebbe per un verso complicarsi, in quanto i contratti in gioco sono molteplici, aggiungendosi al contratto quadro di investimento l'ordine impartito dal cliente e la conseguente operazione di compravendita. Il ragionamento giuridico tuttavia non è dissimile a quello sopra prospettato con riferimento alla gestione individuale.

Da un primo punto di vista, l'operazione in conflitto conclusa in assenza di un consenso informato rappresenta un atto di esecuzione del contratto quadro e, in quanto tale, esso costituisce inadempimento contrattuale. Sotto un diverso profilo, il mancato rispetto della norma che proibisce di agire in conflitto in assenza di determinate cautele incide geneticamente sull'ordine impartito dal cliente e conseguentemente sull'operazione di compravendita, determinandone la nullità (virtuale). Sulla scorta del ragionamento appena fatto, è possibile configurare anche nell'ambito della negoziazione un cumulo dei rimedi contrattuali disponibili all'investitore.

Questa ricostruzione permette di superare le obiezioni avanzate dalla teoria del vizio funzionale in quanto fornisce un criterio giuridico per distinguere la norma imperativa che giustifica l'applicazione del rimedio reale, da quella altrettanto imperativa che tuttavia inerisce unicamente ad un rapporto già concluso. Nel primo caso, il legislatore detta obblighi precedenti il compimento di un'operazione a fronte di una situazione di pericolo oggettivo per la tutela di un interesse pubblico. Quelle misure non costituiscono *sic et simpliciter* estrinsecazione del principio di buona fede, ma delimitano piuttosto il perimetro della discrezionalità dell'intermediario: sono parte della struttura del contratto e il loro rispetto viene assunto dal cliente nel decidere (o nel non impedire) il compimento dell'operazione di investimento. Di conseguenza, la violazione delle norme preventive sul conflitto inciderà geneticamente sulla validità dell'operazione compiuta, alla stessa stregua della disciplina delle autorizzazioni soggettive.

Nella seconda ipotesi, invece, il legislatore detta regole comportamentali al fine di garantire la corretta esecuzione di un contratto già concluso (ad es. obblighi di rendicontazione). La disciplina del conflitto rientra anche in questa seconda qualificazione, in quanto rileva ai fini dell'esecuzione del contratto quadro.

Pertanto, occorsa una violazione delle norme sul conflitto, l'investitore potrà, ove ne ricorrano i presupposti, domandare la risoluzione del contratto

quadro per inadempimento della controparte, e l'accertamento della nullità dell'operazione di investimento, salvo in ogni caso il risarcimento del danno giustificato. Niente impedisce questa duplice ricostruzione, che è anzi giustificata dalla plurioffensività della condotta dell'intermediario, nonché dall'esigenza di favorire un maggior effetto deterrente della sanzione a fronte di situazioni di conflitto.

Alla stregua di quanto sopra esposto, l'investitore, che agisce per la dichiarazione di nullità, potrà all'uopo avvalersi dell'inversione dell'onere della prova *ex art. 23, co. 6, del TUF*. Ciò in quanto la condotta plurioffensiva dell'intermediario integra allo stesso tempo una causa di invalidità dell'operazione ed una violazione di una regola di comportamento, da cui origina il diritto al risarcimento del danno.

CAPITOLO II

STANDARD INTERNAZIONALI: GENESI, PRODUZIONE ED EFFICACIA

1.	Definizione del problema e tassonomie	73
1.1	La funzione dei mercati finanziari intermediati ed il modello di agenzia.....	73
1.2	Conflitto di interessi v. concorso di interessi.....	83
1.3	La nozione giuridica di conflitto di interessi	90
1.4	Fenomenologia del conflitto di interessi dell'intermediario mobiliare	95
1.5	Il <i>trade-off</i> tra conflitto di interessi e sinergie organizzative: un problema di politica legislativa ..	101
1.5	Prevenzione dell'insorgenza del conflitto v. prevenzione della frode finanziaria	108
2.	La disciplina del conflitto di interessi negli standard internazionali	110
2.1	La regola generale della prevenzione e del fair treatment	110
2.2	La funzione di controllo e gli ulteriori presidi organizzativi interni	116
2.2	Ulteriori regole in materia di gestioni collettive	118
2.3	Le remunerazioni come fonte di conflitto	122
3.	La disciplina italiana del conflitto di interessi precedentemente il recepimento della Direttiva MiFID....	124
3.1	La regolamentazione primaria della prevenzione del conflitto e la confusa trasposizione del principio del fair treatment.....	124
3.2	La regolamentazione secondaria abrogata: il farraginoso regime di autorizzazione delle operazioni in conflitto	133
3.3	Segue. Le misure organizzative e procedurali interne previste dalla previgente regolamentazione secondaria	140
3.4	Disposizioni speciali in materia di gestioni collettive	147
4.	La disciplina del conflitto di interessi nella MiFID e la sua recente attuazione in Italia.....	155
4.1	La regola generale del conflitto di interessi.....	155
4.2	La regolamentazione secondaria del conflitto di interessi	159
4.3	Segue. Le misure organizzative nel regime secondario della MiFID. Le novità introdotte in Italia.	161
4.4	Modifiche in materia di gestioni collettive	164
4.5	Remunerazioni ed <i>inducement</i>	166
5.	Tecniche di repressione degli abusi: i rimedi successivi.....	168
5.1	Gli effetti deterrenti della sanzione: gli standard internazionali	168
5.2	Analisi economica del diritto e modelli di deterrenza	169
5.3	L'insufficienza dell'apparato rimediale italiano.....	173
5.4	La querelle sui rimedi civilistici a disposizione dell'investitore.....	178
5.5	Segue. Una proposta ricostruttiva volta a favorire una migliore deterrenza	182

CAPITOLO III

CONFLITTO DI INTERESSI E DISTRIBUZIONE DI INFORMAZIONI FINANZIARIE

1. *Il problema dei conflitti in seno ai c.d. intermediari reputazionali*

1.1. *Il ruolo dei gatekeepers nei recenti scandali finanziari*

Le frodi finanziarie dell'ultimo decennio hanno evidenziato la presenza di una serie di carenze nei sistemi di controllo esterni alle società emittenti, dovute a macroscopici errori ed omissioni dei c.d. *gatekeepers* (società di revisione, analisti finanziari e società di rating, detti anche intermediari reputazionali).¹ Rappresentativa, ad esempio, la circostanza che alla vigilia del crollo di Enron, la società potesse vantare ancora il massimo rating² da parte delle tre principali agenzie: la *Standard and Poor's*, la *Moody's* e la *Fitch Ratings*, le quali procedettero al declassamento a livello di junk solo pochi giorni prima della dichiarazione di bancarotta della società³. Similmente, sedici dei diciassette analisti che valutavano regolarmente le emissioni Enron fornivano indicazioni di *buy* e addirittura *strong buy* in favore di una società prossima al dissesto. Analoga attitudine nel caso Parmalat, dove sino all'autunno 2003 si riscontrava ancora la diffusione di raccomandazioni positive sulle prospettive del titolo⁴.

Tra le cause di queste omissioni la letteratura giuridico-economica ha evidenziato la presenza di conflitti di interesse che inquinano l'obiettività e

¹ Per *gatekeeper* si intende qualsiasi soggetto che, prestando servizi ad una società o agli investitori (attuali o potenziali), impegni la propria reputazione a supporto della veridicità di informazioni che questi approva, certifica o verifica e sulle cui valutazioni gli investitori fanno affidamento per compiere le loro scelte di investimento. Nel concetto di *gatekeeper* rientrano anche gli intermediari mobiliari, di cui si è già trattato nel capitolo precedente. Sulla nozione cfr. COFFEE (2002); GILSON, KRAAKMAN (1984), p. 620 ss. e (2003), p. 215; FERRARINI, GIUDICI (2006-II), p. 116. La circostanza che gli episodi di frode finanziaria occorsi sul mercato statunitense siano stati piuttosto l'espressione di un *gatekeepers failure* che di un *board failure* è efficacemente considerato da COLANGELO (2002).

² Come è noto, il rating, o valutazione del merito di credito, è il giudizio espresso da un'agenzia qualificata che indica la propria previsione in ordine alle prospettive di solvibilità ad una certa data del debitore e/o dei titoli da emessi da un soggetto pubblico o privato. In base alla scala adottata dalle maggiori agenzie internazionali e generalmente riconosciuta sui mercati finanziari, i titoli sono distinti in due categorie: la "categoria investimento" (*investment grade*), alla quale appartengono gli strumenti che ottengono un giudizio di alto livello; "categoria speculativa" (*speculative grade*), in cui sono collocati i titoli di livello basso o *non rated* (*junk bonds*, solitamente caratterizzati da un alto rendimento); cfr. GOMMELLINI (2004), p. 594, nt. 10.

³ Cfr. TONELLO (2005), p. 930; CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), p. 41 ss..

⁴ Cfr. DI CASTRI (2004), p. 481.

l'indipendenza dei giudizi espressi da tali operatori finanziari⁵. La "patologia" affonda nella struttura stessa dei rapporti che si vengono a creare tra emittenti-controllati e *gatekeepers*-controllori, che vedono i primi selezionare e retribuire a vario titolo i secondi, con ciò instaurandosi una serie di intrecci e di incentivi che favoriscono l'acquiescenza dei controllori verso le politiche contabili aggressive (e talvolta fraudolente) dei controllati.⁶

Il problema è particolarmente sentito negli Stati Uniti, dove questa tipologia di comportamenti abusivi ha trovato una clamorosa esemplificazione nel caso Enron, frutto di speculazioni finanziarie per anni perpetrate occultando perdite ed eludendo o sfruttando imperfezioni dei principi contabili GAAP attraverso la creazione di *Special Purpose Entities* (SPEs), sulle quali venivano scaricate passività non registrate nel bilancio consolidato⁷. Non stupisce allora che la poderosa riforma della regolamentazione dei mercati finanziari introdotta nell'ordinamento statunitense successivamente agli episodi di frode si sia concentrata soprattutto sulla vigilanza e sul conflitto di interessi degli operatori che certificano o diffondono informazioni finanziarie, per sopperire all'esigenza di assicurarne una maggiore imparzialità ed autonomia⁸.

⁵ Il dibattito a livello internazionale sul ruolo dei *gatekeeper* quali causa o concausa degli scandali è stato molto ampio; tra i lavori maggiormente stimolanti si segnalano PARTNOY (2001), COFFEE (2002) e (2003), OH (2004); FERRARINI, GIUDICI (2006-I), CHOI (2004); GORDON (2002); MILLON (2003); BRATTON (2003). Il conflitto di interessi ha favorito una generale acquiescenza dei *gatekeepers* nei confronti di manager interessati a far incrementare il prezzo di mercato delle azioni della propria società o comunque intenzionati a commettere altro tipo di frodi sul mercato; cfr. con riferimento alle società di revisione, FORTUNATO (2006), p. 89.

⁶ Secondo alcuni studiosi, la connivenza dei controllori è stata favorita da un generale abbassamento del livello di deterrenza della regolamentazione a partire dagli anni Novanta, nonché dalla bolla speculativa e del boom dei mercati finanziari che ha esasperato il clima di euforia e reso meno attenti gli operatori ai giudizi espressi dai *gatekeepers*. Ulteriore fattore è l'elevato grado di concentrazione del mercato dei servizi di revisione che favorisce comportamenti collusivi; cfr. FORTUNATO (2006), pp. 89-90.

⁷ Come sottolineato da MONTALENTI (2004), p. 295, la frode è stata realizzata alla "periferia" del gruppo, attraverso trasferimenti fittizi a società estromesse dal bilancio consolidato, che hanno permesso di occultare nell'arco di circa un quinquennio (da 1997 al 2001) ben 600 milioni di dollari l'anno. In argomento v. anche SCHWARCZ (2002); BALDINELLI (2002); CACCHI PESSANI (2003), p. 746 ss.; e BENEDETTO, DI CASTRI (2005); MIOLA (2005), e soprattutto PARTNOY (2003), p. 296 ss.; KROGER (2005), p. 69 ss. Il caso Enron è stato preceduto e seguito da ulteriori scandali di dimensioni notevoli, come quelli della Worldcom e Xerox, per citare solo i più noti.

⁸ La reazione americana si è concretata nell'emanazione il 30 luglio 2002 del *Sebanes-Oxley Act* contenente una poderosa riforma volta ad assicurare la qualità e la veridicità delle informazioni fornite al mercato. La riforma ha interessato principalmente le società di revisione e gli analisti finanziari. Per una panoramica della riforma ed un confronto con le analoghe iniziative intraprese in Germania, Regno Unito, Francia e Italia, v. RUGGIERO, PANZIRONI, CARRARA (2004), p. 27 ss. e CAMMARRATA (2004), p. 257 ss. In verità la riflessione sul tema della revisione contabile era iniziata tanto negli Stati Uniti che in Europa già prima del verificarsi degli scandali finanziari e già nel 2000 la SEC aveva proceduto a rafforzare i requisiti di indipendenza delle società di revisione con la *final rule* del 21 novembre 2000 (consultabile sul sito www.sec.gov insieme al documento di commento *Revision of the Commission's Auditor Independence Requirements*). Certamente l'occorrere dei crack finanziari ha accelerato il processo di accoglimento delle novità e di più radicali innovazioni a livello di legislazione federale. In Europa la riflessione era partita addirittura dal 1996 con il libro verde della Commissione su ruolo, posizione e responsabilità del revisore legale dei conti nell'Unione Europea.

Nell'immediatezza degli scandali occorsi negli Stati Uniti, i temi dell'indipendenza dei *gatekeepers* e della qualità delle informazioni diffuse sui mercati finanziari sono stati affrontati anche in sede internazionale, nei lavori del Comitato Tecnico dello IOSCO pubblicati nel 2002 sulle società di revisione, sugli analisti finanziari e sulle agenzie di *rating*⁹. Il dibattito che ne è sorto ha favorito una riflessione molto attenta sull'efficacia dei controlli svolti da tali operatori ed ha sollecitato un confronto internazionale sui possibili approcci da seguire per rafforzarne l'effettività. All'esito di queste iniziative è intervenuta una poderosa circolazione di modelli giuridici di prevenzione del conflitto di interessi nella distribuzione delle informazioni finanziarie, che ha favorito un processo di convergenza tra i sistemi normativi senza pari in altri settori del diritto mobiliare.

Nel mentre del dibattito internazionale, anche in Europa si sono manifestati episodi di frode finanziaria che hanno coinvolto società di revisione, analisti finanziari ed agenzie di *rating*¹⁰. Tali abusi hanno evidenziato come le pecche del capitalismo finanziario possono manifestarsi anche in contesti di proprietà concentrata e riguardare perciò modelli di sviluppo distanti da quello statunitense.

In Italia la questione dell'indipendenza della società di revisione, degli analisti finanziari e delle agenzie di *rating* è stata per lungo tempo sottovalutata. Ne era scaturito un quadro normativo totalmente inefficiente, che ha manifestato tutta la sua inadeguatezza nei dissesti del 2003 (casi Cirio, Parmalat, Gabdalf, Giacomelli, ecc.)¹¹ e che solo in tempi recenti è stato oggetto di revisione sulla scorta delle influenze internazionali e comunitaria. Il vuoto era tanto più critico considerato che, per loro stessa natura, i conflitti di interessi di tali operatori sono particolarmente difficili da monitorare in via decentrata (attraverso l'esercizio dell'azione di responsabilità), data la mancanza (il più delle volte) di una relazione contrattuale anche solo potenziale tra tali soggetti e gli investitori e la difficoltà tecnica di accertare il nesso di causalità, oltre che di superare le note difficoltà di azione collettiva¹². La mancanza nel nostro paese di un sistema di

⁹ Ci si riferisce in particolare ai seguenti documenti, che verranno analizzati più in dettaglio nel prosieguo: (i) "Principle for Audit Oversight" e "Principles of Audit Independence and the Role of Corporate Governance in monitoring Auditor's Independence" (ottobre 2002); (ii) "Report on Analyst Conflict of Interests" e "IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflict of Interests" (ottobre 2003); (iii) "Report on Activities of Credit Rating Agencies" e "IOSCO Statement of Principles Regarding Credit Rating Agency" (ottobre 2003).

¹⁰ Le frodi finanziarie hanno riguardato non solo l'Italia, con i casi Cirio e Parmalat *in primis*, ma anche vari altri paesi comunitari come la Francia con il caso Vivendi, i Paesi Bassi con la vicenda dell'Ahold e, in precedenza, l'Inghilterra con la Maxwell.

¹¹ Così PARDOLESI E PORTOLANO (2001), p. 13, con riferimento al ruolo dei revisori contabili nel caso Parmalat: "(...) dov'erano, mentre si andavano consumando (in un tempo che tutto lascia intendere assai prolungato) gli orrori di Collecchio, i revisori? La risposta è ovvia. Erano al loro posto. Che stessero poi facendo il loro mestiere, questa è un'altra storia".

¹² Il dibattito internazionale sui *gatekeeper* si è, infatti, incentrato proprio sul tema della responsabilità civile, sulle ragioni della scarsa efficacia deterrente della stessa manifestatasi nel corso degli scandali finanziari americani. In molti ordinamenti stranieri, a differenza che in Italia, una notevole difficoltà risiede nel

enforcement privato con effetti reintegrativi e di deterrenza è confermata dall'esigua casistica esistente in materia¹³.

1.2 *L'indipendenza della società di revisione*

La revisione obbligatoria concorre a garantire una migliore trasparenza del mercato mobiliare attraverso un sistema di controlli volti alla verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e della corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili, oltre che alla conformità dei bilanci alle risultanze delle scritture contabili e alle norme che li disciplinano¹⁴. La revisione contabile assume un ruolo fondamentale nel favorire la qualità e l'affidabilità delle informazioni relative alle condizioni patrimoniali e finanziarie che circolano sul mercato e che vengono riflesse nei prezzi dei titoli compravenduti¹⁵. In questo contesto, l'aspetto dell'indipendenza della società di revisione è l'elemento chiave per garantire una credibilità del controllo e conferire pubblica fede al giudizio sul bilancio¹⁶.

ravvisare un generale obbligo civilistico di correttezza e trasparenza dei revisori, analisti e società di rating nei confronti del pubblico indifferenziato. Nei paesi di *common law* i *gatekeeper* non vengono generalmente considerati come fiduciari degli investitori, in quanto essi non forniscono consulenza ad uno specifico cliente; cfr. ZHANG (2007), p. 586 (con riferimento agli analisti finanziari); PINTO (2006), p. 351 ss. (che rileva le difficoltà sussistenti nel configurare una responsabilità civile delle agenzie di rating). Per una comparazione dei regimi di responsabilità dei principali paesi europei, nonché degli Stati Uniti per quanto concerne la revisione contabile, v. da ultimo PRESTI (2007), p. 160 ss. Per risolvere il problema, nei paesi di *common law* sono state introdotte regole specifiche, in quanto il diritto generale avrebbe senz'altro reso possibile il riconoscimento di una responsabilità del revisore nei confronti della società revisionata, ma non contempla alcuna forma di responsabilità per così dire "indefinita" del revisore nei confronti della generalità dei terzi. L'introduzione di una normativa *ad hoc* ha permesso di specificare il perimetro della responsabilità (extracontrattuale) del revisore verso investitori attuali e potenziali. Le implicazioni del dibattito per l'ordinamento italiano sono analizzate in FERRARINI, GIUDICI (2006-II), p. 150 ss., i quali evidenziano come i problemi del nostro sistema non si rivelino tanto in termini di enunciazione della regola di responsabilità civile (in Italia, secondo tali Autori, interpretata dalla dottrina in modo alquanto rigoroso), bensì in termini di effettività dei rimedi (come emerge anche dal numero davvero esiguo della casistica), considerata la mancanza di un istituto analogo alla *class action* e della *discovery* documentale tipicamente americane.

¹³ Cfr. FERRARINI, GIUDICI (2006-II), p. 120.

¹⁴ Così in diritto italiano l'art. 155 (1) del TUF. Analoga disposizione era all'art. 1 del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136, emanato dal governo in base alla delega conferita all'art. 2 della l. 216/74 istitutiva della Consob, decreto con cui la revisione obbligatoria è stata per la prima volta introdotta nel nostro paese. Il d.p.r. n. 136 è stato espressamente abrogato dal TUF, sicché la revisione obbligatoria delle società quotate è ora disciplinata agli artt. 155 - 165-*bis* del TUF. Per una ricostruzione generale della disciplina della revisione contabile v. BUSSOLETTI (1990), p. 1080 ss.; REDAELLI (1997), p. 222 ss.; MONTALENTI (2004), p. 285 ss.; DI NANNI (2005), p. 143 ss.

¹⁵ La funzione del revisore è proprio quella di ridurre il gap informativo tra domanda ed offerta di strumenti finanziari. Come osserva PRESTI (2007), p. 15, sul mercato primario il giudizio del revisore è il presupposto per la sollecitazione all'investimento (v. art. 96 del TUF), mentre sul mercato secondario il periodico giudizio sull'attendibilità delle informazioni contabili fornite dall'emittente agevola la liquidità del titolo. Sul ruolo delle società di revisione sul mercato primario v. CERA (2002), p. 201 ss.

¹⁶ Non a caso, è stato evidenziato come: "*Le società incaricate della revisione obbligatoria svolgono una funzione strumentale al perseguimento di scopi della vigilanza pubblica sui mercati finanziari, giacché senza di esse l'autorità pubblica, la Consob, resta priva di larga parte delle proprie possibilità di tempestivo intervento. (...) Il loro eventuale mal funzionamento rischia di fare della Consob un vigilante cieco, o capace di scorgere le anomalie anche più gravi solo quando esse si sono ormai manifestate in tutta la loro palese dannosità*"; v. RORDORF (2004), p. 16. Che è quanto in effetti accaduto negli scandali finanziari nostrani, dove la Consob ha esercitato il potere di impugnare il bilancio degli emittenti quando la frode era ormai già

Benché il suo ruolo esiga neutralità, il revisore viene selezionato e remunerato tuttavia dalla società oggetto del controllo¹⁷. Prima degli scandali finanziari, questo profilo, molto discusso nella letteratura giuseconomica, non era generalmente visto come un fattore preoccupante, in quanto gli interessi della società e dell'emittente erano considerati in questo contesto allineati con quelli degli investitori. In questa prospettiva, interesse dell'emittente sarebbe la raccolta di capitali; i risparmiatori da parte loro sono disposti ad investire nella misura in cui confidano nelle prospettive di guadagno che offre loro il titolo emesso dalla società; l'esigenza di conquistare la fiducia degli investitori ed una credibilità sul mercato costituirebbero incentivi per l'emittente ad ottenere una revisione veritiera dei propri conti. Il revisore, da parte sua, ha interesse a salvaguardare la propria reputazione e ciò costituirebbe ragione sufficiente a non farsi "catturare" dall'emittente, considerato che questi contribuisce solo ad una parte minima del proprio fatturato¹⁸.

Il dato empirico ha tuttavia smentito che l'effetto reputazionale sia per sé sufficiente a controbilanciare gli incentivi alla collusione del controllore con il controllato;¹⁹ in particolare il caso Enron ha dimostrato come anche nel mercato finanziario più sofisticato "*logic and experience can conflict*"²⁰. Infatti, l'esistenza di economie di scopo di natura produttiva e contrattuale rende economico per le

sotto gli occhi di tutti. La funzione "di pubblico interesse" svolta dai revisori è riconosciuta ora anche nella Direttiva 2006/43/EC del 17 maggio 2006 sulla revisione contabile, che alla premessa (9) qualifica quella del revisore come una *public-interest function* nel senso che una più ampia comunità di soggetti ed istituzioni fa affidamento sulla qualità dei servizi di revisione. Nel TUF questo ruolo di sapore pubblicistico è riflesso in una serie di obblighi di collaborazione della società di revisione con la Consob che fanno di essa la *longa manus* dell'autorità di vigilanza (v. art. 155(2) che impone l'obbligo di informare senza indugio la Consob e l'organo di controllo di fatti ritenuti censurabili). Sulla valenza pubblicistica dell'attività delle società di revisione cfr. anche CERA (2002), p. 202 ss.

¹⁷ La letteratura economica ha ampiamente esaminato il rapporto tra giudizio indipendente del revisore e attività di revisione, qualificandola in termini di *fee dependance*. Sebbene, come riportato da BEGELLA, AUCI E D'AGOSTO (2005), i risultati a cui giungono gli studi non sono univoci nel definire il legame tra questi due aspetti, ciò che si vince è che l'indipendenza può non essere minacciata dalla *fee dependance* quando il mercato dei servizi di revisione è concorrenziale, quando è in gioco il fattore reputazionale ed in presenza dell'effetto deterrente di sanzioni e costi a fronte di un'attività non accurata.

¹⁸ Il principale sostenitore di questa ricostruzione è GOLDBERG (1988), p. 295 ss. Il ruolo dell'aspetto reputazionale quale incentivo alla qualità dei controlli è bene evidenziato da PRESTI (2005), p. 303. Sugli intermediari reputazionali v. particolarmente OH (2004), p. 748 ss. che evidenzia come le dinamiche che presenta l'attività di *gatekeeping* siano differenti rispetto a quelle degli intermediari reputazionali.

¹⁹ In effetti, già prima del verificarsi degli scandali finanziari la letteratura aveva prospettato cinque tipi di problemi per l'argomento fondato sulla reputazione, ossia (i) la corruzione del revisore da parte dell'emittente; (ii) l'incapacità degli investitori di distinguere la qualità della certificazione (problema della selezione avversa); (iii) potere di mercato e dimensioni del revisore, che può dar luogo a pratiche collusive; (iv) rendite di posizione che rendevano indifferenti al fattore reputazionale; (v) comportamenti irrazionali di investitori e revisori; v. KRAAKMAN (1986), p. 940 ss.; FERRARINI, GIUDICI (2006-II), p. 130, v. anche bibliografia da questi ultimi citata.

²⁰ COFFEE (2002), p. 280. Nel caso Enron è infatti emerso che sebbene la società rappresentasse solo l'1% del fatturato complessivo della Andersen, essa era l'unico cliente del partner David Duncan responsabile della sua revisione, il quale era peraltro remunerato in percentuale anche sui servizi *non audit* forniti dalla Andersen alla Enron, cfr. MACEY (2002), p. 754 ss.

società di revisione offrire alla propria clientela servizi complementari (*non-audit*) rispetto all'attività principale (*audit*)²¹.

La fenomenologia del conflitto manifestatasi nel corso dei crack finanziari ha fatto emergere una connivenza tra emittente e revisore per il connubio tra *auditing* e *consulting*, per gli intrecci con i committenti dell'*audit* che avevano eroso l'obiettività dei revisori, indotti a privilegiare la stabilità del rapporto con il controllato rispetto all'interesse alla conservazione di una buona reputazione.²² Il peso predominante del lucro derivante da altre prestazioni (soprattutto fiscali e di consulenza) si è tradotto in una commistione di rapporti che ha affievolito il carattere di terzietà della revisione²³. La medesima problematica si è verificata in Italia, dove – come si dirà di seguito – il requisito dell'esclusività dell'oggetto sociale non ha impedito di fatto la prestazione congiunta di servizi, dalla quale è conseguito un forte rischio che il revisore fosse catturato dal cliente e tradisse gli interessi dei risparmiatori, soggetti terzi rispetto al rapporto contrattuale di revisione, ma interessati alla sua corretta esecuzione²⁴.

²¹ Cfr. *ex multis* CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), pp. 9-10, dove si delineano due principali fenomenologie del conflitto derivanti dalla prestazione congiunta di servizi *audit* e *non audit*. Quello più comunemente discusso è il conflitto derivante dalla potenziale pressione a cui il revisore preoccupato di non perdere i guadagni derivanti dalla prestazione di altri servizi è sottoposto da parte dell'emittente. L'altro aspetto, più subdolo, è quello che il revisore appartenente ad una società che ha prestato servizi non-audit si trova a dover giudicare la correttezza del lavoro della propria società, il che evidentemente inficia l'obiettività delle proprie valutazioni.

²² Cfr. COFFEE (2002). Utilizzando l'efficace espressione di LA ROSA (2005), p. 191, il servizio di certificazione dei bilanci funge da vero e proprio "cavallo di Troia" per entrare in relazione con la società ed offrire alti tipi di prestazione (consulenze fiscali, legali, analisi finanziarie). La prestazione di attività ulteriori rispetto al servizio di revisione, quali ad esempio la consulenza fiscale e societaria, la tenuta dei libri contabili, l'*outsourcing* della funzione di controllo interno, la progettazione di servizi informatici di *audit* o la redazione di perizie in occasione di operazioni sul capitale, rendono di fatto il revisore parte attiva nelle scelte amministrative e gestionali della società soggetta al controllo; tale circostanza non può non minare l'obiettività di un giudizio che finisce per essere fornito su quanto suggerito dal controllore stesso.

²³ Negli Stati Uniti il conflitto si è manifestato principalmente come problema di *agency* nel rapporto tra la società di revisione e colui che operava per essa (socio-revisore). In particolare, l'interesse della società di revisione a mantenere una buona reputazione sul mercato configgeva con l'interesse del socio-revisore a massimizzare i propri redditi personali, redditi parametrati ai servizi (sia di revisione che di consulenza) prestati agli emittenti. Ad aggravare il problema intervennero nel corso degli anni novanta i nuovi meccanismi retributivi dei *manager* basati sulle *stock-option*, in conseguenza dei quali i *manager* avevano incentivi fortissimi a manipolare il prezzo delle azioni della propria società per guadagnare in sede di esercizio delle opzioni. In questa situazione, i *manager* nutrivano un notevole interesse a "corrompere" i revisori con la richiesta di servizi aggiuntivi; v. FERRARINI, GIUDICI (2006-II), p. 132, che riportano il caso di David Duncan, socio di Arthur Andersen e responsabile della revisione di Enron. Di conseguenza, per anni i responsabili della Arthur Andersen avevano legittimato i bilanci della Enron senza sollevare rilievi sulla correttezza delle operazioni, consentendo l'esclusione delle SPE dall'area del consolidamento e partecipando materialmente alla distruzione di documenti contabili. Tale connivenza è stata attribuita, tra l'altro, al fatto che il controllore si è trovato a dover verificare la correttezza di complesse transazioni da esso stesso suggerite nel corso della prestazione di una più remunerativa attività di consulenza; inoltre Enron rappresentava il principale cliente della Arthur Andersen a Houston; cfr. PARTNOY (2003), p. 334 ss.; KROGER (2005), p. 85 ss.; BENEDETTO E DI CASTRI (2005) p. 230 ss. Enron era inoltre il principale cliente della Arthur Andersen a Houston

²⁴ Nel caso Parmalat sono infatti emerse le responsabilità della Grant Thornton Italia, la cui redditività era determinata quasi esclusivamente dal rapporto con la Parmalat, e del revisore principale Deloitte & Tosche; cfr. LUCHENA (2005), p. 1096 e PRESTI (2005), p. 302 ss.

È questo, infatti, il nodo centrale della questione del conflitto di interessi nella revisione contabile: l'indipendenza del controllore rispetto al controllato, che è problema sotto molti aspetti diverso dal conflitto di interessi nel rapporto tra intermediario mobiliare e cliente. Sebbene si tratti in ambedue i casi di neutralizzare le inefficienze derivanti dalla compresenza di interessi che possono incidere sul corretto svolgimento di un servizio, la differenza tra le due situazioni sta nel fatto che la relazione tra società di revisione e l'emittente non presenta i medesimi elementi di affidamento e fiduciarità tipici della relazione tra intermediario e cliente. Il revisore non svolge un'attività in senso stretto nell'interesse del proprio cliente (l'emittente); anzi la dottrina non manca di sottolineare come la revisione legale possa addirittura considerarsi svolta "contro l'interesse del cliente"²⁵.

Non a caso, originariamente le società di revisione si affermarono per la difesa di grandi investitori e da essi venivano remunerati per controllare l'attività delle imprese in cui avevano investito e solo in un secondo momento, con la diffusione dell'azionariato, si impose alle società che facevano ricorso al pubblico risparmio di pagare esse stesse il costo di quel controllo esterno²⁶.

A ben vedere, il controllo legale dei conti si svolge sulla base di un contratto tra emittente e revisore imposto nell'interesse di terzi. Il rapporto tra revisore e coloro che fanno affidamento sulla certificazione svolta da questo, ossia gli investitori, non è diretto, bensì è "più lontano": si svolge, secondo dottrina maggioritaria, sul piano extracontrattuale²⁷. In conclusione, il revisore non agisce se non latamente per conto e nell'interesse dell'emittente; piuttosto presta un

²⁵ Così BUSSOLETTI (2002), p. 870.

²⁶ Cfr. DI NANNI (2005), p. 144.

²⁷ La responsabilità della società di revisione nei confronti dei terzi estranei al contratto di conferimento dell'incarico è considerata da dottrina e giurisprudenza quasi unanimi rivestire natura extracontrattuale, cfr. MONTALENTI (1994), p. 655 ss. che commenta la sent. del Trib. di Milano del 18 giugno 1992; più ampiamente sulla responsabilità nella revisione contabile si vedano le recenti monografie di BARCELLONA (2003), BUTA (2005) e CASADEI (2000). Il dato normativo di riferimento è l'art. 164 del TUF, che richiama la responsabilità dei revisori in una duplice accezione, contrattuale ed extracontrattuale, ai sensi dei commi 1 e 2 (la disposizione era presente anche nella precedente disciplina). In particolare, per quanto concerne la responsabilità contrattuale il legislatore richiama l'art. 2407, comma 1, c.c. relativo alla responsabilità dei sindaci; mentre il comma 2 si riferisce alle ipotesi di inadempimento e di fatto illecito quali fonte di responsabilità a carico delle persone fisiche, i c.d. responsabili della revisione, in solido con la società; considerata la laconicità della norma speciale, che si limita a richiamare entrambe le fonti di responsabilità, la dottrina e la giurisprudenza hanno configurato in capo alle società di revisione, nell'ambito della revisione obbligatoria, una generale responsabilità aquiliana nei confronti del pubblico dei risparmiatori, riconducendo i fatti illeciti di cui all'art. 164 del TUF al principio generale del *neminem laedere* ex art. 2043 c.c.; cfr. ulteriormente DI MARCELLO (2003) p. 449 ss.; ADDANTE (2003), p. 542 ss., che commenta Cass. Civ., Sez. III, 18 luglio 2002, n. 10403; DI NANNI (2005), p. 161, osserva che il riferimento all'art. 2043 c.c. presenta l'inconveniente processuale che l'attore deve provare il dolo o la colpa del revisore, prova certamente non agevole; da qui la proposta di facilitare l'azione attraverso la *class action*. Sulla responsabilità delle società di revisione nel controllo legale dei conti di gruppo, v. SALAFIA (2005), p. 421 ss. e RINALDI (2006), p. 1474 ss. Sui problemi di inquadramento della responsabilità del revisore nell'ambito della revisione volontaria, v. DI MARCELLO (2003) p. 452 ss., il quale ripercorre sinteticamente le varie teorie che hanno ricondotto tale responsabilità all'art. 2043 c.c.

servizio che si concreta in un'attività di monitoraggio in favore di terzi estranei al rapporto contrattuale, i risparmiatori appunto. In ogni caso, il servizio offerto dal revisore è essenziale per il corretto dispiegarsi dei meccanismi di mercato e particolarmente per la formazione di prezzi in grado di permettere un'efficiente allocazione delle risorse.

Questa relazione che si instaura tra revisore e risparmiatore, e tra revisore ed emittente non permette di qualificare il problema dell'opportunità del revisore in termini analoghi al conflitto di interesse dell'intermediario mobiliare, in quanto o non esiste un rapporto contrattuale – come è nel caso dei risparmiatori – o non si ravvisa un conflitto tra l'interesse di una parte con quello dell'altra di cui si è portatori.

Il problema è semmai rovesciato: è, cioè, quello di evitare una collusione tra le parti del contratto. L'acquirente istituzionale del servizio di revisione non è tendenzialmente interessato alla miglior combinazione di qualità / prezzo, ma solo a minimizzarne i costi ed eventualmente estrarne benefici privati²⁸. Siamo di fronte perciò ad un fenomeno in un certo senso opposto a quello del conflitto dell'intermediario: non si tratta di cercare incentivi che allineino gli interessi del revisore con quello della controparte contrattuale, bensì di garantire autonomia di giudizio al primo in quanto istituzionalmente chiamato a vigilare sull'operato del secondo²⁹.

Tuttavia, nonostante queste differenze strutturali nel rapporto che viene ad instaurarsi tra emittente, investitori e revisore rispetto a quello che sorge tra l'intermediario e clienti, il problema economico derivante dalla presenza di conflitti di interesse presenta delle similitudini. Particolarmente, in ambedue i casi, la sussistenza di un interesse ulteriore rispetto alla semplice corresponsione della remunerazione per il servizio prestato o da prestare crea incentivi perversi che possono allontanare la condotta dell'un operatore dall'ottimo e favorire l'opportunità. In termini giuridici si tratta del medesimo fenomeno della presenza di motivi diversi dalle ragioni individual-economiche riflesse nella causa del contratto, motivi che possono indurre una parte a tenere un comportamento scorretto. L'ulteriore difficoltà in questo caso risiede nel fatto che la controparte non ha nessun interesse a “scovare la pecca”, anzi ha forti incentivi a favorirla. Chi avrebbe interesse a reprimere la scorrettezza è l'investitore, che però non ha un rapporto contrattuale diretto con il revisore e che, in un contesto di mercato

²⁸ Così PRESTI (2005), p. 303.

²⁹ Così ad esempio si esprime la Commissione Europea nel Libro Verde sui revisori contabili emanato nel 1996: “*I revisori devono essere indipendenti e agire separatamente dalla direzione aziendale e dagli organi di supervisione dei loro clienti*”. Sui diversi problemi che presenta l'indipendenza in relazione alla revisione volontaria, v. BUSSOLETTI (2002), p. 863 ss.

aperto con strumenti finanziari diffusi presso il pubblico, soggiace ai noti problemi di azione collettiva.

Negli Stati Uniti la miopia dei controlli contabili è stata ulteriormente favorita da un generale abbassamento dei presidi di deterrenza occorso a partire dalla metà degli anni Novanta, a seguito di talune pronunce della Suprema Corte e dell'entrata in vigore del *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995 e, successivamente, del *Securities Litigation Uniform Standard Act* del 1998, con cui, in seguito a contenziosi “faraonici” e massicce *class action* che avevo indotto le allora *Big Six* ad una sovraesposizione risarcitoria, il principio della responsabilità solidale dei revisori (e più in generale dei cd. *secondary defendant* quali le banche di investimento e gli studi legali) venne sostituito con quello della responsabilità parziaria. In particolare, a seguito della suddetta legge federale, le società di revisione sono chiamate a rispondere solo *pro rata* dei danni subiti dagli investitori a seguito delle frodi finanziarie da esse non rilevate, ossia per la quota di danni che sia loro concretamente imputabile³⁰. Il declino dell'esposizione risarcitoria di questi operatori, accoppiata con gli ampi margini di opportunità di guadagno conseguenti alle frodi accresciute da un mercato particolarmente pronò

³⁰Si noti inoltre che a seguito della decisione presa nel caso *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164, 175–78, 191 (1994) secondo cui la Rule 10b-5 relativa alle frodi è inapplicabile nei confronti di coloro che si sono limitati ad “*aiding and abetting*” la frode, è ancora più difficoltoso esercitare un'azione di responsabilità nei confronti dei revisori. Questo alleggerimento della responsabilità civile si giustifica dalla facilità con cui nell'ordinamento statunitense i risparmiatori erano in condizione di esercitare l'azione civile anche nei confronti dei c.d. *secondary defendant* e dalle conseguenti onerose transazioni che ne erano derivate negli anni passati, soprattutto nei casi in cui la frode era commessa da un emittente fallito e dunque incapiente. Il nuovo regime di responsabilità può tuttavia determinare problemi di *moral hazard*, per i quali si rimanda allo studio di CUNNINGHAM (2006) (che propone un sistema del tutto innovativo per cui gli emittenti dovrebbero assicurarsi contro le violazioni contabili, così che a pagare i servizi di revisione sarebbero le compagnie di assicurazioni anziché le società). In generale, sulla responsabilità civile dei revisori ai sensi della normativa statunitense cfr. DUMAIN (2007); DEVALERIO, DONOVAN-MAHER, SMITH (2007). Anche lo *UK Companies Act 2006* ha introdotto un regime di limitazione di responsabilità per i revisori contabili, cfr. BUSH, FEARNLEY, SUNDER (2007). L'eccesso di deterrenza in questi ordinamenti di *common law* rendeva quantomeno ragionevole introdurre un cambiamento di rotta in materia di responsabilità civile dei revisori contabili, cambiamento che in ordinamenti – come il nostro - in cui il contenzioso nei confronti delle società di revisione è scarsissimo, non potrebbe trovare analogia giustificazione. Cfr. PARDOLESI E PORTOLANO (2001); SACCHI LODISPOTO (1997) p. 670, il quale evidenzia le difficoltà dietro il procedimento di allocazione delle colpe contemplato nella riforma statunitense del 1995, che “è, in questo campo, particolarmente difficile, quando addirittura non del tutto arbitrario”. In effetti, anche nel nostro paese al momento di introdurre il TUF si è discusso dell'opportunità di seguire l'esempio statunitense, soprattutto a seguito delle indicazioni comunitarie espresse nel Libro Verde della Commissione Europea, *Il ruolo, la posizione, le responsabilità del revisore legale dei conti nell'Unione Europea* del 28.10.1996 che invitavano a prendere in considerazione un regime di limitazione di responsabilità del revisore ad un importo commisurato al grado di negligenza. A ragione, a mio parere, il dibattito si è concluso in senso negativo, anche per quanto concerne l'alternativa di istituire dei massimali all'ammontare del risarcimento, eventualmente rapportato ad un multiplo del compenso ricevuto dal revisore, per cui nessuna limitazione di responsabilità delle società di revisione è stata introdotta nel TUF; il dibattito è ricostruito da VALENSISE (1998), p. 887. Per VELLA (2001), p. 35, sarebbe opportuno riflettere ancora sull'esigenza di trovare un equilibrio, per quanto difficile, “tra gli indubbi “vantaggi disciplinari” della responsabilità civile nella tutela del valore della disclosure, e una ragionevole distribuzione del rischio nella produzione e trasmissione delle informazioni al mercato”; PRESTI (2007), p. 166 ss. invece, dopo aver comparato i regimi di responsabilità e le relative limitazioni dei maggiori ordinamenti finanziari e particolarmente quello statunitense, conclude che per l'Italia non si è assistito ad una corsa all'azione contro le società di revisione e che non vi siano sufficienti elementi per giustificare l'introduzione di un'eccezione alle regole ordinarie sulla responsabilità civile (p. 178).

a bolle speculative, hanno secondo taluni Autori favorito l'acquiescenza nei confronti delle società revisionate.

1.3 Il conflitto di interessi di analisti finanziari ed agenzie di rating

Gli analisti finanziari e le agenzie di rating assolvono l'importante funzione di ridurre l'asimmetria informativa presente sul mercato mobiliare elaborando e semplificando le informazioni finanziarie in valutazioni, studi, raccomandazioni e giudizi di rating che vengono presi in considerazione dagli operatori di mercato nell'effettuare le proprie scelte allocative. Il ruolo di tali istituzioni all'interno del mercato finanziario è dunque particolarmente utile nell'indirizzare le scelte dei risparmiatori verso investimenti efficienti, assicurando in questo modo sia un corretto funzionamento del mercato finanziario che la crescita dell'economia reale nel suo complesso³¹.

La patologica esposizione a conflitti di interesse di tali *gatekeepers* può pregiudicare l'oggettività e l'imparzialità dell'informazione da essi diffusa, innanzitutto quando risultino strutturalmente o economicamente collegati con intermediari finanziari o gruppi polifunzionali che operano nell'interesse dell'emittente. In queste circostanze, il problema dell'indipendenza nell'elaborazione e distribuzione delle informazioni finanziarie discende dall'intreccio tra emittenti, collocatori e consulenti esterni, in termini non dissimili da quelli di qualunque altro intermediario polifunzionale³².

³¹ Sul ruolo degli analisti finanziari come "quasi-agent", in quanto operatori che agiscono anche nell'interesse degli investitori, e su una casistica delle principali ipotesi di conflitto di interessi, cfr. FISCH, SALE (2003), p. 1040 ss. Il ruolo delle agenzie di rating è inoltre destinato a crescere in ragione degli effetti del Nuovo Accordo di Basilea (c.d. Basilea 2), approvato nel giugno 2004, che prevede l'uso del rating per calcolare i requisiti patrimoniali delle banche a fronte del rischio di credito specifico di ciascun singolo prestatore; cfr. LINCiano (2005), p. 181. Le banche che non possono o non vogliono utilizzare metodologie di rating interne potranno avvalersi del metodo c.d. Standard che permette alle banche di calcolare il requisito patrimoniale utilizzando le valutazioni assegnate ai prestatori dalle agenzie di rating. Sulle metodologie di calcolo previste da Basilea 2, v. BOCCHI E LUSIGNANI (2004), p. 367 e ss. e CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), p. 46.

³² Ad esempio, nell'ambito dell'analisi finanziaria il rischio è che chi produce lo studio si trovi in conflitto di interessi con i destinatari del medesimo in ragione del ruolo da essi svolto in occasione di operazioni particolari, quali IPO, OPV o fusioni/scissioni (perché ad esempio hanno operato come *sponsor*, *global coordinator*, *lead manager*, membro del consorzio di collocamento, *advisor*, ecc.) o perché operi anche in qualità di *specialist* sui titoli oggetto dello studio o detenga delle posizioni su questi; cfr. FABRIZIO (2002), p. 169. In generale, la polifunzionalità, sebbene offra indubbi vantaggi, presenta il rischio che i singoli comparti dell'intermediario possano essere condizionati da altri comparti o strategie sovraordinate, ai danni di una parte della clientela, cfr. PLATTNER (2002), p. 4; CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), p. 13 ss.; e WHITE (2004), p. 3 ss.; SULLIVAN (2001), p. 417 ss.; ZHANG (2007), p. 576 ss. A tale riguardo, si rinvia alle analisi già ampiamente condotte nel capitolo II.

Il caso tipico a questo proposito è quello dell'analista finanziario che opera nell'ambito di un gruppo (i c.d. *sell-side analyst*)³³ che combina all'attività di ricerca il collocamento del titolo oggetto dello studio.³⁴ Il conflitto di interessi si manifesta come un incentivo dell'analista a raccomandare l'acquisto del titolo a prescindere dalla qualità dello stesso, in quanto l'intermediario nel suo complesso è interessato, sotto il profilo economico e reputazionale, alla buona riuscita dell'operazione di *underwriting*.³⁵ Anche a considerare che un mercato maturo è in grado di scontare nel prezzo la minore attendibilità di uno studio condotto da un analista collegato all'*underwriter* rispetto a quello emesso da uno indipendente³⁶, permane la difficoltà per gli operatori, anche i più consapevoli, di discriminare tra gli studi che contengono consigli validi da quelli effettivamente affetti dal conflitto. Tale difficoltà determina un fenomeno di selezione avversa che potrebbe portare gli analisti virtuosi ad operare nell'interesse della loro divisione di *corporate finance* o di produrre studi di scarsa qualità, in quanto il mercato non sarebbe in grado di premiare un loro diverso comportamento improntato alla correttezza.³⁷

Più in generale, la circostanza che un emittente sia contemporaneamente cliente dell'istituzione presso cui opera l'analista o il valutatore ed oggetto di studi o di rating incide sull'autonomia e sull'indipendenza del giudizio fornito al mercato, in quanto evidentemente quel giudizio è portatore di conseguenze

³³ I più noti a livello mondiale sono Merrill Lynch, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Goldman Sachs e Lehman Brothers, i quali offrono servizi quali *corporate finance*, *brokering*, *investment banking* e *securities analysis*, cfr. DI CASTRI (2004), pp. 483-484.

³⁴ Sulle economie di scala e di scopo che rendono razionale la prestazione congiunta di attività di analisi finanziaria, collocamento e *market making*, v. per tutti il CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), p. 13 ss.

³⁵ In aggiunta, gli analisti sono spesso parte integrante del team di *investment banking* che segue l'IPO e partecipano ai *roadshows* con gli investitori, cfr. DI CASTRI (2004), p. 485.

³⁶ Si noti tuttavia che l'assunto è tutt'altro che pacifico, considerato che secondo parte della letteratura economica la superiorità informativa delle banche d'investimento comporta che le analisi da esse condotte siano più accurate rispetto a quelle di analisti non affiliati, cfr. quanto riportato da CERVELLATI, DELLA BRINA (2004), p. 368.

³⁷ Studi empirici condotti negli Stati Uniti sembrerebbero confermare queste conclusioni, come riportano WHITE (2004), p. 4 ss. e FABRIZIO (2002), p. 163 ss. Questo secondo Autore ha inoltre condotto uno studio empirico sul mercato italiano dal quale è risultata la tendenza degli analisti finanziari collegati all'emittente a fornire consigli eccessivamente ottimistici, per la maggior parte di tipo "buy" e ad astenersi, salvo casi eccezionali, dal produrre consigli di tipo "sell", ossia previsioni negative; emerge un'operatività degli analisti sul titolo oggetto di analisi in senso opposto al consiglio fornito nel momento che precede la diffusione e poi, successivamente, in senso contrario. Sembrerebbe dunque alquanto comune il fenomeno per cui gli studi degli analisti finanziari vengano utilizzati per "pilotare" l'operatività della clientela e per porre in essere comportamenti devianti. In conclusione, l'Autore suggerisce l'opportunità di adottare, anche eventualmente a livello autoregolamentare, una serie di misure di trasparenza volte a prevenire lo sfruttamento di conflitti di interessi. Anche dallo studio condotto da CERVELLATI, DELLA BRINA (2004), p. 485, p. 367 ss., emerge la tendenza degli analisti dell'*underwriter* ad emettere raccomandazioni più positive rispetto ad analisti non affiliati e la performance nel medio-lungo periodo delle società raccomandate da analisti affiliati è significativamente peggiore rispetto a quelle dei non affiliati. Queste evidenze sembrerebbero confermare l'ipotesi della rilevanza del conflitto di interessi, mentre non risultano coerenti con la tesi della superiorità informativa (v. nt. precedente).

significative anche sull'altro rapporto d'affari³⁸. Si tenga presente inoltre che, per via della crescente riduzione dei margini di guadagno offerti dalle attività di produzione di analisi e giudizi di rating rispetto ad altri servizi nell'ambito dell'agglomerato finanziario, analisti e società di *rating* possono essere soggetti alle forti pressioni di altri settori del business che rappresentino la fonte primaria di guadagno³⁹. Il fenomeno si spiega con la circostanza che l'informazione è un bene pubblico, di cui è difficile garantire l'esclusivo godimento, come anche di stabilirne il prezzo; di fatti gli analisti *sell-side* di solito distribuiscono gratuitamente studi e ricerche ai propri clienti istituzionali⁴⁰.

Un ulteriore motivo di conflitto è rintracciabile negli schemi di remunerazione distorsivi di dipendenti responsabili degli studi o della valutazione del merito di credito, essendo in passato usuale agganciare per prassi la retribuzione di questi non solo alla qualità dello studio effettuato, ma anche al contributo in termini di fatturato ottenuto dal ramo dell'*investment banking* o comunque vincolarla all'indotto generato da altre attività dell'intermediario.⁴¹

Per le agenzie di rating, oltre che dalla polifunzionalità del gruppo di appartenenza⁴², il conflitto origina, come evidenziato anche da uno studio della SEC successivo agli scandali finanziari americani⁴³, dalla circostanza che la

³⁸ Similmente ha quanto abbiamo già evidenziato per le società di revisione, gli analisti e le agenzie di rating potrebbero essere interessate ad alterare il risultato delle loro analisi e favorire l'emittente in vista di futuri incarichi.

³⁹ In particolare, come evidenziato in CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), nell'ambito del servizio di analisi finanziaria, sotto un profilo economico, il conflitto è tra l'interesse dell'emittente a che il proprio titolo riceva una raccomandazione positiva e quello degli investitori ad ottenere uno studio sul titolo che sia obiettivo e neutrale. Quando l'attività di collocamento e *corporate finance* è più remunerativa rispetto all'altro lato del business, l'analista sarà tentato di fornire raccomandazioni distorte e favorire l'emittente. Similmente, per quanto riguarda le agenzie di rating e ripercorrendone la storia, il Rapporto evidenzia come, a partire dagli anni '70, le più importanti agenzie di rating abbiano iniziato a ricevere il corrispettivo per il servizio di valutazione del merito di credito da parte degli emittenti, e non più – come era originariamente – dagli investitori che intendevano sottoscrivere i titoli. La ragione è nel fenomeno del *free riding* che si verifica una volta emesso un rating: il giudizio circola (in quegli anni il fenomeno iniziava ad avere proporzioni sempre più grandi per via del diffondersi dell'uso delle copie fotostatiche) tra gli investitori tutti, anche quelli che non hanno pagato per il servizio. In quanto la valutazione del merito di credito è un bene pubblico, costoso da produrre e difficile da godere in via esclusiva, il rischio è che se ne produca una quantità inferiore al livello ottimale, salvo sviluppare una qualche differente modalità di finanziamento del servizio. E così è stato: poiché, in una situazione di forte asimmetria informativa che ostacola la compravendita, anche gli emittenti hanno interesse a che venga emesso un rating del proprio titolo, il servizio cominciò ad essere remunerato da essi stessi e questa modalità di finanziamento è infine prevalsa (v. p. 45).

⁴⁰ Cfr. CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), pp. 15.

⁴¹ Cfr. CACCHI PESSANI (2003), p. 775, DI CASTRI (2004), p. 485 e soprattutto la dettagliata analisi contenuta in CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), p. 14 ss.

⁴² Questo profilo dell'appartenenza ad un gruppo polifunzionale rileva ad esempio per la Standard & Poor's che è affiliata alla McGraw Hill.

⁴³ Il rapporto della SEC, commissionato dal Congresso con l'adozione del *Sarbanes-Oxley Act* (Sez. 702) e intitolato *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Market*, è stato pubblicato nel gennaio 2003 ed è disponibile sul sito www.sec.gov. Nel rapporto si affrontano alcune questioni fondamentali, tra cui il ruolo delle agenzie di rating, il problema delle pratiche anticompetitive riscontrate nella loro attività ed il tipo di vigilanza necessario per questo tipo di istituzioni. All'esito dello studio, la SEC non ha ravvisato elementi di gravità tale da far ritenere necessario modificare la normativa sulle agenzie di rating in vigore, sebbene l'Autorità si sia riservata di approfondire ulteriormente la

remunerazione per l'opera prestata è corrisposta direttamente dagli emittenti il cui merito di credito è valutato⁴⁴. Quindi, per le agenzie di *rating* si ripropone una dinamica del conflitto che unisce al problema della polifunzionalità quello, che abbiamo evidenziato sussistere per le società di revisione, relativo al rischio di collusione tra valutatore e valutato.⁴⁵

Inoltre, al di là dei problemi derivanti dall'appartenenza ad un gruppo polifunzionale, le agenzie di *rating* stanno sempre più espandendo l'offerta di servizi diversi dalla valutazione del merito di credito, quali la consulenza e il *credit assessment* (ossia la valutazione preliminare degli effetti sul *rating* che potrebbero avere determinate operazioni straordinarie o un incremento dell'indebitamento). Tale fenomeno, accresciutosi a seguito dei nuovi divieti imposti ai revisori contabili⁴⁶, favorisce la prestazione da parte delle agenzie di *rating* di servizi che possono ulteriormente incidere sulla loro autonomia di giudizio.

Infine, come per il caso dei revisori contabili, il conflitto di interessi è aggravato dall'elevato livello di concentrazione del mercato, naturale conseguenza da un lato delle forti economie di scala e di scopo presenti nel settore della produzione dei *rating*⁴⁷ e dall'altro di una politica di barriere all'entrata per lungo tempo favorita dalle politiche statunitensi. Il risultato finale di questo connubio di fattori è stato che il numero delle agenzie di *rating* che si sono imposte a livello globale si contano sulle dita di una mano⁴⁸.

questione (la normativa è stata infatti modificata nel 2006, v. infra). Come si dirà nei paragrafi successivi, il medesimo approccio è stato seguito anche in sede IOSCO ed in ambito comunitario, ed è poi conseguentemente confluito nel nostro ordinamento. Sul tema cfr. PINTO (2006), p. 342 ss.

⁴⁴ In economia il fenomeno è riconosciuto come "*issuer fee model of financing*". Questa prassi ha preso l'avvio all'inizio degli anni '70 negli Stati Uniti, in conseguenza della ridotta disponibilità da parte degli investitori di remunerare le agenzie di *rating* per il loro servizio; cfr. CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), pp. 44-45.

⁴⁵ Un interessante studio che analizza il conflitto di interessi delle società di *rating* sulla base di evidenze empiriche è quello di FROST (2006).

⁴⁶ Così TONELLO (2005), p. 932.

⁴⁷ Come sottolineato in CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), p. 42 ss., le agenzie di *rating* operano come "*delegated monitors*" per chi detiene o intende acquistare titoli di debito. Le economie di scala e di scopo che si ottengono nel centralizzare questa attività su agenzie esterne possono essere spiegate e riassunte nella circostanza che esse operano come istituzioni: (i) specializzate ed esperte, in grado di dedicare risorse specificatamente a questa attività; (ii) capaci di ottenere più facilmente accesso ad informazioni non disponibili alla generalità degli investitori; e (iii) se indipendenti, in grado di generare giudizi credibili. L'uso del *rating* da parte di una pluralità di investitori è più efficiente in quanto evita una duplicazione di attività e gli emittenti preferiscono, in quanto è meno dispendioso, fornire informazioni di dettaglio ad un numero ridotto di soggetti, anziché a ciascun investitore attuale e potenziale.

⁴⁸ Questo aspetto è messo ben in evidenza da TONELLO (2005), p. 931 ss., che sottolinea come il carattere oligopolistico del mercato del *rating* vede una concentrazione della proprietà essenzialmente negli Stati Uniti, che – in una logica protezionistica – a partire dagli anni '70 hanno favorito la nascita di una elite di "organizzazioni di *rating* statistiche riconosciute a livello nazionale" (NRSRO), assegnandone lo status ad un numero ristretto di operatori statunitensi o, nel caso di Fitch, con una significativa presenza negli Stati Uniti. Attualmente la qualifica è riconosciuta solamente alle statunitensi Moody's Investor Service, Standard & Poor's (una divisione della McGraw Hill Companies, Inc.), la francese Fitch Ratings, la canadese Dominion Bond Rating Service Ltd. E, dal marzo 2005, l'americana A.M. Best Company, specializzata nel settore assicurativo. V. anche CROCKET, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003), p. 46.

2. *L'indipendenza della revisione contabile secondo lo IOSCO*

Tra le primissime iniziative dello IOSCO susseguitesi agli scandali sul mercato statunitense vi è stata l'elaborazione da parte del Comitato Tecnico nell'ottobre 2002 dei *principi concernenti l'indipendenza dei revisori* (“*Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*”, dell'ottobre 2002)⁴⁹. Lo standard è stato approvato anche dall'organo plenario dello IOSCO, il *Presidents Committee*, nell'ottobre 2003.

Il tema era stato precedentemente trattato, sebbene in termini generalissimi, negli *Objectives and Principles of Securities Regulation*, dove è indicato che una buona regolamentazione mobiliare dovrebbe garantire: (i) la verifica indipendente dei documenti contabili, nonché il rispetto dei principi contabili attraverso revisori esterni; (ii) una revisione condotta secondo standard accettati internazionalmente; (iii) la presenza di regole volte a garantire l'indipendenza dei revisori; (iv) meccanismi che assicurino il rispetto degli standard di revisione e contabili. I Principi costituiscono per lo IOSCO un'interpretazione ed una specificazione di quanto già raccomandato negli *Objectives and Principles of Securities Regulation*.⁵⁰

Con i Principi, lo IOSCO ha inteso fornire raccomandazioni circa le modalità attraverso cui favorire l'indipendenza dei revisori e conferire credibilità alle informazioni finanziarie presenti sul mercato.⁵¹ In particolare, i Principi raccomandano:

- (i) l'adozione di requisiti più rigorosi per quanto concerne la prevenzione, la gestione e la trasparenza dei conflitti di interesse⁵². Lo IOSCO riconosce

⁴⁹ I principi sull'indipendenza dei revisori sono stati emanati contestualmente ad ulteriori principi, sempre elaborati dal Comitato Tecnico, concernenti la vigilanza sulle società di revisione (*Principles for Audit Oversight*, ottobre 2002), nei quali si raccomanda (v. princ. II) la vigenza di: “*A mechanism to require that auditors are independent of the enterprises that they audit, both in fact and in appearance. Effective standards, regular assessments, and regulatory oversight generally increase the likelihood that independence is maintained.*”

⁵⁰ Cfr. parr. 1-2 dei Principi sull'indipendenza dei revisori.

⁵¹ Nell'introduzione lo IOSCO considera l'importanza del ruolo dei revisori contabili ai fini di un corretto funzionamento dei meccanismi di allocazione delle risorse finanziarie e riconosce che: “*Strengthened independence standards that, to the extent possible within the constraints of national laws, are consistent internationally, are a necessary element in reassuring the investing public that auditors are in a position to exercise objective judgment in concluding on management's representations in an entity's financial statements.*” (v. par. 5).

⁵² Il principio è statuito ai parr. 6 e 7 (6. *Auditors of listed entities should be independent, both in fact and in appearance, of the entity being audited. 7. Standards of independence for auditors of listed entities should be designed to promote an environment in which the auditor is free of any influence, interest or relationship that*

che la semplice previsione di regole volte a garantire l'indipendenza non è sufficiente a tutelare gli investitori. Conseguentemente, si considera opportuno introdurre: (a) specifici divieti di svolgere attività o mantenere relazioni che minano l'indipendenza; (b) obblighi a carico delle società di revisione di istituire procedure di controllo interno in grado di monitorare, identificare e porre rimedio a situazioni che ne compromettono l'indipendenza⁵³; (c) obblighi a carico delle società di revisione di identificare e valutare ogni ostacolo significativo o potenzialmente significativo all'indipendenza, incluso quelli derivanti da relazioni con l'emittente precedenti la nomina, nonché di documentare le misure applicate dal revisore per mitigarne i relativi rischi⁵⁴;

- (ii) l'istituzione di forme di controllo esterne da parte di un organismo indipendente conformemente ai *Principles for Auditor Oversight* (emanati dallo IOSCO nell'ottobre 2002)⁵⁵;
- (iii) la nomina dei revisori da parte di un organo interno all'emittente, ma indipendente dal suo management, che agisca nell'interesse degli investitori (es. *audit committee*); l'organo deve essere anche responsabile di: (a) vigilare sull'attività dei revisori, (b) relazionarsi con i revisori nel corso del rapporto; (c) valutare l'adeguatezza dei compensi da corrispondere ai revisori; (d) discutere regolarmente con i revisori e risolvere ogni questione insorta (sia relativamente al controllo dei conti, che all'indipendenza), senza coinvolgere in alcun modo il management; (e) stabilire procedure e politiche interne (es. previa approvazione dal parte dell'*audit committee*) che disciplinino le circostanze in cui possono concludersi contratti per la prestazione di servizi *non audit* non vietati, nonché vigilare affinché il management rispetti quelle politiche e quelle procedure; (f) informare gli azionisti delle politiche e delle procedure

might impair professional judgment or objectivity or, in the view of a reasonable investor, might impair professional judgment or objectivity) ed ulteriormente specificato nei parr. 8-11.

6. *Auditors of listed entities should be independent, both in fact and in appearance, of the entity being audited.* 7. *Standards of independence for auditors of listed entities should be designed to promote an environment in which the auditor is free of any influence, interest or relationship that might impair professional judgment or objectivity or, in the view of a reasonable investor, might impair professional judgment or objectivity.*

⁵³ Nel par. 11 il Comitato Tecnico ravvisa nel "*Code of Ethics for Professional Accountants of the International Federation of Accountants*" lo standard da prendere a riferimento per valutare le situazioni che possono compromettere l'indipendenza del revisore. I principali fattori che ostacolano l'indipendenza dei revisori sono identificati nel par. 11 e 12 dei principi: "*self-interest; self-review; advocacy; familiarity; and intimidation.*" Inoltre, ai sensi del par. 13, la disciplina dell'indipendenza deve identificare: "*appropriate safeguards that the auditor should implement in order to mitigate threats to independence that arise from permissible activities and relationships.*"

⁵⁴ Cfr. par. 15 dei principi.

⁵⁵ Cfr. nt. 47.

interne assunte a garanzia dell'indipendenza dei revisori e dei compensi corrisposti a fronte dell'eventuale prestazione di servizi *non audit*⁵⁶;

- (iv) che venga assicurata un'opportuna rotazione delle persone fisiche (particolarmente dei *senior members* del *team*) deputate alla revisione di uno specifico emittente⁵⁷; e
- (v) migliori regole di trasparenza in materia di revoca degli incarichi⁵⁸.

È evidente l'influenza esercitata sugli standard IOSCO dall'ordinamento statunitense, come è confermato dalla circostanza che le raccomandazioni contenute nei Principi sono del tutto analoghe al nuovo sistema di vigilanza introdotto nel luglio 2002 con il *Sarbanes-Oxley Act*, che si muove nella duplice direzione di garantire un monitoraggio più incisivo sulle società di revisione e di accrescerne l'autonomia di giudizio. In particolare, per quanto concerne il primo profilo, la nuova normativa federale ha istituito il *Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)* una *private non profit corporation* che, sotto la supervisione della SEC (*sec. 101-107*), vigila e regolamenta le società di revisione. All'organo, composto da cinque membri nominati dalla SEC, sono stati conferiti ampi poteri ispettivi e sanzionatori, nonché il compito di dettare regole di revisione e principi deontologici. Con il *Sarbanes-Oxley Act* si è inoltre proceduto ad una più intensa separazione tra l'attività di consulenza da quella di revisione attraverso un divieto di svolgere un elenco di servizi accessori nei confronti del committente (*sec. 201-202*).⁵⁹ Infine, a completamento dei requisiti di indipendenza, è stata stabilita la regola della rotazione obbligatoria con cadenza

⁵⁶ Cfr. par. 10, ultimo punto, dei principi. All'*audit committee* sono dedicati anche i parr. dal 18 al 32.

⁵⁷ Cfr. par. 14 dei principi. L'importanza che la rotazione intervenga con riferimento alla persona fisica responsabile della revisione di un dato emittente si giustifica con la circostanza che quel soggetto ha un portafoglio clienti limitato e che il suo status professionale di partner dipende considerevolmente dal mantenimento di quei clienti; questa situazione crea forti incentivi a comportamenti accondiscendenti ed ostacola una verifica reale sulla correttezza delle informazioni di bilancio elaborate dal cliente; cfr. particolarmente KAPLAN (2004), p. 366 e p. 369 ss. dove l'Autore evidenzia tuttavia le ragioni per cui sarebbe importante che la regola della rotazione fosse applicata anche all'intero staff che ha lavorato sulla revisione di un determinato emittente e non, come negli Stati Uniti, al solo partner.

⁵⁸ Cfr. par. 16 dei principi. Nel par. 17 si prende atto che in talune giurisdizioni la revoca è assoggettata all'approvazione preventiva da parte dell'Autorità di vigilanza.

⁵⁹ In materia era già intervenuta la SEC nel 2000 stabilendo: (i) che non poteva essere considerata indipendente la società di revisione che prestava taluni servizi di consulenza all'emittente di cui certificasse anche il bilancio; (ii) un obbligo per le società quotate di indicare il rapporto tra compensi audit e non-audit corrisposti alla società di revisione; (iii) che il comitato di controllo interno della società revisionata dichiarasse sì aver considerato la compatibilità dei servizi di consulenza prestati dal revisore con l'indipendenza dello stesso. V. SEC, *Final Rule: Revision of the Commission's Audit Independence Requirements*, Release No. 33-7919; 34-43602 (Nov. 21, 2000). Il *Sarbanes-Oxley Act* riprende sostanzialmente la lista di attività incompatibili (ampliandola leggermente), vietandone la prestazione nei confronti degli emittenti di cui si certificano i bilanci. La lista dei servizi incompatibili è stata aggiornata dalla SEC, cfr. *Final Rule: Strengthening the Commission's Requirements Regarding Auditor Independence*, Release No. 33-8183; 34-47265 (Jan. 27, 2003) Per una critica all'approccio eccessivamente restrittivo adottato dal legislatore statunitense, in quanto foriero di irragionevoli limitazioni allo sviluppo di economie di scopo, v. WHITE (2004), p. 6 ss.

quinquennale (non della società di revisione, ma) delle persone fisiche responsabili all'interno della società della revisione della certificazione di un certo emittente (*sec. 203*), nonché la nomina, le revoca e il controllo sull'operato della società di revisione ad un apposito comitato (*audit committee*) composto esclusivamente da amministratori indipendenti e dotato di piena autonomia decisionale rispetto al *board* e al *management* dell'emittente (*sec. 301*).⁶⁰

Lo IOSCO ha recentemente condotto delle *survey* per considerare sia i modelli di regolamentazione della revisione contabile adottati negli ordinamenti dei suoi membri (*Survey Report on Regulation and Oversight of Auditors*, dell'aprile 2005), che per valutare l'esistenza a livello locale di restrizioni alla prestazione di servizi accessori diversi ed ulteriori rispetto a quelli di revisione contabile (*A Survey on the Regulation of Non-Audit Services*, del gennaio 2007). Particolarmente rilevante è questo secondo lavoro, che ha il pregio di sottolineare come una rilevante fonte di conflitti per i revisori derivi dalla crescente prestazione all'emittente di servizi accessori ulteriori e più remunerativi rispetto a quello di revisione (c.d. *non-audit services*). Lo IOSCO evidenzia che, sebbene successivamente agli episodi di frode talune giurisdizioni hanno ritenuto opportuno introdurre regimi limitativi a tale riguardo, la presenza di differenti approcci normativi a livello locale comporta problematiche sovrapposizioni disciplinari ogniqualvolta un emittente è quotato in più di un mercato nazionale. L'iniziativa si propone dunque di coadiuvare gli ordinamenti a risolvere questo particolare dilemma e facilitare un maggiore coordinamento delle normative nazionali.

Infine, si richiama che il ruolo dei revisori contabili è riconosciuto anche dall'OCSE che nei *Principles of Corporate Governance* esprime la raccomandazione che venga per essi garantita la più piena indipendenza, anche attraverso l'imposizione di limiti alla prestazione di servizi accessori e con opportuni meccanismi di nomina e revoca. L'OCSE fa poi riferimento ai documenti IOSCO richiamandone *in toto* le conclusioni (cfr. Principio V.C e relativa annotazione).

3. *L'indipendenza del revisore contabile in Italia*

⁶⁰ Su queste misure cfr. KAPLAN (2004), p. 369 ss.; CACCHI PESSANI (2003), p. 751-755.

3.1 *La disciplina previgente*

Come riconosciuto dal Fondo Monetario Internazionale in sede di controllo sulla rispondenza dell'ordinamento italiano agli standard internazionali, il nostro paese è tra i pochi che prevedono una vigilanza pubblica delle società di revisione incaricate di certificare i bilanci delle società quotate.⁶¹ Alla Consob infatti è demandato il compito di vigilare sulle attività delle società iscritte all'albo speciale dei revisori per controllarne indipendenza ed idoneità tecnica. In realtà, con la riforma attuata con il TUF, il legislatore aveva proceduto ad un significativa attenuazione dei controlli contabili e ad un depotenziamento del ruolo di vigilanza della Consob sul rapporto tra società di revisione e società revisionata, determinando quella che è stata definita una vera e propria "privatizzazione" della figura del revisore.⁶²

In particolare, in materia di conferimento e revoca dell'incarico alla società di revisione, alla Commissione era stato sottratto il potere contemplato nella previgente normativa di approvare le relative delibere assembleari, potere sostituito con quello del collegio sindacale di esprimere un previo parere obbligatorio, ma con effetti non vincolanti (v. precedente art. 159 del TUF)⁶³. Similmente, il TUF aveva abrogato la possibilità da parte della Consob di revocare d'ufficio il revisore, con il risultato che l'assemblea era in posizione di porre termine all'incarico in qualunque momento, salva la sussistenza di una giusta causa.⁶⁴

⁶¹ Osservano FERRARINI, GIUDICI (2006-II), p. 165, che caratteristica del nostro sistema è proprio quello di affidarsi alla tutela e alla regolazione pubblica, ostacolando nel contempo l'impiego nei processi civili delle informazioni raccolte nell'ambito dei procedimenti amministrativi, sulla base di esigenze di segretezza che si rifanno a modelli di regolazione ormai superati.

⁶² L'espressione è in FORTUNATO (2006), p. 90 e in MONTALENTI (2004), p. 287. Il processo di "privatizzazione" si è per così dire accentuato con la riforma societaria, in cui la "tipizzazione" dei modelli organizzativi sono scemati a tutto favore del riconoscimento di un maggiore spazio all'autonomia privata. In questo contesto, nota VELLA (2001), p. 24, l'affidabilità delle informazioni fornite al mercato assume una rilevanza centrale e giustifica la necessità di definire rigidi criteri che favoriscano un'attività di auditing non condizionata e quindi più affidabile.

⁶³ Già in una comunicazione del 20 febbraio 1997 la Consob aveva raccomandato che in sede di conferimento e revoca dell'incarico di revisione fosse richiesto "*un parere preventivo del collegio sindacale*". Nel TUF si era imposto tale parere all'art. 159, sostituendolo appunto con il regime di etero-tutela rappresentato dal controllo esterno della Consob. Tale impostazione aveva creato non poche perplessità in dottrina sotto il profilo dell'"affidabilità" dei soggetti incaricati dall'assemblea della revisione dei conti e quindi della tutela effettiva del pubblico dei risparmiatori; cfr. LUCHENA (2005) p. 1090 ss.

⁶⁴ Un'analisi di confronto tra la normativa sulla revisione originaria ed il regime dei controlli contabili introdotto con il TUF e con la legge sul risparmio, v. LUCHENA (2005) p. 1065 ss. Si noti come nella vigenza della disciplina del TUF precedente la legge sul risparmio, la giusta causa della revoca era un requisito la cui valutazione spettava esclusivamente alla società sottoposta a controllo, con la conseguenza che l'unica forma di tutela per la società di revisione esautorata dall'incarico era di richiedere al giudice ordinario l'accertamento dell'inesistenza della giusta causa ed il risarcimento del danno, non era chiaro invece se la società di revisione godesse del diritto ad essere reintegrata nello svolgimento dell'incarico, cfr. SALODINI (2004), p. 427 e particolarmente la nt. 43.

Di conseguenza, in contrasto con il principio internazionale che raccomanda la nomina e la revoca della società di revisione da parte di un organo indipendente, la selezione e la gestione del rapporto con il controllore erano – sino a tempi recentissimi - nelle mani delle maggioranze azionarie, senza che vi fosse una qualsivoglia forma di vigilanza da parte di un organo o di un'autorità esterni o comunque dotati di una qualche forma di indipendenza e terzietà rispetto ai gestori della società. Il lassismo della normativa italiana in una materia così delicata, oggetto di critiche anche da una parte consistente della dottrina italiana,⁶⁵ risulta tanto più evidente se la si confronta con il tenore degli standard internazionali, che riconoscono nella procedura di nomina e di revoca del revisore un momento di fondamentale importanza, forse il principale presidio a la tutela dell'indipendenza dei giudizi contabili.

Maggiormente vicine allo spirito dei principi dello IOSCO sono le raccomandazioni contenute nel Codice Preda, che già nella vigenza della precedente normativa prevedevano su base autoregolamentare l'istituzione in seno all'organo amministrativo di un comitato per il controllo interno composto solo da amministratori non esecutivi, la maggior parte dei quali indipendenti, preposto alla gestione dei rapporti con la società di revisione⁶⁶.

Un altro aspetto centrale ai fini di assicurare la terzietà delle società di revisione che certificano i bilanci delle società quotate è la disciplina dei divieti e delle incompatibilità che, prima delle modifiche introdotte con la recente legge sul risparmio, era incentrata su due principi fondamentali, funzionali a prevenire l'insorgere di conflitti rispettivamente estrinseci ed intrinseci.⁶⁷

Il primo presidio a garanzia di un maggior grado di terzietà del revisore consisteva nella previsione della limitazione dell'oggetto sociale alla sola "revisione e alla organizzazione contabile di aziende" (cfr. art. 6 del d. lgs. n. 88/1992), requisito tipicamente italiano e non rintracciabile in ordinamenti diversi dal nostro. Il principio si fonda sulla constatazione che l'esercizio di attività diverse dalla revisione avrebbe l'effetto di esporre il revisore a forme di auto-controllo che ostacolerebbero l'obiettività di giudizio nella verifica dei conti.

⁶⁵ V. per tutti GUERRIERI (2001), pp. 365-366, che evidenzia, con riferimento alla trascorsa disciplina, l'eccessiva facilità con cui le società sottoposte a revisione potevano liberarsi di controllori poco accondiscendi, con ciò ripetendosi la medesima dinamica che per anni ha caratterizzato il funzionamento del collegio sindacale, compromettendone attendibilità ed efficienza.

⁶⁶ Cfr. par. 10.1 del Codice del 2002 e il par. 8.C.3 del Codice del 2006.

⁶⁷ Come si è detto, il rischio che si vuole evitare con tale disciplina è la "cattura" della società di revisione da parte della società revisionata derivante da una rete di rapporti conflittuali o da uno stato di eccessiva intimità con il cliente; cfr. FORTUNATO (2006), pp. 92-93.

Così come introdotta in Italia, tuttavia, tale disciplina non impediva al gruppo di appartenenza di prestare servizi accessori utilizzando entità giuridicamente separate. Data la facilità con cui era possibile aggirare il divieto, anche in Italia si era via via assistito ad un'espansione dei servizi prestati da società di revisione, le quali dovevano avere solo l'accortezza di organizzarsi in network formati da soggetti giuridici distinti, ma collegati attraverso intrecci proprietari e/o in base ad accordi economici relativi alla condivisione della clientela e del marchio.⁶⁸

L'altro polo della normativa italiana era rappresentato dall'art. 160 del TUF, che demandava al Ministro di Giustizia il compito di individuare le situazioni di incompatibilità che avrebbero impedito all'emittente di conferire l'incarico ad una società di revisione. Tali situazioni, tuttavia, non furono mai determinate dal Ministro, in quanto la delega non venne esercitata. Di conseguenza, sulla scorta della regola di ultrattività ex art. 214 del TUF, continuava a trovare applicazione il regime di cui all'art. 3 del DPR n. 136/1975, che stabiliva l'incompatibilità in base alla presenza di rapporti contrattuali e partecipativi in essere tra la società committente e la società di revisione, nonché a situazioni di vincolo in senso lato parentali, di dipendenza, di titolarità di cariche sociali tra soci, amministratori, sindaci e direttori generali. Vigeva inoltre una clausola di chiusura, che sanciva l'incompatibilità anche per effetto di altre situazioni tali da compromettere comunque l'indipendenza nei confronti della società.⁶⁹

In aggiunta, sul piano tuttavia dell'autoregolamentazione, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri aveva emanato in tempi più recenti una circolare intitolata "*Principi sull'indipendenza dei revisori*", raccomandata dalla Consob con delibera 15185 del ottobre 2005, in cui si esortava l'adozione di principi e di criteri applicativi che recepivano la Raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 ("L'indipendenza dei revisori legali dei conti nell'UE: un insieme di principi fondamentali"). I due documenti prendono in considerazione una serie di relazioni personali tra i soggetti coinvolti nella revisione contabile e potenzialmente in grado di influenzarne i risultati e la società conferente l'incarico, relazioni che possono compromettere l'indipendenza

⁶⁸ Cfr. CARRIERO (2004), p. 4; FERRARINI, GIUDICI (2006-II), p. 131, che sottolineano come questa sostanziale elusione del requisito di esclusività dell'oggetto sociale non venne criticata né dalla dottrina, né dalla Consob. In verità la Consob era intervenuta nel tentativo di contenere tali situazioni, ma con lo strumento non vincolante delle comunicazioni (trattasi di tre provvedimenti rispettivamente il n. DAC/RM/96003558 del 18 aprile 1996; il n. DEM/94875 del 27 dicembre 2000 e il n. DEM/3030464 del 12 maggio 2003) che rimasero sostanzialmente disapplicate, come lamentava il direttore generale della Consob Massimo Tezzon nel corso dell'intervento al convegno di Roma dell'8 marzo 2001 sulla revisione contabile dal titolo "*Ricognizione della normativa vigente in materia di indipendenza delle società di revisione*"; pertanto le iniziative della Consob non era bastato ad arginare il fenomeno; cfr. DI NANNI (2005), p. 53, e PRESTI (2005), p. 311.

⁶⁹ A tale disciplina si aggiunge l'art. 2409-*quinquies* c.c. introdotto con la riforma delle società (d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), che trova applicazione per tutte le società per azioni, tranne che le quotate e quelle con strumenti finanziari diffusi, per le quali appunto vige l'art. 160 del TUF.

della revisione. Il documento, sebbene privo di valore vincolante, rivestiva un'importanza particolare essendo l'unico strumento in cui veniva affrontato in modo sistematico il tema dell'indipendenza in un'ottica di maggiore autonomia del revisore nel processo di formazione del giudizio sul bilancio.⁷⁰

Infine, a completare il quadro degli istituti volti a garantire la terzietà del revisore, vi era il principio, all'epoca anch'esso peculiare del nostro paese, della rotazione obbligatoria.⁷¹ Tale regola è volta ad evitare che tra società conferente e società di revisione si instaurino rapporti di eccessiva familiarità o nascano comunque forme di collusione che inficino l'autonomia di giudizio del revisore.⁷² Nella precedente disciplina la rotazione prescriveva al rapporto tra l'emittente ed il suo revisore durata massima di tre esercizi, rinnovabile per non più di due volte.⁷³

Sebbene il previgente regime di incompatibilità fosse considerato dalla letteratura giuridica maggioritaria sufficientemente ampio ed idoneo a contrastare il fenomeno dei conflitti⁷⁴, in realtà non fu tale da superare il banco di prova dei dissesti finanziari e si rivelò in questa circostanza facilmente suscettibile di essere circoscritto, per via di certi aspetti di eccessiva rigidità, formalismo e vetustà.⁷⁵

⁷⁰ Sia nella Raccomandazione che nella circolare della Commissione Nazionale dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri l'indipendenza veniva riconosciuta come lo strumento principale attraverso cui la società di revisione svolgeva il suo incarico in modo obiettivo. Tale requisito comprende due profili: (i) l'indipendenza di fatto, che è l'atteggiamento mentale del revisore contabile quando prende in considerazione tutti gli elementi rilevanti per l'esercizio del suo compito; e (ii) l'indipendenza esterna, di apparenza, che consiste nell'evitare che il revisore versi in situazioni tali da indurre un terzo ragionevole e informato a mettere in dubbio la capacità del revisore a svolgere il proprio compito in modo obiettivo.

⁷¹ L'approccio seguito a livello comunitario era, infatti, nel senso di considerare come limitativa dell'indipendenza non tanto la durata del rapporto con la società di revisione, quanto la percezione di un compenso per un singolo incarico superiore ad una determinata soglia dei proventi professionali medi, in quanto una tale situazione era suscettibile di creare "un'eccessiva dipendenza da un singolo cliente". In questi termini si esprimeva sin dal 1995 la *Fédération des Experts Comptables Européens* (FEE), un organismo di autodisciplina che opera a livello europeo, nel documento intitolato "*Audit independence and objectivity*", documento poi ulteriormente ampliato nel gennaio 1996 nel *position paper* sempre della FEE: "*The role, position and liability of the statutory auditor*". Successivamente a questi lavori, anche la Commissione europea avviava una riflessione sul ruolo e sulle responsabilità del revisore contabile, riflesse nel "Libro Verde" adottato nel luglio 1996, in cui si riprendono le analisi condotte dalla FEE sul concetto di indipendenza.

⁷² Cfr. VERRASCINA (2006), p. 665.

⁷³ Il principio era all'art. 2, comma 4, del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 136 che prevedeva: "*l'incarico ha la durata di tre esercizi, può essere rinnovato per non più di due volte e può essere nuovamente conferito alla stessa società solo dopo decorsi cinque esercizi*"; norma poi confluita all'art. 159 del TUF, con la poco chiara eliminazione della previsione della possibilità di rinnovo dell'incarico decorsi 5 esercizi, il che aveva creato in dottrina forti dubbi interpretativi. La Consob dovette intervenire con la Comunicazione n. DAC/36058 del 12 maggio 2000 (poi ribadita nella Comunicazione n. DEM/1019561 del 15 marzo 2001, con cui chiari che l'incarico avrebbe potuto essere riconferito al revisore decorso un periodo minimo di interruzione dell'incarico, individuato in tre esercizi (c.d. *cooling-off period*).

⁷⁴ Così riportano RINALDI (2006), p. 1471, nt. 10 e CARRIERO (2004), p. 3, che però sottolinea come a suo parere era proprio in virtù dell'impostazione generale della disciplina italiana dei conflitti di interesse nella revisione contabile che l'assetto delle regole sulle incompatibilità risultava carente riguardo tutta una serie di conflitti concretamente prefigurabili. La normativa era eccessivamente rigida e non era in grado di comprendere una serie di situazioni soggettive estranee a quelle tassativamente elencate.

⁷⁵ Come sottolineato da PRESTI (2005), p. 305, anche nel corso dei lavori preparatori per la riforma delle società il tema del rafforzamento dell'indipendenza dei revisori contabili non venne affrontato. I lavori della

Solo per fornire un esempio, la regola della rotazione obbligatoria aveva imposto alla Parmalat di sostituire alla scadenza del mandato il revisione principale, la Grant Thornton Italia, con la Deloitte & Touch. Ciononostante, la Grant Thornton Italia è riuscita facilmente ad aggirare l'ostacolo, continuando ad esercitare l'incarico e a prestare i propri servizi nei confronti di altre società strategiche controllate dalla holding di gruppo, quali la Bonlat, società che nel loro insieme raggruppavano ben il 49% del business del gruppo Parmalat.⁷⁶

3.2 Le novità introdotte con la legge sul risparmio ed il decreto Pinza: (i) le procedure di nomina e di revoca; (ii) i divieti di conferimento dell'incarico; (iii) i divieti di prestare servizi non-audit; (iv) la rotazione delle persone fisiche; (v) ulteriori presidi

Per porre rimedio a questa situazione di inefficienza regolamentare e tenere conto delle riflessioni intervenute nel frattempo a livello internazionale e comunitario, la legge per la tutela del risparmio ha introdotto talune novità di rilievo, soprattutto per quanto concerne il regime delle incompatibilità, allo scopo di rendere più organica la disciplina di prevenzione dei conflitti di interesse.

L'influenza degli standard internazionali, delle riforme statunitensi e delle riflessioni avviate in sede comunitaria⁷⁷ si sono manifestate internamente con il rafforzamento della vigilanza esterna della Consob, nella modifica delle procedure di nomina e di revoca, nell'introduzione di una più compiuta disciplina dei servizi accessori e nella rotazione obbligatoria non solo della società di revisione (principio tradizionalmente riconosciuto nel nostro ordinamento), ma anche delle persone fisiche incaricate della revisione. Inoltre, l'ambito di applicazione soggettiva delle disposizioni relative alle incompatibilità delle società di revisione è stato esteso alle società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, per cui

riforma si incrociarono ad un certo punto con il caso Enron e venne nominata dal ministero una commissione presieduta dal prof. Galgano per esaminare la vicenda in chiave italiana. Il rapporto finale della commissione, pubblicato nel settembre 2002 ed in gran parte dedicato al tema della revisione contabile, non venne mai compreso nella riforma. Sarà solo con i dissesti nostrani che il tema della revisione tornerà di attualità.

⁷⁶ Cfr. MELIS (2004), p. 11; BENEDETTO, DI CASTRI (2005), p. 21; SEGATO (2006), p. 382.

⁷⁷ In particolare, la raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 su "*L'indipendenza dei revisori legali dei conti nell'UE: un insieme di principi fondamentali*", che opportunamente individua il concetto di rete (network) per allargare l'ambito soggettivo di applicazione del regime delle incompatibilità e limitare in questo modo fenomeni elusivi. L'obbligo di revisione contabile è istituito a livello comunitario dalla quarta direttiva 78/660/CEE del Consiglio, del 25 luglio 1978, relativa ai conti annuali di taluni tipi di società e dalla settima direttiva 83/349/CEE, del giugno 1983, relativa ai conti consolidati. Infine l'ottava direttiva 84/253/CEE del 10 aprile 2004, che disciplina l'abilitazione all'esercizio della revisione legale dei conti negli Stati Membri e che è stata recentemente sostituita con la Direttiva 2006/43/EC del 17 maggio 2006, di cui si tratterà nei successivi paragrafi. L'ottava direttiva non conteneva disposizioni sulle modalità secondo cui effettuare la revisione dei conti, né istituiva una qualche forma di controllo esterno sull'attività di revisione.

allo stato la normativa volta a garantire l'indipendenza della revisione vige nei confronti di tutte le società aperte⁷⁸.

(i) Per quanto concerne la nomina, la revoca e la determinazione dei corrispettivi, la nuova disciplina estende i poteri regolamentari, sostitutivi e di divieto (v. art 159 del TUF), nonché quelli cautelari e sanzionatori (art. 163 del TUF) della Consob. In particolare, la legge sul risparmio ha determinato un'inversione di rotta ed un (parziale) ripristino dei poteri di controllo della Consob sul rapporto privatistico che si instaura tra controllore e controllato, in ossequio al trend internazionale di pubblicizzazione dei controlli sui revisori, ben riflesso nei lavori IOSCO.

La Consob riconquista un ruolo di controllo, anche di tipo sostitutivo, nel procedimento di revoca del revisore⁷⁹, ed un compito di vigilanza continua a rafforzamento dell'indipendenza e dell'idoneità tecnico-organizzativa del revisore con riferimento allo specifico incarico. Il meccanismo procedurale scelto dal legislatore è per la revoca quello del silenzio assenso, per cui la Consob può entro venti giorni dalla ricezione della relativa delibera vietarne l'esecuzione in ragione della mancanza di una giusta causa. Per quanto concerne la nomina della società di revisione, la legge non prevede una procedura analoga all'ipotesi di revoca: il silenzio-assenso inizialmente reintrodotta con la legge sul risparmio è stato successivamente eliminato dal c.d. decreto Pinza (d. lgs. n. 303 del 29 dicembre 2006). In ogni caso, alla Commissione è riconosciuto un compito di vigilanza su base continuativa, attraverso il ripristino dell'istituto della revoca d'ufficio. In particolare, la società revisionata deve trasmettere alla Commissione la delibera di nomina e da quel momento in poi la Consob potrà disporre d'ufficio la revoca dell'incarico di revisione, laddove ravvisi *“una causa di incompatibilità ovvero siano state accertate gravi irregolarità nello svolgimento dell'attività di revisione”*.⁸⁰

Nella medesima logica, si rafforza il ruolo dell'organo di controllo nella selezione e nella revoca del revisore. Infatti, a seguito delle modifiche alla legge sul risparmio introdotte con il decreto Pinza, il nuovo art. 159 del TUF prevede che il conferimento dell'incarico di revisione e la revoca debbano intervenire su

⁷⁸ Cfr. art. 116(2) del TUF, come modificato dall'art. 18 della l. n. 262 del 28.12.2005 che ha aggiunto il richiamo all'art. 160 del TUF relativo alle incompatibilità delle società di revisione.

⁷⁹ Ai sensi dell'art. 159 del TUF, la nomina è effettuata dall'assemblea, su proposta motivata dell'organo di controllo. La Consob ha poteri sostitutivi, dovendo provvedere a conferire d'ufficio l'incarico in caso di inerzia della società, determinando anche il corrispettivo. La revoca può intervenire solo per giusta causa e su proposta motivata dell'organo di controllo. L'assemblea deve conferire contestualmente l'incarico ad un'altra società di revisione. Il TUF ha cura di precisare, in linea con gli standard internazionali, che la divergenza di opinioni rispetto a valutazioni contabili o a procedure di revisione non può costituire giusta causa di revoca.

⁸⁰ V. art. 159, comma 6, del TUF.

proposta motivata dell'organo di controllo⁸¹, mentre in passato tale iniziativa era di spettanza del consiglio di amministrazione e - come si è detto - il collegio sindacale si limitava a fornire un parere motivato non vincolante. In ogni caso, nomina e revoca del revisore restano nella competenza dell'assemblea, ossia nelle mani del medesimo organo competente a nominare il C.d.a., i sindaci ed i revisori e dunque, in un contesto di assetti proprietari concentrati come è il nostro⁸², la selezione del revisore resta in definitiva in mano ai gestori della società.⁸³

L'aspetto che desta più perplessità nell'ambito della nuova disciplina è che la norma non chiarisce a quali condizioni l'assemblea possa decidere in senso non conforme alla proposta dell'organo di controllo; particolarmente, non sono specificate le procedure ed i requisiti che le delibere di nomina e revoca del revisore dovrebbero soddisfare al fine di rendere legittima una presa di posizione contrastante con l'impulso dell'organo di controllo. Si tratta di una lacuna piuttosto grave in quanto, oltre a poter dar adito ad incertezze applicative, denota un atteggiamento altalenante del legislatore, che si rivela poco incline ad adottare soluzioni regolamentari idonee a favorire in modo più netto l'autonomia della società di revisione dai gestori dell'impresa sociale.

Inoltre, si noti che la Consob riceve sia la delibera assembleare di nomina dei revisori, che la proposta motivata dell'organo di controllo (v. art. 146(1) del Regolamento Emittenti). Di conseguenza, l'Autorità sarebbe in condizione di poter svolgere un ruolo di vigilanza, svolgendo *ex post* verifiche sulle ragioni

⁸¹ La precisazione introdotta nel TUF riguardo la circostanza che la proposta dell'organo di controllo debba essere motivata è particolarmente importante, considerato che nel vigore della trascorsa disciplina nessun obbligo di motivazione era previsto a livello di normazione primaria per il parere del collegio sindacale. Inoltre, all'art. 79 del Regolamento Emittenti la Consob aveva espressamente introdotto tale obbligo di motivazione solo per il parere da fornirsi in occasione del conferimento dell'incarico, mentre nessun particolare requisito era indicato con riferimento al contenuto del parere relativo alla revoca del mandato di revisione. Questa grave carenza aveva anche dato origine ad una disputa a livello dottrinale circa la necessità o meno che anche il parere sulla revoca fosse supportato da idonea motivazione e ad un contenzioso che aveva finito per interpretare la normativa in modo letterale e formale, riconoscendo tale obbligo solo in occasione del conferimento dell'incarico. Sull'argomento si veda ampiamente SALODINI (2004), p. 416 e ss. L'art. 146(5) del Regolamento Emittenti ora in vigore specifica definitivamente che la proposta di revoca formulata dall'organo di controllo deve contenere "*le motivazioni in ordine alla sussistenza della giusta causa*". Il medesimo articolo indica inoltre, in modo davvero poco chiaro, che la società di revisione deve inviare alla Consob le proprie osservazioni riguardo la revoca e che la motivazione contenuta nella proposta dell'organo di controllo deve prendere in considerazione anche tali osservazioni. Come ciò possa intervenire è certamente oscuro, considerato che la "proposta" in quanto tale è atto che precede la delibera assembleare di revoca e perciò le osservazioni che dovrà formulare su di essa la società di revisione. Sembrerebbe allora che la Consob voglia implicitamente imporre una maggior grado di proceduralizzazione della revoca, prevedendo che la società di revisione debba essere sentita e che ne vengano valutate le ragioni in un momento che precede la formulazione stessa della proposta di revoca.

⁸² La questione degli assetti proprietari e dei conseguenti modelli di *corporate governance* esistenti nei mercati continentali ed angloamericano sarà trattata nel dettaglio nel capitolo successivo, a cui si rinvia.

⁸³ Anche BENEDETTO, DI CASTRI (2005), p. 22, con riferimento alla precedente normativa criticano gli scarsi poteri di vigilanza che erano riconosciuti alla Consob in materia di nomina del revisore, osservando che in questo modo la normativa finiva per accentrare nel medesimo organo il potere di nomina dei gestori dell'impresa, dei supervisor e dei revisori. Gli Autori avanzavano la proposta di riconoscere un ruolo più incisivo alla Consob in sede di nomina della società di revisione o, quantomeno, di stabilire un *quorum* deliberativo per l'elezione dei revisori superiore a quello ordinario.

dell'eventuale contrasto di posizioni tra i due organi. Tuttavia, non sembra che a fronte dei controlli eventualmente effettuati la Consob sia stata posta in condizione di esercitare il potere della revoca d'ufficio reintrodotta con la legge sul risparmio, salvo che si sia verificata una causa di incompatibilità o siano state accertate gravi irregolarità. Sarebbe stato senz'altro più opportuno prevedere una disciplina della procedura di nomina più chiara circa i rispettivi compiti di assemblea e organo amministrativo, nonché un meccanismo di silenzio assenso della Consob analogo a quello previsto per l'ipotesi di revoca della società di revisione.

(ii) Per quanto concerne il profilo delle incompatibilità, la novità di maggiore rilievo è stata introdotta al comma 1-ter dell'art. 160 del TUF dove – sulla scorta dell'analoga disciplina del *Sarbanes-Oxley* – viene fatto divieto alla società di revisione, alle entità appartenenti alla “rete” della stessa, ai soci, agli amministratori e componenti dell'organo di controllo e ai dipendenti della società di revisione o di altre società del gruppo di prestare otto tipologie di attività non collegate alla revisione, inclusi la tenuta dei libri contabili ed i servizi di consulenza o di assistenza nella difesa giudiziale.⁸⁴ Il divieto di fornire servizi *non-audit* si applica non solo nei confronti dell'emittente che conferisce l'incarico, ma si estende anche alle società appartenenti al medesimo gruppo della stessa. Le incompatibilità hanno, pertanto, un ambito di applicazione soggettivo, sia sul lato passivo che attivo, alquanto ampio, coerentemente con l'esigenza di ridurre il rischio di possibili comportamenti elusivi della normativa.⁸⁵

(iii) Un'ulteriore significativa modifica in materia è il conferimento alla Consob, e non più al Ministro di giustizia, del compito di dettagliare le regole di incompatibilità in presenza delle quali l'incarico di revisione non può essere conferito (art. 160, comma 1 e 1-bis del TUF). In particolare, la Consob è chiamata a specificare con regolamento:

- (a) i criteri per individuare la nozione di rete, che in ogni caso deve comprendere le società che controllano la società di revisione, le controllate, le collegate e le società sottoposte a comune controllo;

⁸⁴ Le attività vietate spaziano dalla tenuta dei libri contabili e altri servizi connessi alla progettazione e realizzazione di sistemi informativi contabili, dai servizi di valutazione e stima ed emissione di pareri *pro veritate* ai servizi attuariali, dalla gestione esterna dei servizi di controllo interno alla consulenza e servizi in materia di organizzazione aziendale per la selezione formazione e gestione del personale, dall'intermediazione di titoli, consulenza per l'investimento o servizi bancari d'investimento alla assistenza legale. MONTALENTI (2007), p. 564 segnala che, curiosamente, si fa divieto di rendere “prestazione di difesa giudiziale”, espressione che sembrerebbe non comprendere la consulenza stragiudiziale. Ugualmente la norma non vieta la prestazione di consulenza fiscale, anch'essa rappresentante una dei servizi più forniti dalle società di revisione agli emittenti; per una critica sull'analoga mancanza di divieto nel diritto statunitense cfr. KAPLAN (2004), p. 375 ss.

⁸⁵ Cfr. RINALDI (2006), p. 1471.

- (b) le caratteristiche degli incarichi e dei rapporti che possono compromettere l'indipendenza dei revisori;
- (c) le forme di pubblicità dei compensi che la società di revisione e le entità appartenenti alla medesima rete hanno percepito distintamente per incarichi di revisione e per la prestazione di altri servizi indicati per tipo o categoria.

In via facoltativa, la Consob può anche stabilire prescrizioni e raccomandazioni al fine di prevenire indebite influenze da parte degli azionisti de, o da parte dei soggetti che svolgono funzione di amministrazione, direzione e controllo presso le società di revisione o presso le entità appartenenti alla rete di queste, sullo svolgimento obiettivo ed indipendente delle attività di revisione (v. ultimo inciso dell'art. 160, comma 1-*bis*, del TUF). Nella norma si specifica che il potere della Consob di dettare obblighi e raccomandazioni in tale campo può essere rivolto solo nei confronti delle società di revisione. Dunque, l'esercizio di detto potere non potrà coinvolgere direttamente le altre possibili parti in causa, con la conseguenza che, ad esempio, la Consob non potrà indirizzare prescrizioni agli azionisti delle società appartenenti alla rete, ma appunto esclusivamente alla società di revisione.

Pertanto, in materia di incompatibilità l'approccio seguito dalla legge sul risparmio è quello di scomporre il regime in due tipologie di divieti. La prima, che riprende il sistema previgente (con la novità di delegare la specificazione della casistica di riferimento alla Consob anziché al Ministero), consiste nell'imporre un divieto di conferire l'incarico di revisione in presenza di determinate cause di incompatibilità. In quanto divieto al conferimento, la norma si indirizza alla società emittente e fa riferimento alla presenza di cause di incompatibilità sussistenti nel momento iniziale del rapporto di revisione. La norma, in altre parole, non sembra stabilire un divieto a carico della società di revisione di esercitare le attività in presenza di una causa di incompatibilità, né un dovere di rinunciare all'incarico qualora una causa risulti sopravvenuta. La violazione del divieto da parte dell'emittente è sanzionata all'art. 160 (1-*octies*) (v. *infra*).

L'altra tipologia di divieti è quella che ricalca invece la normativa statunitense. L'incompatibilità consiste nel proibire alla società di revisione e a quelle appartenenti alla medesima rete di questa la fornitura di determinati servizi alla società che ha conferito l'incarico di revisione, nonché alle controllanti, controllate e collegate. Si tratta pertanto di un divieto indirizzato direttamente ed esclusivamente alle società di revisione e ai soggetti ad essa collegati.

La logica dietro questa differente formulazione delle incompatibilità ex art. 160 del TUF di cui l'una stabilisce impedimenti al conferimento dell'incarico (rilevante apparentemente con riferimento al solo momento genetico del rapporto) e l'altra consistente in un divieto a carico delle società di revisione di esercitare determinate attività, risulta davvero oscura. Come si dirà, questa distinzione non è rinvenibile nella Direttiva del 2006. L'impressione, allora, è che, nell'importare il modello americano, il legislatore si sia poi acriticamente dimenticato di uniformare e riadattare al nuovo approccio la disciplina già vigente in Italia⁸⁶. Ma tant'è.

Sebbene manchi espressamente un divieto sull'emittente o sul revisore di interrompere l'incarico al sopravvenire di una causa di incompatibilità ex art. 160 co. 1, l'indipendenza del revisore in corso di rapporto è garantito dal potere della Consob di revocare l'incarico (art. 159(6), v. *supra*) e dal ruolo di controllo che detta autorità è chiamata a svolgere. Per quanto concerne questo secondo profilo, la legge sul risparmio ha mantenuto la regola preesistente (art. 162 del TUF) che assegna alla Consob il compito di vigilare sull'attività delle società di revisione iscritte all'albo per controllarne indipendenza ed idoneità tecnica, aggiungendo il disposto per cui tali verifiche debbano intervenire periodicamente (comunque su base quantomeno triennale) e coinvolgere anche i responsabili della revisione (ossia coloro che sottoscrivono le relazioni di bilancio ai sensi dell'art. 156(1) del TUF). Il decreto Pinza ha ulteriormente modificato questa disposizione, da un lato espungendo il responsabile della revisione dai soggetti su cui la Consob è chiamata a vigilare, e dall'altra specificando che detta vigilanza debba estendersi al profilo più generale del controllo della "qualità" del servizio di revisione. Si deve ritenere che questo profilo senz'altro comprenda quello dell'indipendenza e dell'idoneità tecnica. L'Autorità deve inoltre redigere un'apposita relazione contenente gli esiti dei controlli ed eventuali raccomandazioni alla società.

Questo ampliamento delle competenze della Consob sul merito della qualità del servizio sembrerebbe potersi spiegare con il fatto che, data l'asimmetria informativa tra emittenti e pubblico degli investitori e la natura dell'attività di revisione, i soggetti nel cui interesse essa è svolta (gli investitori) non sono in grado di valutarne pienamente la qualità, mentre l'emittente che seleziona la società di revisione non è interessato alla stessa. Pertanto, in questo settore il legislatore ha rilevato l'opportunità di riconoscere alla Consob una funzione

⁸⁶ Questo ennesimo maldestro tentativo di importazione pare a PRESTI (2005), p. 311, un "*caso estremo di esterofilia*". Anche FERRARINI, GIUDICI (2005), p. 616, notano come l'articolo rappresenti "*un esempio davvero significativo di legal transplant*", il trapianto, notano gli Autori, è intervenuto in modo acritico. In Francia nel 2003 è stata emanata la c.d. loi de sécurité financière, che rafforza i presidi di indipendenza del revisore, e in Germania alla revisione è dedicato il punto 5 del "decalogo" reso pubblico dal governo tedesco nel febbraio 2003 ed in corso di attuazione legislativa. Per l'attuale regime in Francia e in Germania, v. artt. L822-10 e L 822-11 c. comm. e sect. 319 e 319A HGB.

eccedente rispetto a quelle che essa è istituzionalmente destinata a perseguire nei confronti di altri operatori di mercato. Pur riconoscendo la meritevolezza dell'obiettivo, ci sembra tuttavia alquanto problematico pretendere dalla Consob di valutare scelte *latu sensu* di business che incidono sulla qualità di un servizio. Il ruolo della Consob dovrebbe piuttosto essere quello di vigilare sul rispetto delle norme (di idoneità tecnica, di incompatibilità, organizzative e professionali), lasciando alle imprese la responsabilità di effettuare determinazioni più propriamente attinenti la qualità del servizio. Le nuove disposizioni sono inoltre vaghe, né è chiaro il valore e l'efficacia giuridica che le raccomandazioni eventualmente emanate dalla Consob dovrebbero rivestire. In ogni caso, la disposizione ci sembra eccedente rispetto alle finalità che intende perseguire e criticabile perché finisce per accentrare sull'autorità di vigilanza e sottrarre al mercato la valutazione dell'attività di revisione.

(iv) Anche sull'istituto della rotazione obbligatoria della società di revisione interviene un cambiamento importante, in quanto ai sensi dell'art. 159 del TUF, nell'ultima versione novellata dal decreto 303/2006, l'incarico ha durata di nove esercizi sociali, con divieto di rinnovo o di nuovo conferimento se non siano decorsi almeno tre anni dal precedente (c.d. *cooling-off period*). Si noti, invece, come la precedente versione, introdotta con la legge sul risparmio e non più in vigore, aveva previsto una durata inferiore dell'incarico (6 anni) ed una sola possibilità di rinnovo. Al limite temporale si affiancava anche la regola - del tutto nuova per l'Italia - della rotazione obbligatoria della persona fisica responsabile della revisione.⁸⁷ La disposizione aveva suscitato numerosi dubbi interpretativi, in quanto non risultava chiaro se il *cooling off period* ivi contemplato dovesse applicarsi successivamente al primo rinnovo, ossia dopo 12 esercizi, ovvero tra il primo ed il secondo periodo di sei esercizi, con divieto di conferirne ulteriori incarichi alla medesima società.⁸⁸

Nell'una interpretazione, la durata dell'incarico sarebbe stata duplicata rispetto alla precedente disciplina (sei anni, contro i tre passati), ma - essendo la facoltà di rinnovo limitata ad una volta soltanto - avrebbe potuto raggiungere un massimo di 12 anni non consecutivi (ossia tre in più rispetto alla precedente disciplina). Nella seconda accezione, invece, l'incarico di revisione avrebbe potuto essere ricoperto per 12 esercizi consecutivi, ai quali avrebbero dovuto fare seguito i tre anni di interruzione, con salvezza per la possibilità di nuovi incarichi una volta rispettato il *cooling off period*. Il tutto accompagnato in ogni caso dalla rotazione obbligatoria della persona fisica responsabile della revisione (v. oltre).

⁸⁷ Il precedente art. 159 leggeva come segue: "L'incarico ha durata di sei esercizi, è rinnovabile una sola volta e non può essere rinnovato se non siano decorsi almeno tre anni dalla data di cessazione del precedente. In caso di rinnovo il responsabile della revisione deve essere sostituito con altro soggetto."

⁸⁸ Cfr. RINALDI (2006), p. 1473.

La Consob si espresse in favore della seconda interpretazione, precisando che: *“alla scadenza di sei esercizi, l’incarico di revisione può essere immediatamente rinnovato per ulteriori sei esercizi, con la conseguente possibilità per la società di revisione di svolgere l’incarico per un periodo complessivo e continuativo di dodici esercizi”*⁸⁹.

Probabilmente la posizione abbracciata dall’Autorità si giustificava con il fatto che inserire un divieto assoluto di rinnovo in un contesto in cui solo pochissime società di revisione hanno dimensioni e capacità tali da poter prestare i propri servizi a società con bilanci complessi, come quelli delle quotate,⁹⁰ avrebbe significato di fatto imporre agli emittenti di rivolgersi a soggetti scarsamente qualificati, con l’effetto di abbassare, anziché migliorare, la qualità dell’informazione contabile disponibile sul mercato. Con il decreto 303/2006 il legislatore ha mostrato di condividere questa impostazione, modificando la regola della rotazione in modo da non limitare il conferimento dell’incarico ad una durata massima totale, salvo in ogni caso il rispetto dei tre anni di interruzione. Si noti infine che, a miglior garanzia dell’indipendenza del revisore, la norma - come da ultimo modificata - non contempla più la possibilità di rinnovo dell’incarico. Con ciò il legislatore italiano ha inteso accogliere le critiche sollevate non solo dalla dottrina, ma anche in sede comunitaria dalla Commissione Europea, la quale in una Comunicazione del 2002 aveva evidenziato il rischio che allo scadere di un mandato rinnovabile il revisore sarebbe stato più facilmente pronò alla compiacenza nei confronti dell’emittente controllato, solo per potersi vedere riconosciuto nuovamente l’incarico.⁹¹

La rotazione del revisore persona fisica è ora disciplinata all’art. 160, comma 1-*quater*, dove si prevede che il responsabile del controllo dei bilanci di un medesimo emittente non possa svolgere l’incarico per un periodo superiore a sei esercizi. Anche per questa ipotesi è previsto che il rinnovo del mandato di revisione possa intervenire solo trascorso un periodo di tempo dalla cessazione del precedente pari a 3 anni. L’interruzione - precisa opportunamente la norma - deve essere rispettata anche quando il responsabile operi per conto di una diversa società di revisione; inoltre, questi non può accettare o continuare incarichi in favore di società controllate da, collegate a, o controllanti, o sottoposte a comune

⁸⁹ V. Comunicazioni nn. DEM 6025868-6025869-6025871 del 23 marzo 2006.

⁹⁰ Le *big four* detengono in Italia oltre il 90% del mercato; cfr. VERRASCINA (2006), p. 667, profondamente critico nei confronti della posizione espressa in questa sede dalla Consob, che di fatto secondo l’Autore avrebbe avuto l’effetto di ridimensionare il grado di indipendenza del revisore ed impedire l’accrescimento della concorrenza, indipendenza e concorrenza che una diversa interpretazione della norma avrebbero invece stimolato. In effetti il profilo della concorrenza nel mercato della revisione contabile non è stato oggetto di interventi particolari, pur essendo evidenti gli inconvenienti che derivano da una così elevata concentrazione in termini di rischi di collusione ed incoffessata preoccupazione da parte delle autorità di vigilanza che la propria attività non vada a ridurre ulteriormente il numero delle società di revisione presenti sul mercato.

⁹¹ V. Rapporto conclusivo della Commissione sulla trasparenza delle società quotate, settembre 2002.

controllo dell'emittente.⁹² La disposizione, evidentemente, non è che il frutto del recepimento del modello di *rotation* elaborato dai paesi angloamericani e riflesso negli standard IOSCO, sebbene in Italia la regola viene applicata solo con riferimento al responsabile della revisione e non anche ad altri soggetti che comunque rivestono una posizione di rilievo nel team di revisione. La peculiarità del nostro sistema è anche nella circostanza che a questo istituto continua ad affiancarsi quello della rotazione della società di revisione, che - come già evidenziato - resta un elemento caratterizzante il nostro ordinamento. Ci sembra comunque che la scelta di cumulare i due istituti sia opportuna, considerato che quello dell'eccessiva intimità tra revisori e società revisionata si è rivelato quanto meno nel caso Parmalat un problema decisivo.⁹³

(v) Permane, inoltre, il requisito anch'esso tipicamente nostrano dell'esclusività dell'oggetto sociale, norma che non risulta elencata tra le abrogazioni e che perciò mantiene efficacia ed operatività. La scelta del legislatore andrà probabilmente ripensata in sede di recepimento della normativa comunitaria⁹⁴, anche considerato che la "drasticità" della soluzione rischia, da un lato, di creare uno svantaggio competitivo agli operatori italiani e, dall'altro, di continuare a rappresentare un istituto di stampo formalistico e facilmente aggirabile.⁹⁵ A ben vedere, l'obiettività del revisore non è minata in sé dalla prestazione congiunta di una pluralità di attività, quanto dalla circostanza che essa è svolta nei confronti del medesimo cliente soggetto in quel momento a revisione. Si aggiunga poi che tra i vari servizi *non audit* taluni effettivamente possono minare l'affidabilità dei controlli, mentre altri sono per loro stessa natura caratterizzati da una maggiore neutralità.

In una diversa prospettiva, la "cattura" da parte del cliente/revisionato deve essere considerata come il costo a fronte del beneficio in termini di economie di scopo derivante dalla prestazione congiunta di più attività da parte della società di revisione, che non sarebbe efficiente vietare totalmente attraverso una disciplina eccessivamente rigida. Pertanto, sarebbe auspicabile garantire l'indipendenza del revisore attraverso una disciplina più rigorosa dei limiti alle attività effettivamente prestate nei confronti di un medesimo cliente e non su un'astratta limitazione

⁹² La regola è tanto più opportuna se si considera come nel caso Parmalat il Rag. Penca, il presidente della Grant Thornton nel 2003, fu revisore del gruppo Parmalat dal 1994, in quanto la rotazione obbligatoria non trovava applicazione nei confronti della persona fisica che nel frattempo poteva aver cambiato società di revisione; cfr. BENEDETTO, DI CASTRI (2005), p. 22.

⁹³ Condivide questa scelta del legislatore anche PRESTI (2005), p. 310.

⁹⁴ Nella premessa (12) si legge che i presidi volti a garantire l'indipendenza del revisore non dovrebbero risolversi in divieti assoluti a carico del revisore di prestare servizi *non-audit* ai propri clienti.

⁹⁵ Cfr. VELLA (2001), p. 29. Una critica all'istituto dell'esclusività dell'oggetto sociale è anche in BUSSOLETTI (2002), p. 864 e CARRIERO (2004), p. 5, quest'ultimo sottolinea come esso non centri il vero problema, ossia quello di vietare che siano prestate nei confronti del medesimo cliente attività che in concreto siano incompatibili con il requisito dell'indipendenza, con la conseguenza che: "A fronte di benefici di dubbia consistenza possono essere sopportati costi potenzialmente molto elevati."

dell'oggetto sociale, tale per un verso da vietare in modo assoluto una gamma troppo ampia di servizi e per un altro, proprio perché esorbitante rispetto al fine dell'indipendenza, da venire eluso nella prassi per ovvie esigenze di efficienza.

Un'ulteriore limitazione che si avvicina per finalità e *ratio* a quella della rotazione è il divieto per i soci, gli amministratori e i dirigenti della società di revisione (nonché delle controllate e controllanti) che hanno preso parte alla revisione dei bilanci di un determinato emittente di rivestire cariche sociali/funzioni dirigenziali presso quell'emittente o società appartenenti al medesimo gruppo dello stesso se non è trascorso un triennio (art. 160.1-*quinquies*). La norma è opportunamente diretta ad evitare che l'emittente possa "corrompere" il revisore con la promessa di una posizione lavorativa allettante presso di sé o altra società del gruppo. La frequenza e facilità con cui queste promesse intervengono hanno indotto il legislatore a introdurre un rigido divieto che impedisce al conflitto la possibilità stessa di insorgere.

3.3 Rule-based v. principle-based approach e misure secondarie adottate dalla Consob in materia di: (i) divieto di conferire l'incarico; (ii) divieto di fornire servizi non audit; (iii) procedure in presenza di cause di incompatibilità; (iv) determinazione dei compensi di revisione

Sebbene le modifiche introdotte con la legge sul risparmio ed il decreto Pinza abbiano il pregio di rafforzare i requisiti di indipendenza del revisore e di favorire in questo modo giudizi sui bilanci scevri da condizionamenti esterni, esse come è ovvio non catturano - e non potrebbe essere altrimenti - tutte le miriadi di situazioni di conflittualità che possono insorgere in concreto. La pecca della nuova disciplina è allora quella di non aver introdotto un principio generale, un criterio per fornire una definizione astratta in grado di includere ipotesi non espressamente previste⁹⁶. Piuttosto, l'orientamento seguito nella riforma italiana

⁹⁶ Un altro aspetto che non viene toccato dalla disciplina italiana, ma che è invece oggetto della circolare del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti, è quello dell'eccessiva dipendenza finanziaria da un solo cliente come minaccia all'indipendenza del revisore, problema che si è evidenziato nel caso Parmalat, tanto per la società di revisione Grant Thornton che per gli avvocati Zini & Associati; cfr. BENEDETTO, DI CASTRI (2005), p. 22. Il tema, come si è detto, è menzionato dallo IOSCO ed è stato affrontato più diffusamente a livello comunitario sia dalla FEE (la Federazione europea di esperti contabili) che dalla Commissione Europea, come riportato da SICILIOTTI (2005). La FEE aveva in un primo momento identificato una soglia percentuale di massima oltre la quale il reddito annuo complessivo proveniente da un solo cliente (o gruppo di clienti collegati) è tale mettere verosimilmente a rischio l'autonomia del revisore. La percentuale è stata individuata tra il 5% ed il 15% del reddito annuo calcolato facendo una media degli ultimi cinque anni. La FEE raccomandava al revisore di rifiutare (sic!) un incarico che avrebbe condotto al superamento della soglia (v. la raccomandazione FEE del luglio 1998 "Statutory Audit – Independence and Objectivity"). Nel 2003, nel "Position Paper on Auditor's Independence", la FEE abbandona questo orientamento favorevole ad una soglia prestabilita, riconoscendone l'eccessiva rigidità ed accogliendo l'impostazione maggiormente flessibile della Commissione Europea, la quale nel frattempo aveva espresso l'opinione che la definizione della soglia dovesse essere valutata caso per caso, sulla base delle circostanze concrete (v. Raccomandazione

ha preso a modello quello abbracciato dall'ordinamento statunitense del *Serbanes Oxley Act* caratterizzato dal c.d. *rule-based approach*, ossia sull'individuazione specifica delle attività e prestazioni consentite o precluse.

Alternativo a questo tipo di approccio è quello che si basa sulla statuizione di principi di larga portata, il c.d. *conceptual approach* o *principle-based approach*, adottato dal legislatore comunitario prima attraverso strumenti di *soft law* della Commissione Europea e poi, come si dirà, nella Direttiva 2006/43/EC sulla revisione dei conti annuali. In particolare, nella Raccomandazione n. 2002/590/CE del 16 maggio 2002 (“*L’indipendenza dei revisori legali de conti nell’UE: un insieme di principi fondamentali*”) si legge che: “*in materia di indipendenza dei revisori legali dei conti, un approccio fondato sulla definizione di principi di base è preferibile ad un approccio mirante a stabilire regole dettagliate, in quanto crea una solida struttura all’interno della quale i revisori legali devono giustificare il loro operato. Esso offre, inoltre, ai professionisti della revisione contabile e alle autorità di regolamentazione competenti la flessibilità necessaria per reagire prontamente ed efficacemente ai nuovi sviluppi nel mondo degli affari e nel contesto in cui si svolge il lavoro di revisione*”.

L’opportunità di favorire una costante autovalutazione da parte del revisore del proprio livello di indipendenza e di promuovere un approccio basato sui principi, in quanto più idoneo a garantire rigore e flessibilità è stata poi confermata nella Comunicazione COM/2003/286 del 21 maggio 2003 (“*Rafforzare la revisione legale dei conti nella UE*”), dove la Commissione, nel proporre di procedere ad una revisione dell’VIII direttiva sulla revisione legale dei conti per riflettere i principi fondamentali della raccomandazione e rafforzare l’indipendenza dei revisori che operano nell’UE, ha ribadito di prediligere l’impostazione “*innovativa fondata sui principi*”.⁹⁷ In altre parole, si riscontra nel campo della revisione contabile un atteggiamento del legislatore comunitario analogo a quello adottato in materia di servizi di investimento e che si esprime in

n. 2002/590/CE, in cui si riconosce che “*un’eccessiva dipendenza dai corrispettivi per servizi di revisione e diversi dalla revisione dovuti da un unico cliente o gruppo di clienti dà evidentemente origine ad un rischio di conflitto di interessi che minaccia l’indipendenza*”; tuttavia la Commissione non determina una soglia critica in quanto essa “*dipenderà da vari fattori facenti parte del contesti in cui si svolge la revisione*”). Sulla scorta della Raccomandazione della FEE, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ha individuato, con la Circolare 25 gennaio 2005, n. 1, nel 15% la soglia critica riferibile al contesto italiano, sulla base del fatto che il nostro mercato si caratterizzerebbe per una preponderante presenza di piccoli e medi studi professionali. Mette conto osservare, tuttavia, che sulla scorta del ragionamento seguito dal Consiglio la soglia del 15% risulterebbe inadeguata laddove riferita alla revisione contabile obbligatoria nei confronti degli emittenti, in quanto in questo mercato prevale invece la presenza delle grandi società di revisione e non certo dei piccoli studi tradizionali.

⁹⁷ Come sottolinea STAROLA (2005), il *conceptual approach* è stato promosso *in primis* a livello di autoregolamentazione dalla FEE, che a partire dal 2001 si esprime in favore dell’approccio “concettuale”, il cui successo secondo la FEE si basa sulla predisposizione da parte del professionista di idonee misure al fine di eliminare o ridurre a limiti insignificanti il rischio di giudizi di revisione non obiettivi. La FEE riconferma la bontà di tale approccio anche nel 2003, nel *Position paper on auditor’s independence*.

senso favorevole ad una autoresponsabilizzazione del revisore, così come dell'intermediario, nella lotta allo sfruttamento dei conflitti di interesse.

Ci sembra allora quantomeno sorprendente la scelta del legislatore italiano della riforma di prendere le distanze dal *principle-based approach*, nonostante il favore per esso chiaramente espresso in ambito comunitario, per modellarsi sul differente sistema statunitense, con il risultato in definitiva di dover presto rimettere di nuovo tutto in discussione e ripensare la normativa in vista del recepimento del regime comunitario.

Appare consapevole di questa strettoia la Consob che, all'atto di esercitare le deleghe regolamentari previste nel TUF, ha da un lato preso a modello di riferimento la disciplina comunitaria, dimostrando maggiore attenzione verso l'esigenza di garantire coerenza con le scelte normative già compiute a livello europeo⁹⁸, e dall'altro ha opportunamente inserito nel Regolamento Emittenti - come meglio si specificherà di seguito - disposizioni di chiusura in cui si introducono clausole generali volte a "catturare" una casistica più ampia di quella specificata nelle norme di dettaglio. Tuttavia, ci sembra quantomeno stravagante – se non addirittura inopportuna – una tecnica legislativa che detta regole di puntiglio a livello primario ed utilizza clausole generali nella regolamentazione secondaria di attuazione.

Passando ad un'analisi più specifica della normativa secondaria in materia di revisione contabile, si segnala innanzitutto l'ampliamento delle materie oggetto dei poteri regolamentari della Consob. Ai sensi della legge sul risparmio la Commissione, oltre a ricevere la già citata delega ad individuare i criteri di incompatibilità, assume maggiori competenze anche in relazione alla disciplina dei compensi dei revisori e più in generale in materia di trasparenza⁹⁹.

⁹⁸ A conferma dell'attenzione prestata dalla Consob alla disciplina comunitaria in sede di emanazione delle recenti modifiche alla normativa secondaria in materia di revisione contabile, si vedano i numerosi riferimenti alla Direttiva del 2006 ed alla raccomandazione della Commissione Europea effettuati nella Relazione Illustrativa delle delibere n. 15915 del 3 maggio 2007 e n. 15960 del 30 maggio 2007 con cui si sono introdotte modifiche ed integrazioni al Regolamento Emittenti.

⁹⁹ Una novità di estremo rilievo in materia di poteri di vigilanza regolamentare è anche quella introdotta dalla legge sul risparmio all'art. 162(2), che ora assegna alla Consob il compito di stabilire, sentito il parere del Consiglio nazionale dell'Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, i principi e i criteri di revisione. In passato, invece, la Consob aveva solo il potere di raccomandare dette regole di revisione contabile. Ulteriori competenze regolamentari della Consob sono nel determinare il contenuto del libro della revisione contabile (v. art. 155.3 del TUF e art. 145 del Regolamento Emittenti); la documentazione da inviare in occasione delle procedure di nomina e di revoca del revisore (v. art. 159.7(b) del TUF e artt. 146, 147 e 147-bis del Regolamento Emittenti); le modalità e i termini per l'adozione e la comunicazione agli interessati di provvedimenti (v. art. 159.7(c) del TUF e artt. 148 e 148-bis del Regolamento Emittenti) e i termini per il deposito presso il registro delle imprese delle deliberazioni di nomina e revoca dei revisori (v. art. 159.7(d) del TUF e art. 149 del Regolamento Emittenti).

(i) Per quanto concerne il profilo delle incompatibilità di cui all'art. 160(1) del TUF, la Consob ha stabilito la disciplina agli artt. 149-*bis* – 149-*decies* del Regolamento Emittenti. In linea con le raccomandazioni europee, l'impostazione adottata è innanzitutto nel senso di imporre alle società di revisione di dotarsi di procedure in grado di prevenire e rilevare le incompatibilità o le altre situazioni comunque idonee a compromettere l'indipendenza (v. art. 149-*ter*). Questa disposizione denota una crescente convergenza dell'approccio regolamentare di tipo preventivo adottato per i revisori legali a quello tipico degli intermediari mobiliari, che nel precedente capitolo abbiamo visto caratterizzarsi per una forte valorizzazione del momento organizzativo relativo alla predisposizione di presidi interni volti alla prevenzione ed alla gestione dei conflitti di interessi.

Negli articoli successivi, la Consob detta due tipologie di incompatibilità. La prima è rappresentata da una casistica chiusa di fattispecie che costituiscono presunzioni assolute di mancanza di indipendenza:

- (1) la detenzione di un “interesse finanziario”¹⁰⁰ nell'emittente (v. art. 149-*quater*(1));
- (2) la sussistenza di una “relazione d'affari” o di impegni ad instaurare tale relazione (v. art. 149-*quinquies*(1) e (3))¹⁰¹;
- (3) la partecipazione al capitale della società di revisione da parte dell'emittente, sua controllata o controllante, o la titolarità di una posizione che potrebbe essere fonte di indebite influenze sullo svolgimento dell'attività di revisione (v. art. 149-*sexies*)¹⁰²;
- (4) la prestazione di lavoro autonomo o subordinato in favore dell'emittente (v. art. 149-*septies*(1));
- (5) partecipazione agli organi di amministrazione e controllo dell'emittente e di soggetti ad esso collegati (v. art. 149-*octies*(1) e 149-*nonies*(1));

¹⁰⁰ La definizione di “interesse finanziario” è all'art. 149-*bis*(7) del Regolamento Emittenti, secondo cui: “è un interesse, detenuto anche per interposta persona, che consente il controllo sugli strumenti finanziari rientranti in una delle seguenti categorie: a) azioni e altri titoli rappresentativi di capitale di rischio; b) strumenti finanziari previsti dagli articoli 2346, comma 6, e 2349, comma 2 del codice civile; c) obbligazioni e altri titoli di debito; d) qualsiasi altro Titolo che permetta di acquisire gli strumenti finanziari indicati nelle precedenti lettere; e) strumenti finanziari derivati aventi ad oggetto gli strumenti finanziari indicati nelle precedenti lettere.”

¹⁰¹ La definizione di “relazioni d'affari” è all'art. 149-*bis*(8) del Regolamento Emittenti, secondo cui: “sono relazioni che comportano un interesse comune di natura commerciale o finanziaria”.

¹⁰² La presunzione è speculare a quella della detenzione di un interesse finanziario nell'emittente, contemplata all'art. 149-*quater* del regolamento.

- (6) prestazione di servizi di consulenza legale che comportano l'attribuzione di poteri di rappresentanza del cliente nonché servizi che comportino l'assistenza legale nell'ambito di controversie (v. art. 149-*decies*)¹⁰³.

Tali presunzioni sono state elaborate sulla scorta delle indicazioni contenute nella nuova Direttiva del 2006, che – come si considererà più in dettaglio nel successivo paragrafo – considera rilevante ai fini dell'individuazione di una causa di incompatibilità la sussistenza di relazioni dirette o indirette di natura finanziaria, di affari, di lavoro o di altra natura, inclusa la prestazione di servizi accessori, tra la società soggetta a revisione ed il revisore, la società di revisione ed il network di appartenenza (v. art. 22(1) della Direttiva).

L'ambito di applicazione soggettivo delle suddette incompatibilità è piuttosto ampio e comprende, oltre alla società che ha conferito l'incarico e la società di revisione, anche da un lato le controllanti e le controllate della prima, e dall'altro gli appartenenti alla medesima catena di comando¹⁰⁴, il team di persone che hanno svolto la revisione ed altri soggetti ad essi collegati a vario titolo (ad es. per rapporti familiari o di condivisione di ufficio).¹⁰⁵

In aggiunta a ciascuna delle suddette presunzioni assolute, la Consob stabilisce una seconda categoria di incompatibilità, costituita da tutte quelle ipotesi "aperte" che non ricadono in quelle espressamente contemplate, "*qualora, avuto riguardo a quanto previsto dai principi applicabili in materia di indipendenza*"¹⁰⁶, *ne risulti, nel caso specifico, compromessa l'indipendenza del*

¹⁰³ Quest'ultimo articolo rappresenta l'esercizio da parte della Consob della delega regolamentare accordata all'art. 160, co. 1-*ter*, lett. i) del TUF, dove si chiede alla Commissione di individuare altri servizi *non-audit* a cui associare ipotesi di incompatibilità, sulla scorta dei principi di indipendenza contenuti nell'ottava direttiva (ora sostituita dalla Direttiva del 2006). Nella Relazione illustrativa delle modifiche al Regolamento Emittenti, la Consob ha spiegato la ratio della disposizione motivando che secondo il legislatore comunitario il principio di indipendenza della revisione rischia di essere compromesso: "*in caso di auto-riesame, interesse personale, esercizio del patrocinio legale, familiarità, fiducia eccessiva o intimidazione.*" La Consob ha vietato i servizi legali che a suo parere presentano maggiormente i rischi di cui sopra.

¹⁰⁴ Ai sensi del Regolamento Emittenti:

La "catena di comando", da individuare nella società di revisione in relazione a ciascun incarico, è costituita da coloro che hanno una responsabilità diretta di supervisione, di direzione, di remunerazione o altre responsabilità di controllo nei confronti di qualsiasi socio o amministratore della società di revisione che sia direttamente coinvolto nello svolgimento dell'incarico.

¹⁰⁵ Più in dettaglio...

¹⁰⁶ Il Regolamento non fornisce una definizione, né elementi univoci per risalire a quali siano tali "principi applicabili in materia di indipendenza". Nel TUF, particolarmente all'art. 160, co. 1-*ter*, lett. i), è presente un riferimento ai "*principi (...) in tema di indipendenza della società di revisione*", ma trattasi per espressa previsione dei principi dettati nell'ottava direttiva (ora, come si è detto più volte, superata dalla Direttiva 2006). La genericità dell'espressione utilizzata dalla Consob nel formulare la clausola generale di incompatibilità nel Regolamento Emittenti, invece, sembrerebbe favorire un'interpretazione più ampia, che ricomprende nell'inciso non solo i principi di indipendenza dei revisori ricavabili dalle discipline comunitarie e recepite dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri, ma anche quelli derivanti dagli standard internazionali elaborati dallo IOSCO e di cui abbiamo trattato.

revisore".¹⁰⁷ Pertanto, la Consob ha affiancato alle presunzioni assolute una clausola generale diretta a riportare la fattispecie astratta di incompatibilità sul piano dei principi, evitando di ridurla ad un elenco chiuso di ipotesi espressamente previste. Come abbiamo già osservato, una tale scelta regolamentare appare in linea di principio particolarmente opportuna sia in quanto garantisce maggiore coerenza con il *principle-based approach* abbracciato dal legislatore comunitario sia, più in generale, al fine di non irrigidire la disciplina in un regime eccessivamente difficile da adattare al caso concreto.

Sorge, tuttavia, un problema interpretativo circa la natura di tale seconda categoria di incompatibilità e le modalità attraverso cui dovrebbero essere individuate e gestite. In particolare, l'applicazione della clausola generale, ossia la rilevazione in concreto della sussistenza di una causa di incompatibilità diversa dalle presunzioni, richiede una valutazione caso per caso di circostanze specifiche che compromettono l'indipendenza, con un coinvolgimento sia della società che conferisce l'incarico che della società di revisione. Il primo inciso della clausola, infatti, sembra attribuire rilevanza ad ipotesi di incompatibilità attuali, ossia di effettiva mancanza di indipendenza (*"ne risulti, nel caso specifico, compromessa l'indipendenza"*).

In contraddizione con questa lettura si pone la seconda parte della medesima regola, che impone alla società di revisione e all'emittente che conferisce l'incarico di individuare e darsi "*reciproca comunicazione delle situazioni potenzialmente suscettibili di compromettere l'indipendenza del revisore*". In questo contesto, la Consob richiama espressamente la rilevanza di situazioni di mero rischio¹⁰⁸. Sembrerebbe logico pertanto che lo scambio di informazioni sulle incompatibilità debba intervenire prima del conferimento dell'incarico, in modo eventualmente da non procedere alla nomina, conformemente al divieto di cui all'art. 160(1) del TUF. Invece, almeno secondo la lettera della norma, la comunicazione reciproca sembrerebbe trovare applicazione con riferimento a società che hanno già conferito l'incarico. Non è chiaro, allora, a quale delle due situazioni (quella di attuale mancanza di indipendenza o del suo mero rischio) dovrebbe darsi rilevanza ai fini dell'individuazione delle cause di incompatibilità "aperte", né in quale momento la comunicazione reciproca debba intervenire.

Gli standard internazionali, che molto probabilmente la Consob ha considerato nel dettare la disciplina secondaria, forniscono un'utile guida

¹⁰⁷ Tale clausola generale è formulata con riferimento a ciascuna fattispecie presuntiva, nel comma 2 degli articoli da 149-*quater* al 149-*novies*, escluso il 149-*sexies*.

¹⁰⁸ Ciò è quanto conferma anche la Relazione illustrativa delle modifiche al Regolamento Emittenti, che specifica testualmente: "*Le situazioni di cui alla seconda categoria richiedono, quindi, da parte della società di revisione e della società che ha conferito l'incarico, una valutazione caso per caso del rischio per l'indipendenza che esse comportano*".

nell'interpretazione dei due incisi. Al par. 15 dei principi IOSCO sull'indipendenza dei revisori si raccomanda, infatti, che i revisori individuino ostacoli attuali e potenziali all'indipendenza e stabiliscano procedure interne per mitigarne gli effetti. Inoltre, al par. 25, terzo punto lo IOSCO indica tra le procedure che l'*audit committee* può seguire per favorire l'indipendenza del revisore quella di ottenere dall'emittente informazioni sulle politiche interne volte a vigilare e a garantire la terzietà della revisione.

Ci sembra allora che l'interpretazione più ragionevole della disposizione sia che la società di revisione e l'emittente debbono: (a) individuare quali siano le cause astrattamente in grado di inficiare, anche in via meramente potenziale, l'indipendenza del revisore (ad esempio precedenti rapporti con la società o con le persone fisiche deputate alla revisione) alla luce degli indirizzi elaborati dagli standard sia nazionali che internazionali¹⁰⁹; (b) valutare se nel caso concreto sussistano ostacoli all'indipendenza attuali o potenziali; (c) darsene reciprocamente informazione prima del conferimento dell'incarico, anche al fine di permettere alle parti di valutare l'effettiva sussistenza di eventuali cause di incompatibilità. In altre parole, la disposizione va letta come una regola volta a disciplinare una situazione di pericolo, analogamente a quanto interviene in materia di servizi di investimento riguardo il concorso di interessi potenzialmente conflittuale: essa impone alle società la predisposizione di presidi volti alla prevenzione delle incompatibilità, tali presidi essendo l'obbligo di elaborare una casistica di massima delle ipotesi che potrebbero inficiare l'autonomia di giudizio del revisore, il dovere di valutare alla luce delle situazioni e dei rapporti passati o presenti se nel caso di specie sussistono o potrebbero sussistere tali limitazioni all'indipendenza e di scambiarsi informazioni circa le situazioni individuate all'esito di tale mappatura interna¹¹⁰. Stante la portata poco chiara della norma, si auspica in ogni caso che la Consob provveda a fornire un'interpretazione circa gli effettivi obblighi a carico del revisore e dell'emittente.

(ii) Il Regolamento Emittenti contempla due disposizioni che riguardano l'altra tipologia di divieti: quelli a carico delle società di revisione di prestare i servizi *non audit* di cui all'art. 160, co. 1-ter. La prima ne specifica l'ambito di applicazione soggettivo, fornendo la definizione di "rete", ovvero del network di appartenenza del revisore. Tale nozione, dettata dalla Consob all'art. 149-bis(2), prende opportunamente a riferimento quella prevista dal legislatore comunitario

¹⁰⁹ Cfr. commento in nt. 102.

¹¹⁰ In aggiunta, qualora dovesse sussistere in concreto un caso di incompatibilità attuale, ossia qualora l'indipendenza dovesse essere effettivamente venuta a mancare, la regola da applicare e la procedura da seguire sarà quella disposta all'art. 149-*undecies*, consistente nell'obbligo di informare l'altra parte e la Consob, nonché per le società di revisione, di elaborare soluzioni e provvedimenti provvisori (v. *infra*).

all'art. 2(7) della Direttiva del 2006¹¹¹. La seconda norma è il già citato art. 149-*decies*, con cui la Consob ha esercitato la delega regolamentare accordata all'art. 160, co. 1-*ter*, lett. i) del TUF ed ha individuato tra gli ulteriori servizi vietati quelli: “*di consulenza che comportano l'attribuzione di poteri di rappresentanza del cliente nonché i servizi di assistenza legale nell'ambito di controversie*”. Riguardo quest'ultima disposizione, appare criticabile che la Consob non abbia incluso l'attività di consulenza legale di tipo stragiudiziale.

(iii) In presenza di una delle cause di incompatibilità (presuntive o generali) previste nel TUF (all'art. 160) e nel Regolamento Emittenti (agli artt. da 140 *quater* a 140 *decies*) si applica – analogamente alla materia dell'intermediazione mobiliare – una regola di gestione del conflitto di interesse, che è dettata all'art. 149-*undecies*. Tuttavia, coerentemente alla differente natura del rapporto sottostante e, conseguentemente, alla diversa dinamica del conflitto, la regola di gestione applicabile in materia di revisione contabile non è la medesima di quella contemplata per l'ipotesi dell'intermediazione, in quanto prevede il riconoscimento di un forte potere di intervento dell'Autorità pubblica sul rapporto privatistico (ma di interesse generale) tra emittente e revisore.

Specificatamente, nella revisione la gestione consiste in uno scambio di informazioni tra emittente e revisore ed in una comunicazione alla Consob. Innanzitutto, vige l'obbligo a carico della società di revisione di dare informazione dell'incompatibilità agli organi di amministrazione e controllo dell'emittente che ha conferito l'incarico di revisione, nonché alla Consob, avendo cura di dare indicazioni de: “*le iniziative che intende intraprendere per rimuovere tale situazione, i relativi tempi, nonché le cautele da adottare nell'immediato in via provvisoria*”. La Consob potrà a questo punto adottare eventualmente i provvedimenti sanzionatori di cui agli artt. 160 e 163 del TUF¹¹². Si dubita dell'efficacia di tale meccanismo di gestione dei conflitti di interessi, considerato che davvero non si riesce ad immaginare le ragioni per cui le società di revisione (o - come si dirà tra breve - l'emittente) dovrebbero attivare di propria sponte una procedura che consiste in una sorta di autodenuncia alla Consob.

¹¹¹ La rete è definita all'art. 149 bis come la: “*struttura più ampia - nazionale ed internazionale – cui appartiene la società di revisione, che si avvale della medesima denominazione o attraverso la quale vengono condivise risorse professionali, e comprendente comunque le società che controllano la società di revisione, che sono da essa controllate, ad essa collegate o sottoposte con essa a comune controllo, è composta da entità individuate secondo i seguenti criteri: presenza di un fine comune di cooperazione, nonché: i) condivisione di utili o costi, o ii) riconducibilità ad una proprietà o ad una direzione comuni, o iii) condivisione di direttive e procedure comuni di controllo della qualità, o iv) condivisione di una strategia aziendale comune, o v) utilizzo del medesimo marchio, o vi) condivisione di una parte rilevante delle risorse professionali o organizzative.*”

¹¹² La precisazione che la Consob potrà eventualmente adottare i provvedimenti sanzionatori di cui agli artt. 160 e 163 del TUF sembra - a dire il vero – superflua. Essa peraltro mal si concilia con la circostanza che l'articolo non indica se la Consob possa o meno, prima ancora che sanzionare, esercitare i propri poteri di vigilanza. Ci sembra tuttavia del tutto ingiustificato ed arbitrario interpretare la norma nel senso che tali poteri di vigilanza sarebbero nel caso esclusi.

In secondo luogo, la disciplina contempla un duplice ruolo della società conferente l'incarico nella gestione delle incompatibilità. Da un lato, il comma 1 dell'art. 149-*undecies* prevede che, una volta ricevuta l'informazione dalla società di revisione, la società conferente l'incarico invii, se necessario, alla Consob le proprie osservazioni. Dall'altro, al comma 2, si prevede la possibilità che sia l'emittente stesso ad avviare la procedura, comunicando la presenza di una situazione di incompatibilità alla società di revisione ed alla Consob, non appena ne venga a conoscenza. Anche in questo caso, la società di revisione dovrà individuare le iniziative per rimuovere l'incompatibilità e le misure cautelative e comunicarle alla Consob ed all'emittente. Con tali disposizioni la Consob ha inteso chiarire meglio le responsabilità dell'emittente soggetto a revisione, che è d'altronde il soggetto al quale si applica il divieto previsto all'art. 160 del TUF di conferire incarichi in presenza di incompatibilità.

Sorprende (e crea dubbi di legittimità), tuttavia, questa discrepanza tra l'approccio adottato dal legislatore primario, che – come abbiamo già osservato – sembrerebbe individuare la società emittente come il soggetto passivo dei divieti di cui all'art. 160(1) e l'approccio seguito dalla Consob, che assegna invece un ruolo primario nella gestione delle incompatibilità alla società di revisione. L'impressione è che la Consob si sia accorta dell'irragionevole formulazione della disciplina primaria e abbia tentato di porvi rimedio attraverso la previsione di una medesima procedura di gestione del conflitto per ambedue le ipotesi di incompatibilità.

Si noti come la Consob non individua una regola univoca da applicare al momento dinamico dell'azione in presenza di una situazione di incompatibilità, né detta criteri comportamentali di massima da seguire, ma lascia alla società di revisione la determinazione delle iniziative più opportune da intraprendere. Pertanto, mentre all'intermediario mobiliare in conflitto di interesse è imposto a livello di normativa primaria di conformarsi al principio dell'equo trattamento (nella gestione collettiva) o al dovere di evitare che i conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti (nei servizi di investimento), alla società di revisione si richiede di stabilire essa stessa come rimuovere la situazione di incompatibilità. Si tratta evidentemente di una regola molto generica che finisce per rendere altamente, e forse anche eccessivamente, discrezionale il compito della Consob di valutare l'efficacia delle misure proposte dal revisore e conseguentemente l'eventuale applicazione della sanzione, a discapito di un regime di maggiore certezza del diritto.

(iv) Passando al tema dei compensi percepiti dalle società di revisione e dalle entità appartenenti alla rete, la Consob è ora chiamata a stabilirne le forme di

pubblicità, specificando separatamente il quantum a fronte della prestazione di servizi di revisione e a fronte di ciascun altro incarico da individuarsi per tipo o categoria (v. art. 160.1-*bis* del TUF). Il nuovo art. 159(7) del TUF prevede che i criteri generali per la determinazione dei corrispettivi di revisione siano individuati dalla Commissione con regolamento, fermo restando il principio di base per cui la corresponsione degli stessi non può essere commisurata in alcun modo alla prestazione di servizi aggiuntivi, né subordinata all'esito della revisione. Si tratta di una regola volta anch'essa a favorire l'autonomia del revisore e l'obiettività del giudizio sui bilanci, evitando che i compensi siano strutturati in modo tale da costituire incentivi perversi in grado di alimentare i conflitti di interesse.

La Consob ha esercitato la delega all'art. 145-*bis* del Regolamento Emittenti, dove si specifica che la determinazione dei compensi deve essere tale da assicurare la qualità e l'affidabilità dei lavori, nonché l'indipendenza del revisore. Il Regolamento Emittenti si è limitato a confermare principi di massima e criteri che nella prassi vengono già di fatto adottati dalle società di revisione nel dare un prezzo ai propri servizi di revisione, prevedendo che il corrispettivo sia calcolato in considerazione delle ore e delle risorse professionali da impiegare e proporzionalmente alla dimensione, composizione e rischiosità delle grandezze economico-finanziarie dell'emittente. La prudenza della Commissione si spiega con la difficoltà di regolamentare un profilo che incide sulla competizione di società che operano in un settore altamente concentrato e propenso a comportamenti paralleli. Fornire criteri di tariffa può in questo contesto rappresentare un'ulteriore barriera anticoncorrenziale per chi, magari dotato di strutture più agili delle *big four*, potrebbe essere in grado di fornire il servizio ad un prezzo più conveniente¹¹³.

Un altro aspetto significativo sotto il profilo dell'indipendenza del revisore è l'estensione stabilita dalla Consob al comma 3 dell'art. 145-*bis* del Regolamento Emittenti dell'ambito di applicazione soggettiva del divieto di stabilire il compenso in funzione di servizi aggiuntivi o dall'esito della revisione. L'ampliamento interviene da un lato con il riferimento, oltre che alla società di revisione, a tutte le entità appartenenti al medesimo *network* della stessa e, dall'altro, oltre che all'emittente, alle società da esso controllate, le controllanti e quelle sottoposte a comune controllo. La disposizione è particolarmente opportuna, in ragione della facilità con cui la regola sulla determinazione dei compensi avrebbe finito per poter essere aggirata attraverso l'utilizzo dei gruppi.

¹¹³ Cfr. PRESTI (2005), p. 308.

3.4 Il regime sanzionatorio a fronte della violazione dei requisiti di indipendenza

La riforma del risparmio ha ampliato i poteri sanzionatori della Consob in materia di indipendenza del revisore contabile. Una prima novità è la previsione di una categoria di rimedi specificatamente rivolti a colpire la violazione dei divieti e delle incompatibilità dettati ai fini di garantire l'indipendenza della revisione contabili. Tali rimedi possono essere applicati dalla Consob nei confronti delle persone fisiche e giuridiche a cui si rivolgono le disposizioni dettate all'art. 160 e consistono in una sanzione amministrativa pecuniaria dal 100.000 a 500.000 euro (v. comma 1-*octies* del medesimo articolo). Il legislatore riconosce minimo edittale previsto in materia di incompatibilità è dieci volte più elevato di quello previsto all'art. 163(1)(a) per le sanzioni applicabili alle società di revisione in caso di irregolarità nello svolgimento dell'attività di revisione. Inoltre, i nomi dei soci o dei dipendenti personalmente responsabili è comunicata al Ministero della Giustizia, che ne dispone la cancellazione dal registro dei revisori contabili (art. 163(2)(c-*bis*)).

Ulteriori sanzioni amministrative sono a carico della società di revisione in caso di irregolarità nello svolgimento dell'attività di revisione, che vanno dall'intimazione di non avvalersi dell'opera del responsabile di una revisione contabile a cui sono ascrivibili irregolarità¹¹⁴, alla revoca dell'incarico di revisione e dalla sanzione pecuniaria da 10.000 a 500.000 euro al divieto di accettare nuovi incarichi per un periodo massimo di tre anni. Per i casi più gravi, compresa la violazione di una incompatibilità imputabile anche alla responsabilità della società di revisione, la Consob può disporre la cancellazione dall'albo (art. 163).

3.5 Le modifiche alla luce della disciplina comunitaria di prossima trasposizione

Come già anticipato, l'impianto appena descritto dovrà presto essere oggetto di ulteriore revisione in sede di trasposizione della recente direttiva 2006/43/EC sulla revisione dei conti annuali (di seguito la "Direttiva"), che abroga e sostituisce l'ottava direttiva 84/253/CEE del 10 aprile 1984¹¹⁵. La Direttiva si

¹¹⁴ La norma è indirizzata ai soli responsabili della revisione, ossia a coloro che hanno sottoscritto la relazione di giudizio sui bilanci, a differenza di quanto era invece previsto all'art. 11 del d.p.r. n. 136/75, ove la sospensione si applicava a tutte le persone a cui erano ascrivibili le irregolarità; cfr. LUCHENA (2005), p. 1080.

¹¹⁵ L'ottava direttiva prevedeva taluni obblighi in materia di iscrizione all'albo e di integrità professionale dei revisori contabili, ma non prescriveva le modalità attraverso cui effettuare il controllo legale dei conti, né

propone di armonizzare il settore della revisione contabile, introducendo l'obbligo del controllo esterno sulla professione (in questo l'Italia si è rivelata pioniera), precisando i requisiti di indipendenza e di idoneità tecnica e migliorando la collaborazione tra le autorità di vigilanza.

Tra gli aspetti più significativi sotto il profilo dell'impatto sulla disciplina italiana si segnala innanzitutto che la Direttiva, a differenza che negli USA, non fornisce una lista di servizi *non-audit* vietati. In linea con le posizioni espresse dalla Commissione Europea nella Raccomandazione del 2002 e nella Comunicazione del 2003, l'approccio comunitario è meno rigido, predilige la formulazione di una regola generale (v. art. 22 della Direttiva), ossia di un divieto di intrattenere relazioni d'affari, di lavoro o di altro genere e di prestare attività - inclusi i servizi accessori - che rischiano di compromettere l'indipendenza del revisore.¹¹⁶ In presenza di tale rischio, la Direttiva impone di mitigarne gli effetti attraverso opportune misure di salvaguardia e solo ove ciò non sia possibile astenersi dallo svolgere l'incarico. Alla Commissione è demandato il compito di specificare ipotesi esemplificative di conflitto di interessi. Il revisore non deve altresì partecipare all'assunzione di decisioni all'interno della società oggetto di controllo.

Conformemente alle raccomandazioni IOSCO, la Direttiva impone agli Stati membri di prevedere un obbligo a carico delle società oggetto di controllo di istituire un *audit committee* (o assegnarne le funzioni ad un organo equivalente) composto da membri non esecutivi, di cui almeno uno dotato di requisiti di indipendenza e competenza in materia di revisione contabile, col compito, tra l'altro, di selezionare la società di revisore (il conferimento dell'incarico è poi effettuato, ai sensi dell'art. 37 della Direttiva dall'assemblea o da altro organo non

istitutiva una qualche forma di controllo esterno sulla professione. In mancanza di un regime comune, a partire dal 1996 la Commissione Europea aveva avviato una riflessione sull'opportunità di procedere ad una ulteriore fase di armonizzazione, riflessione poi conclusasi 10 anni dopo con l'emanazione della nuova Direttiva. In particolare, nel 1996 la Commissione aveva elaborato un Libro Verde dal titolo "Il ruolo, la posizione e la responsabilità del revisore legale dei conti nell'Unione Europea", che riceve poi il 15 gennaio 1998 pieno sostegno dal Parlamento Europeo. Il Libro Verde ed il parlamento riconoscono in questa sede l'opportunità di procedere alla definizione di un nucleo comune di principi di base in materia di indipendenza del revisore. Successivamente, si sono susseguite due comunicazioni, una dal titolo "Comunicazione della Commissione relativa alla revisione contabile nell'Unione Europea: prospettive future" del 29 aprile 1998, ed una seconda intitolata "La strategia dell'UE in materia di informativa finanziaria: la via da seguire" del 13 giugno 2000; nonché una raccomandazione del 15 novembre 2000 relativa ai requisiti minimi per il controllo della qualità della revisione legale dei conti nell'UE. Infine, nel 2002 e nel 2003 la Commissione elabora rispettivamente una raccomandazione ed una comunicazione, già citati, con cui si forniscono indicazioni per ammodernare l'ottava direttiva, rafforzando i requisiti di indipendenza, la trasparenza e a potenziare la vigilanza pubblica sui revisori. Da queste riflessioni è scaturita infine la Direttiva del 2006.

¹¹⁶ Già nella Raccomandazione del 2002 la Commissione, invece che indicare specifiche clausole di incompatibilità, aveva indicato quali sono i rischi per l'indipendenza dei revisori, individuandoli nella sussistenza di: conflitto di interessi (*self-interest*), autoriesame (*self-review*), rischio derivante dall'esercizio del patrocinio legale (*advocacy*), eccessiva familiarità (*familiarity*), intimidazione (*intimidation*), cfr. anche punto 3 dell'allegato alla raccomandazione dove i punti vengono meglio analizzati.

collegato al management della società) e monitorarne l'indipendenza, con particolare riferimento alla prestazione di servizi aggiuntivi.

Infine, nella Direttiva la rotazione obbligatoriamente è solo quella a carico del responsabile della revisione. La durata dell'incarico può raggiungere un massimo di sette anni, rinnovabile allo scadere di un periodo di interruzione non inferiore a due.¹¹⁷ Resta ferma la possibilità per il legislatore italiano di mantenere, in aggiunta a quella della persona fisica, la rotazione obbligatoria anche della società di revisione, come riconosciuto alla premessa (26) della Direttiva.¹¹⁸

4. L'indipendenza degli analisti finanziari *sell-side*¹¹⁹ nella disciplina IOSCO

Dietro l'impulso statunitense, nell'immediatezza degli scandali occorsi sul mercato americano, il Comitato Tecnico dello IOSCO ha diffuso uno studio – il *Report on analyst conflict of interest* – a cui ha fatto seguito un insieme di principi sul medesimo tema: gli *IOSCO Statement of Principles for addressing sell-side securities analyst conflict of interest* del settembre 2003.

Nel primo lavoro si esamina nel dettaglio la fenomenologia del conflitto di interessi in seno agli analisti finanziari che operano per un intermediario di mercato (c.d. *sell-side analyst*)¹²⁰, prendendo a riferimento i *survey* condotti in 13 giurisdizioni (tra cui l'Italia)¹²¹. Lo studio segue le indagini giudiziarie e le inchieste parlamentari che negli Stati Uniti avevano messo in evidenza come le raccomandazioni di acquisto emesse dagli analisti finanziari fossero cresciute in modo sproporzionato nel corso degli anni Novanta, evidenziando un atteggiamento eccessivamente euforico degli analisti finanziari¹²².

¹¹⁷ V. art. 42(2) della Direttiva che prevede la rotazione obbligatoria di "key audit partner(s)".

¹¹⁸ INSERIRE TESTO IN ITAL

¹¹⁹ Le altre categorie di analisti non sono oggetto di trattazione in quanto per essi il problema del conflitto di interessi non è considerato dallo IOSCO altrettanto critico e strutturale.

¹²⁰ Gli analisti finanziari possono suddividersi in tre categorie: i c.d. *sell-side*, che lavorano alle dipendenze degli intermediari mobiliari che offrono servizi di investimento; i c.d. *buy-side*, che lavorano presso investitori istituzionali e le cui raccomandazioni vengono utilizzate internamente all'organizzazione da cui dipendono; e i c.d. indipendenti, non collegati né ad intermediari né ad investitori istituzionali, che offrono studi agli investitori che ne facciano richiesta dietro pagamento di un corrispettivo. La distinzione è tratta da uno studio effettuato dalla SEC, *Analyzing Analyst Recommendations* (June 6, 2002) disponibile sul sito della SEC: www.sec.gov.

¹²¹ Québec, Ontario, Francia, Germania, Hong Kong, Italia, Giappone, Portogallo, Spagna, Svizzera, USA, Regno Unito e Australia.

¹²² La correttezza dei comportamenti degli analisti finanziari era stata dapprima considerata nell'ambito di un'indagine avviata dal celeberrimo *Attorney General* dello Stato di New York, Eliot Spitzer, precedentemente il caso Enron e poi oggetto di valutazioni da parte degli organismi di gestione del mercato, della SEC e del legislatore federale; cfr. CACCHI PESSANI (2003), p. 774. Come si è già evidenziato, anche nel

Il documento considera le fonti del conflitto (individuate nella polifunzionalità dell'intermediario o del gruppo di appartenenza; nelle forme di remunerazione degli analisti; negli intrecci con gli emittenti oggetto di analisi e nel *reporting* interno) ed offre una ricognizione dei principali approcci regolamentari adottati nelle 13 giurisdizioni pilota.

Vengono infine individuate le questioni chiave attorno alle quali ruota la problematica del conflitto di interessi per questa categoria di operatori. Sulla base delle conclusioni raggiunte a seguito dell'indagine, il Comitato Tecnico ha poi valutato l'opportunità di redigere specifiche raccomandazioni (gli *IOSCO Statement of Principles*) volte ad orientare l'attività di legislatori, autorità ed operatori di mercato. Per ciascun principio sono evidenziate le raccomandazioni ritenute "core", rappresentative di obiettivi indefettibili, dalle "other measures", ossia principi comunque meritevoli di considerazione. L'individuazione delle modalità di trasposizione degli standard è invece lasciata a ciascun ordinamento, in ragione delle proprie specificità. Lo IOSCO si limita ad offrire casi esemplificativi che possono essere utilizzati come riferimento.

Il punto di partenza in ambedue i documenti è il riconoscimento che l'obiettività e l'integrità delle informazioni diffuse dagli analisti rappresenta un fattore essenziale per la tutela degli investitori e per la correttezza, efficienza e trasparenza del mercato nella cui promozione risiede il compito istituzionale dello IOSCO.¹²³ La conclusione è la necessità che venga garantita l'indipendenza dell'analista attraverso misure "core" di prevenzione, di gestione e di trasparenza. Tali standard consistono in un insieme articolato di incompatibilità, obblighi e divieti in relazione a:

- (i) lo svolgimento di attività di trading (es. divieto di negoziare titoli in senso contrario alla raccomandazione fornita o nel periodo precedente la pubblicazione della raccomandazione – c.d. *dealing ahead*);
- (ii) presenza di interessi finanziari propri o dell'intermediario presso cui si presta servizio (es. obblighi di informazione al mercato circa le relazioni tra emittente ed intermediario o di eventuali investimenti effettuati dall'analista);

caso Parmalat si è assistito a raccomandazioni eccessivamente ottimistiche sino al periodo immediatamente precedente il crack.

¹²³ V. le introduzioni del *Report* e dei Principi.

- (iii) indebite influenze da parte di altri comparti dell'intermediario presso cui si presta servizio (es. divieto di partecipare a *roadshows* o di ricevere promesse o incentivi dagli emittenti);
- (iv) attività di *reporting* interno (es. divieto di fornire informazioni al settore *investment banking*).

Questo primo set di misure sono espressione di un approccio che disciplina il conflitto in un'ottica di prevenzione e di trasparenza e che guarda con favore divieti ed incompatibilità volti ad impedire la nascita stessa della situazione di conflitto, in circostanze ritenute già particolarmente cariche di pericolo. In linea anche con gli studi empirici condotti negli ultimi anni, lo IOSCO raccomanda l'introduzione di divieti con riferimento a tutti quei profili che abbiamo visto rappresentare punti cruciali in tema di indipendenza e credibilità degli analisti, ossia la detenzione di interessi finanziari propri, la remunerazione e l'indebita influenza di altri settori del business.

Lo IOSCO tuttavia riconosce rilevanza anche all'altro aspetto della gestione del conflitto ossia della prevenzione del suo sfruttamento. A tale riguardo, lo IOSCO evidenzia la necessità che gli intermediari presso cui operano gli analisti finanziari istituiscano procedure interne volte ad individuare e neutralizzare i conflitti attuali e potenziali, nonché eliminare, gestire e rendere trasparenti i rapporti da cui possono originare indebite influenze da soggetti esterni, quali l'emittente o gli investitori istituzionali. La *disclosure*, inoltre, deve in ogni caso presentare i caratteri della completezza, tempestività, chiarezza, concisione, specificità e rilevanza.

Gli analisti e/o gli intermediari presso cui operano devono essere soggetti ad un generale obbligo di correttezza nei confronti dei propri clienti, nonché ad un divieto di agire in modo fuorviante o decettivo. Infine, lo IOSCO riconosce l'importanza rivestita dall'*investor education* nel favorire la capacità dei fruitori delle analisi finanziarie di valutare la portata e l'influenza dei conflitti di interesse¹²⁴.

Anche in questo settore gli standard internazionali dettati dallo IOSCO sembrano aver risentito fortemente dell'influenza statunitense, come si evince dal parallelismo molto netto con la regolamentazione introdotta ai sensi del *Sarbanes-Oxley Act*. In particolare, il Congresso americano ha dedicato al tema del conflitto

¹²⁴ Poiché lo svolgimento indipendente del servizio di analisi finanziaria produce effetti positivi anche in termini di *corporate governance*, i principi IOSCO sono anche richiamati negli OECD Principles, che al principio V.F riconoscono il peso delle raccomandazioni formulate dagli analisti nelle scelte di investimento dei risparmiatori e la conseguente necessità che esse non siano inquinate dalla presenza di conflitti.

degli analisti finanziari l'intero titolo V, composto dalla *section* 501 che demanda alla SEC o ad una SRO appositamente delegata l'adozione della normativa volta a prevenire l'insorgenza dei conflitti di interesse per gli analisti finanziari. La SEC ha esercitato la delega nel maggio 2002, approvando le modifiche ai regolamenti in essere, particolarmente alla NASD Rule 2711 ("*Research Analysts and Research Reports*") ed alla NYSE Rule 472 ("*Communications with the Public*"). Le disposizioni così introdotte: (i) proibiscono di agganciare la remunerazione dell'analista a determinate transazioni e di sottoporre l'analista o gli studi da questo prodotti alla supervisione e al controllo del dipartimento di *investment bank*, (ii) limitano l'operatività sul titolo oggetto di analisi, anche vietando il compimento di transazioni in senso contrario alla raccomandazione fornita; (iii) prevedono dettagliate norme sulla trasparenza degli interessi sussistenti, oltre che dei metodi di valutazione adottati¹²⁵.

5. *L'indipendenza degli analisti finanziari ai sensi della normativa italiana*

5.1 *La disciplina del conflitto di interessi degli analisti finanziari*

Prima che le iniziative adottate a livello internazionale sotto la spinta degli Stati Uniti influenzassero il dibattito europeo sulla prevenzione e gestione dei conflitti di interesse degli analisti finanziari¹²⁶, il settore della produzione di raccomandazioni, studi e ricerche in campo mobiliare non era stato oggetto di misure di armonizzazione. Tra i servizi di investimento ed accessori compresi nell'ambito di applicazione oggettivo della ISD non figurava infatti l'attività di analisi finanziaria, la cui disciplina era lasciata alla libera iniziativa degli Stati Membri.

Per l'Italia, come per gli altri paesi dell'Unione, ciò ha significato per lungo tempo che detta attività non fosse regolamentata: l'analisi finanziaria è stata qualificata come professione libera e non protetta¹²⁷. Tuttavia, la Consob aveva avvertito l'esigenza di affrontare il problema dei conflitti di interesse nella diffusione al pubblico di informazioni finanziarie e, perciò, nel 2001 aveva

¹²⁵ Sulla normativa statunitense applicabile agli analisti finanziari cfr. GROSS (2002), che descrive anche la regolamentazione vigente precedentemente gli scandali finanziari; ZHANG (2007), p. 587 ss.

¹²⁶ Cfr. da ultimo la Comunicazione della Commissione Europea "*Investment research and financial analysts*" del 12 dicembre 2006 dove si riconosce apertamente che il rapporto IOSCO ha influito sul dibattito concernente il conflitto di interessi degli analisti finanziari.

¹²⁷ Secondo gli studi comparativi effettuati dallo IOSCO la mancanza di requisiti di accesso e di obblighi di registrazione per l'esercizio di attività di analisi finanziaria era un modello diffusissimo nel mondo sino a pochi anni fa; cfr. *Report on Analysis Conflicts of Interest*, par. C., p. 5 ss.

introdotto un regime di trasparenza attraverso una modifica all'art. 69 del Regolamento Emittenti.¹²⁸ In particolare, detto articolo prevedeva la trasmissione alla Consob e il deposito presso la società di gestione del mercato dello studio entro il giorno in cui veniva diffuso presso il pubblico, nonché l'indicazione con evidenza grafica della sussistenza di conflitti di interesse. Il secondo comma disponeva inoltre che, qualora gli studi o le statistiche fossero destinate ai soli soci dell'emittente ovvero ai singoli clienti dell'intermediario, il deposito potesse essere effettuato entro 10 giorni (termine poi elevato a 60 giorni)¹²⁹ da quello dell'inizio della diffusione. Si permetteva in questo modo una limitata diffusione selettiva delle informazioni, per dare la possibilità all'emittente o all'intermediario di rifarsi dei costi sostenuti a fronte dell'indagine effettuata nella preparazione dello studio. La portata della norma venne successivamente chiarita con una comunicazione con cui la Consob raccomandava che venisse fornita nello studio indicazione de *“lo specifico interesse di chi diffonde gli studi riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto di analisi, di cui si deve dar conto con evidenza grafica, indicandone le ragioni e l'estensione”*.¹³⁰

Nonostante gli sforzi della Commissione di introdurre una disciplina del conflitto fossero degne di plauso, il regime di trasparenza dettato all'art. 69 del Regolamento Emittenti aveva un ambito di applicazione soggettivo eccessivamente limitato, atteso che era rivolta ai soli emittenti di prodotti finanziari, intermediari finanziari autorizzati ed istituzioni aventi relazioni di controllo con essi. Pertanto, in mancanza di una riserva di attività in favore degli analisti finanziari, la disposizione presentava la grave pecca di non coprire tutti coloro che, pur non essendo emittenti o intermediari autorizzati ad operare in Italia, diffondevano sul nostro mercato studi e statistiche (ad esempio, intermediari comunitari o extracomunitari privi di autorizzazione, ma in grado di raggiungere investitori italiani, e gli analisti indipendenti). Questa circostanza aveva creato notevoli svantaggi competitivi agli analisti italiani, che si trovavano a doversi confrontare sul medesimo mercato con concorrenti soggetti ad un

¹²⁸ L'art. 69 del Regolamento Emittenti era stato emanato in esercizio della delega contenuta all'art. 114(8)(9) del TUF, secondo cui la Consob doveva indicare in quali casi e con quali modalità dovessero essere fornite al pubblico informazioni su studi e statistiche concernenti gli emittenti quotati elaborati dagli intermediari, nonché dai soggetti in rapporto di controllo con essi.

¹²⁹ La modifica era intervenuta con delibera n. 13616 del 12 giugno 2002 a seguito del riconoscimento dell'inadeguatezza del precedente termine, giudicato troppo breve per incentivare la produzione di studi in modo da ridurre asimmetrie informative; v. DI CASTRI (2004), p. 498, nt. 70.

¹³⁰ Cfr. Comunicazione Consob n. DME/1029775 del 20 aprile 2001, nella quale peraltro la Consob mette in luce la sussistenza dei conflitti di interesse degli analisti finanziari in ragione della polifunzionalità: *“quando i soggetti che diffondono gli studi appartengono a gruppi finanziari polifunzionali, nel cui ambito si effettuano attività e si prestano servizi i cui interessi possono influenzare la correttezza comportamentale dell'attività di realizzazione e diffusione di studi”*. La raccomandazione è stata successivamente ripresa nella Comunicazione DME/3019271 del 26 marzo 2003. La Commissione aveva raccomandato, inoltre, che nello studio fossero evidenziate le fonti e le circostanze che hanno contribuito a formare il giudizio dell'analista e il motivo che ha portato eventualmente ad una loro revisione, la garanzia di una eventuale continuità nella copertura dei titoli oggetto di studio e, in ogni caso, che venissero adottate modalità e tempi di diffusione tali da limitare l'influenza sul processo di formazione dei prezzi.

regime normativo meno restrittivo solo perché non quotati o non autorizzati a prestare servizi di investimento nel nostro paese.

Considerato il vuoto normativo che era presente in Europa in questo settore, non stupisce che la circolazione di modelli attraverso gli standard internazionali sia avvenuta in modo particolarmente forte e l'approccio utilizzato nei paesi dell'Unione per regolamentare l'indipendenza degli analisti finanziari presenti numerosi parallelismi con quello statunitense.

L'esigenza di regolamentare in modo più organico i conflitti di interesse nella redazione di raccomandazioni e studi finanziari si è manifestata inizialmente in sede di disciplina degli abusi di mercato. La diffusione di *report* finanziari con un valore informativo determina infatti una reazione del mercato che alla data di diffusione si troverà ad esaminare l'informazione fornita e ad incorporarla negli ordini di acquisto e di vendita e perciò stesso nel prezzo del titolo. In quanto il *report* ha tendenzialmente un impatto sui corsi degli strumenti finanziari, esso potrebbe essere sfruttato per compiere o favorire il compimento di manipolazioni di mercato ed *insider trading*. Per quanto concerne il primo profilo, come sottolineato dalla SEC nel già citato rapporto svolto sugli analisti finanziari, le raccomandazioni di questi possono essere utilizzate per soddisfare la propria clientela o l'emittente stesso, sostenendo il prezzo dei titoli nel periodo successivo il collocamento. L'analista può anche sfruttare le informazioni incluse nel *report* per operare egli stesso sul titolo, anticipando la reazione del mercato alla pubblicazione di queste.¹³¹

Per quanto concerne la diffusione di informazioni privilegiate, il fenomeno sembra trovare conferma nel dato empirico, come hanno evidenziato studi recentemente condotti sul mercato italiano, e ancor prima sviluppati negli Stati Uniti, che registrano una reazione del mercato alla raccomandazione già nei giorni precedenti la sua emissione.¹³² Questa circostanza fa sorgere il dubbio che possa essere prassi diffusa quella di divulgare in via selettiva ai propri clienti informazioni *price sensitive* prima della relativa emissione.

Proprio per impedire questo tipo di fenomeni distorsivi, è intervenuta la direttiva 2003/6 sugli abusi di mercato (MAD). Per quanto concerne il regime di informazione sulla presenza di conflitti di interesse, un primo riscontro è all'art. 6

¹³¹ Cfr. PLATTNER (2002), p. 4, particolarmente nt. 14, dove si sottolinea che i tipici comportamenti degli analisti in queste circostanze sono il c.d. *scalping*, ossia la vendita delle azioni in contrasto con le raccomandazioni di acquisto precedentemente fornite, ovvero il c.d. *touting*, ossia la diffusione di raccomandazioni senza svelare al mercato i meccanismi remunerativi concordati con l'emittente.

¹³² V. lo studio sul mercato italiano compiuto da CERVELLATI, DELLA BRINA, GIULIANELLI ed i riferimenti ivi contenuti anche alla letteratura che ha investigato gli effetti delle revisioni dei consigli operativi su prezzi e quantità scambiate di titoli quotati.

par. ?? della MAD, che disciplina la diffusione di ricerche e studi, prescrivendo un **obbligo di trasparenza** circa l'esistenza di conflitti di interessi. In conformità all'art. 6, par. 7 della MAD, la Commissione ha anche adottato la Direttiva 2003/125/CE recante le modalità di esecuzione della MAD per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse.

La suddetta normativa è stata trasposta nell'ordinamento italiano all'art. 114, comma 8 del TUF e nel Regolamento Emittenti (art. 69 ss.), riempiendo così una lacuna del nostro sistema solo in parte colmato dalle precedenti iniziative regolamentari della Consob. Il regime di trasparenza oggi applicabile agli analisti finanziari impone un generale dovere di correttezza nella presentazione dell'informazione, nonché un obbligo di comunicare non solo i conflitti di interesse, ma anche l'esistenza di ogni interesse proprio (artt. 69 *quater* e *quinquies*). La Consob ha specificato detti obblighi recependo in termini pressoché letterali quanto disposto nella direttiva 2003/125/CE.

È degna di nota la circostanza che nell'attuale formulazione i doveri si applicano con riferimento non solo a raccomandazioni e ricerche relative a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione sul mercato regolamentato, ma anche relativamente ai titoli di cui sia stata presentata richiesta di ammissione (v. art. 1 MAD e art. 180.1 TUF). Sotto il profilo soggettivo, la normativa si rivolge a qualunque soggetto che elabora o diffonde le raccomandazioni nell'esercizio della propria professione, e dunque anche gli analisti *buy-side* ed indipendenti e a soggetti non altrimenti vigilati in Italia ed Europa. Si supera per questa via il criticabile svantaggio competitivo in cui era stata posta l'industria italiana nella vigenza delle passate disposizioni. Resta il problema, invece, di sovrapposizione di normative nazionali (particolarmente tra quelle europea e statunitense), legato al fatto che gli analisti finanziari operano generalmente *cross-border*, si pongono problemi, problema che come abbiamo visto si colloca all'origine dell'interesse dello IOSCO alla materia.

Con riferimento al profilo sanzionatorio, in aggiunta al reato e all'illecito amministrativo della manipolazione del mercato (artt. 185 e 187 ter del TUF), l'art. 193 del TUF punisce con sanzione amministrativa pecuniaria la specifica violazione degli obblighi relativi alla diffusione di ricerche e raccomandazioni. La sanzione è applicabile non solo all'impresa presso cui l'analista presta servizio, ma anche al senior management e alla persona fisica che ha svolto l'attività. Sotto il profilo della responsabilità civile, si segnala innanzitutto che la previsione, effettuata con l'attuazione della MAD, di doveri specifici nella produzione di analisi finanziarie volti alla tutela del mercato e dunque della generalità degli investitori permette di superare talune difficoltà teoriche evidenziate dalla

dottrina, che rendevano dubbia l'applicabilità della responsabilità aquiliana degli analisti finanziari nei confronti del pubblico indistinto dei risparmiatori.¹³³ Permane, tuttavia, il problema del difficile esercizio dell'azione di responsabilità civile, attesa la difficoltà di provare non solo l'elemento psicologico dell'illecito, ma soprattutto il nesso di causalità tra comportamento dell'analista finanziario e danno subito dall'investitore, nonché di quantificare il danno.¹³⁴

Per quanto riguarda il regime dei divieti e delle incompatibilità, si segnala il divieto - introdotto nella MAD in ossequio alle raccomandazioni IOSCO - del c.d. *dealing ahead*, elencato tra gli esempi di *pratiche manipolative del mercato* (v. art. 1(2) della MAD). Un ulteriore divieto a carico degli analisti è quello di fornire informazioni in via selettiva.

5.2 Dalle regole di trasparenza alle regole di organizzazione: le novità della MiFID

Per quanto concerne le regole di organizzazione, sino al recepimento della MiFID era assente una disciplina italiana di tenore anche solo comparabile al set di misure raccomandate dallo IOSCO. La situazione ha subito considerevoli modificazioni con la recentissima trasposizione della MiFID, che contempla l'analisi finanziaria tra i servizi accessori a cui andranno ad applicarsi le generali regole di condotta ed i presidi relativi alla individuazione e gestione dei conflitti¹³⁵.

La normativa dettata dalla Banca d'Italia e dalla Consob in materia presenta una sezione appositamente dedicata alla specifica problematica dei conflitti nella prestazione dei servizi di analisi finanziaria (v. art. 28 del Protocollo Congiunto con cui si recepisce l'art. 25 della Direttiva di secondo livello 2006/73/CE). Le

¹³³ La questione è stata attentamente analizzata da MAZZONI (2002), il quale rileva come sia controversa la tutela di soggetti terzi estranei al rapporto contrattuale tra analista finanziario e cliente che usufruisce del servizio, particolarmente verso i terzi remoti, ossia di soggetti non identificabili a priori dall'analista in quanto né clienti né investitori istituzionali. La responsabilità degli analisti potrebbe, in questo ambito, fondarsi sul fatto che tali soggetti agiscono sul mercato in qualità di operatori qualificati tenuti a rispettare taluni obblighi di diligenza e correttezza statuiti al di là dei singoli rapporti contrattuali. Pertanto, a nostro parere, l'aver previsto specifici obblighi a carico degli analisti finanziari che producono ricerche o valutazioni ha il pregio di rafforzare la base giuridica sulla quale ancorare la responsabilità ex art. 2043 c.c. degli analisti, anche quelli indipendenti, nei confronti della platea degli investitori.

¹³⁴ Cfr. MAZZONI (2002), p. 245 ss. Sulla responsabilità civile degli analisti finanziari secondo il diritto statunitense, particolarmente sull'utilizzo della normativa anti-frode finanziaria (section 10b SEA), cfr. GROSS (2002), p. 646 ss.; FISCH, SALE (2003), p. 1057 ss.; SULLIVAN (2001), p. 426 ss.

¹³⁵ Cfr. combinato disposto dell'art. 1(6) del TUF (in cui si elencano i servizi accessori) e art. 21(1-bis) concernente gli obblighi in materia di conflitto di interessi, applicabili anche ai servizi accessori.

disposizioni ricalcano in gran parte gli standard IOSCO e garantiscono l'indipendenza dell'analista mediante:

- (a) limitazioni all'attività di trading e alla conclusione operazioni personali relativamente a strumenti finanziari oggetto di ricerca in materia di investimenti o ad essi correlati, ad eccezione rispettivamente di ordini non sollecitati e di ipotesi eccezionali preventivamente autorizzate dalla funzione di controllo di conformità;
- (b) divieto di ricevere incentivi, fatta eccezione per quelli di modico valore, inferiori a quanto specificamente indicato nella politica di gestione dei conflitti di interesse;
- (c) divieto di indebite influenze esterne, particolarmente da parte dell'emittente (divieto di promettere trattamenti di favore e di diffondere le ricerche o le relative bozze qualora contengano una raccomandazione o un prezzo di riferimento); e
- (d) istituzione di idonee misure interne volte alla gestione del conflitto, analogamente a quanto previsto per l'esercizio dei servizi di investimento.

Il legislatore comunitario ha tuttavia deciso di non introdurre una riserva di attività in favore di questa categoria di operatori, per cui anche oggi gli analisti continuano a non essere assoggettati a particolari regimi di autorizzazione e vigilanza (salvo evidentemente quelli *sell-side* incardinati in soggetti vigilati). La ragione risiede nell'esigenza di non rendere troppo oneroso l'esercizio di un'attività che richiede certamente rigore, ma anche pluralismo. L'obiettivo è dunque quello di promuovere uno sviluppo maggiormente concorrenziale del mercato della produzione di studi da parte di analisti indipendenti.

In conclusione, attraverso la circolazione di modelli intervenuta per il tramite dello IOSCO, l'Italia sembra essersi adeguata agli standard internazionali in materia di indipendenza degli analisti finanziari. La trasposizione delle disposizioni comunitarie ha portato all'introduzione di una normativa inedita per il nostro paese, che era sinora privo di una complessiva regolamentazione amministrativa del fenomeno della produzione di analisi finanziarie. Gli aspetti critici continuano a risiedere tuttavia nei meccanismi privati di *enforcement* che allo stato permangono del tutto insufficienti (v. anche osservazioni nel capitolo II).

6. *Le misure IOSCO relative alle società di rating*

I lavori dello IOSCO iniziano subito dopo gli studi condotti dalla SEC sull'interazione tra agenzie di rating e funzionamento dei mercati finanziari.¹³⁶ Il Comitato Tecnico dello IOSCO parte dal riconoscimento dell'importanza del ruolo delle società di rating e della loro influenza sulle scelte di mercato. Un giudizio di rating informato ed indipendente è pertanto un bene da tutelare in un'ottica di protezione degli investitori e di trasparenza, efficienza e stabilità del mercato¹³⁷.

A questi fini, il Comitato Tecnico dello IOSCO ha dapprima svolto una *survey* con modalità non dissimili a quelle utilizzate per gli analisti finanziari (v. il *“Report on the Activities of Credit Rating Agencies”*, settembre 2003), all'esito della quale ha individuato una serie di principi al fine di meglio garantire: (i) la qualità e l'integrità delle procedure di rating; (ii) l'indipendenza e la gestione dei conflitti di interesse; (iii) la trasparenza e la tempestività delle comunicazioni; (iv) la riservatezza delle informazioni. Per quanto concerne specificatamente il tema dell'indipendenza delle agenzie di rating, il Report individua una serie di possibili fonti di conflitto (commissioni pagate dagli emittenti, accesso ad informazioni riservate ed utilizzo delle stesse per effettuare abusi di mercato, prestazione di ulteriori servizi quali la consulenza, presenza di ulteriori interessi finanziari in relazione agli emittenti). La valutazione delle situazioni da cui possono insorgere interessi che interferiscono con lo svolgimento delle funzioni che istituzionalmente le società di rating svolgono costituisce il punto di partenza da cui il Comitato Tecnico elabora una serie di raccomandazioni volte a garantire una maggiore indipendenza di questi operatori.

Tali raccomandazioni sono contenute negli *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies* del settembre 2003, in cui lo IOSCO individua presidi affinché le decisioni di rating siano prese in modo indipendente, al di fuori delle pressioni che derivano dalla sussistenza di conflitti dovuti alla struttura proprietaria dell'agenzia, alle tipologie di attività svolte, alla presenza di interessi finanziari dell'agenzia o di propri dipendenti. Secondo il

¹³⁶ Cfr. *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of Securities Market*, del gennaio 2003. Il rapporto della SEC era stato preceduto da una relazione della Commissione del Senato USA per gli Affari Governativi dell'ottobre 2002, dove si prendeva atto del fallimento del ruolo dei gatekeepers nel caso Enron.

¹³⁷ Negli *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, lo IOSCO descrive le funzioni delle società di rating come segue: *“Credit rating agencies (CRAs, or ratings agencies) issue opinions on the future creditworthiness of a particular company, security or obligation as of a given date. These opinions tend to be relied upon by investors, lenders, and others, and, accordingly, CRAs can have an effect on securities markets in a variety of ways. Credit ratings can affect issuers' access to capital, influence the structure of financial transactions, and determine the types of investments fiduciaries and others can make. Some regulators use the ratings issued by CRAs for various regulatory purposes.”*

Comitato Tecnico, le agenzie di rating dovrebbero, per quanto possibile, astenersi dallo svolgere attività, o porre in essere procedure e relazioni tali da compromettere l'indipendenza e l'obiettività di giudizio.

A tale scopo, analogamente a quanto effettuato anche con riferimento agli analisti finanziari, lo IOSCO individua una serie di misure preventive, che vanno dallo stabilire idonee procedure interne per l'identificazione, la gestione e la comunicazione dei conflitti attuali e potenziali (par. 2.1), al divieto di svolgere operazioni di mercato in conflitto (par. 2.3), alla previsione di piani di remunerazione non collegati ad altre relazioni con l'emittente e comunque tali da favorire l'indipendenza dei valutatori (2.4) e alla trasparenza dei rapporti patrimoniali intercorrenti con l'emittente (2.5).

A completamento dei lavori che precedono, il Comitato Tecnico dello IOSCO ha emanato un codice di condotta per le agenzie di rating (*IOSCO Code of Conduct Fundamentals for CRAs*, del dicembre 2004) col proposito di dettare criteri generali a cui dette agenzie possono ispirarsi nella stesura dei propri codici di condotta. Il secondo "capitolo" del codice è dedicato specificatamente al tema dell'indipendenza e dei conflitti di interesse. In esso confluiscono e vengono integrati gli obiettivi a cui l'attività di rating dovrebbe conformarsi, nonché gli strumenti di prevenzione e gestione dei conflitti individuati negli Statement. Si segnala in particolare l'aggiunta rispetto al precedente lavoro del principio per cui

le agenzie di rating dovrebbero mantenere una separazione giuridico-strutturale delle attività di valutazione del merito di credito dalle altre funzioni, particolarmente quelle di consulenza (par. 2.5). Si specifica inoltre che la società di rating dovrebbe comunicare la proporzione degli eventuali ulteriori corrispettivi versati dall'emittente rispetto a quelli dovuti a fronte del servizio di valutazione del merito di credito (par. 2.8) e, in ogni caso, che la comunicazione dei conflitti attuali e potenziali dovrebbe essere "*complete, timely, clear, concise, specific and prominent*" (par. 2.7). Si dettano una serie di incompatibilità a carico del valutatore quanto questi risulti detentore di titoli dell'emittente o comunque collegato ad esso da relazioni personali o patrimoniali (parr. 2.13-2.16)

Si noti come, a differenza di tutti gli altri standard internazionali elaborati dallo IOSCO, il codice di condotta si rivolge direttamente alle agenzie di rating, invitate ad adottare un meccanismo di *comply or explain* ed a comunicare al pubblico le modalità di attuazione dei principi, così da permetterne una valutazione di rispondenza. La ragione di tale diverso approccio è che all'epoca dell'emanazione del codice le agenzie di rating non erano operatori regolamentati. Di conseguenza, gli standard non avrebbero potuto rivolgersi ai legislatori

nazionali; essi andavano adattati ad un settore che tradizionalmente ha visto nell'autoregolamentazione la principale fonte di disciplina¹³⁸.

A tale riguardo, si segnala un recentissimo cambio di rotta da parte del legislatore statunitense - come al solito coraggioso pioniere nel campo della normativa sui mercati finanziari - che ha introdotto una prima regolamentazione delle società di rating. In particolare, il 29 settembre 2006 è entrato in vigore il *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, con cui si è delegato alla SEC di prevedere obblighi di registrazione, tenuta di libri, trasparenza contabile, prevenzione e gestione dei conflitti di interesse e vigilanza relativamente alle agenzie di rating che intendano vedersi riconosciuto lo status di “*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*” (“*NRSROs*”). Si tratta di regole minimali, che non stabiliscono una riserva di attività in favore delle società di rating, né disciplinano la professione con un dettaglio comparabile a quello degli intermediari mobiliari o dei gestori¹³⁹, ma che pur sempre rappresentano un primo significativo passo verso un maggiore controllo sull'attività di valutazione del merito di credito, nonché un segnale di voler favorire un'apertura del settore a nuovi operatori attraverso il superamento di barriere all'entrata che in modo poco trasparente¹⁴⁰ hanno favorito una forte concentrazione del mercato del rating¹⁴¹.

Ci si aspetta pertanto che, alla stregua di quanto intervenuto in altri campi del diritto mobiliare, sia lo IOSCO che l'Unione Europea seguano la scia, avviando nel futuro prossimo una nuova riflessione circa l'opportunità di disciplinare anche il settore dell'emissione di valutazioni sul merito di credito, sinora lasciato alla libera determinazione degli operatori di mercato.

Da ultimo, lo IOSCO ha condotto una *survey* finalizzata a valutare lo stato di adesione al codice di condotta. Le conclusioni sono contenute in un

¹³⁸ Questo aspetto è riconosciuto dal Comitato Tecnico nell'introduzione al Codice: “*because CRAs typically are subject to little formal regulation or oversight in most jurisdictions, concerns have been raised regarding the manner in which CRAs protect the integrity of the rating process, ensure that investors and issuers are treated fairly, and safeguard confidential material information provided them by issuers. Following publication of the CRA Principles, some commenters, including a number of CRAs, suggested that it would be useful if IOSCO were to develop a more specific and detailed code of conduct giving guidance on how the Principles could be implemented in practice. The following Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies is the fruition of this exercise*”.

¹³⁹ Cfr. CURZON, KASWELL, ROSENBLAT (2007), che descrivono gli obblighi introdotti con la nuova normativa.

¹⁴⁰ È la SEC stessa ad aver sottolineato questo stato di cose in termini estremamente espliciti: “*the practice of designating NRSROs through staff no-action letters has been criticized as a process that lacks transparency and creates a barrier to entry for credit rating agencies seeking wider recognition and market share.*” (v. 72 Fed. Reg. 6379, 2 febbraio 2007).

¹⁴¹ Come evidenziato dal Senato americano nel *Report of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs to Accompany S. 3850*, S. Report No. 109-326, 109th Cong., 2d Sess. (Sept. 6, 2006), dal 1975 ad oggi solo 9 agenzie di rating hanno raggiunto lo status di NRSROs; in ragione di successivi processi di consolidamento l'attuale numero si è ridotto a 5, di cui 2 (Standard and Poor's Division of the McGraw-Hill Companies Inc. (“S&P”) e Moody's Investors Service, Inc. (“Moody's”)) rappresentano oltre l'80% del mercato misurato sulla base del fatturato. Inoltre, S&P e Moody's valutano più del 99% dei titoli di debito e delle azioni privilegiate quotati negli Stati Uniti.

Consultation Report del febbraio 2007, che presto verrà finalizzato. Per quanto concerne il tema dei conflitti, all'esito della revisione lo IOSCO ha rilevato taluni scostamenti dal codice rispetto alle regole di separazione operativa e giuridico-strutturale, trasparenza delle remunerazioni e dei rapporti con l'emittente e indipendenza degli analisti. Pur tuttavia, lo IOSCO evidenzia nelle conclusioni un trend favorevole all'adozione del codice da parte delle grandi e medie agenzie e maggiori difficoltà di adattamento da parte di quelle di dimensioni minori.¹⁴²

7. La disciplina italiana sulle società di rating

Al pari della categoria degli analisti finanziari, anche le società di *rating* sono state per lungo tempo sottratte ad una regolamentazione giuridica speciale e ad un sistema di controllo pubblico. Come si è detto, la situazione – comune a molte legislazioni – è tale che all'impiego delle valutazioni del merito di credito per finalità di vigilanza non corrisponde alcuna disciplina di diritto amministrativo sull'operato delle agenzie di rating che le emettono. Questa circostanza ha acceso un dibattito anche a livello comunitario sull'opportunità di introdurre meccanismi di scrutinio di tali agenzie.

Recenti studi empirici sul mercato italiano¹⁴³ sembrerebbero svelare – quantomeno in parte – la funzione in concreto svolta dall'emissione di *rating* e conseguentemente sembrerebbero rendere meno urgente l'introduzione di una regolamentazione *ad hoc*. In particolare, è stato evidenziato che il valore informativo delle valutazioni del merito di credito è assai modesto: esso non incorporerebbe che notizie già note al mercato. Pertanto, il rating sembrerebbe rappresentare un fattore meramente segnaletico utilizzato dagli emittenti per indicare in via sintetica il rischio di credito. Tuttavia, pur non essendo un mezzo di valutazione di eventi, fattori ed informazioni non pubblicamente disponibili, il rating pur sempre costituisce un utile strumento per il piccolo investitore, che è in condizione di comprendere attraverso una formula estremamente sintetica e fruibile una serie di condizioni che altrimenti sarebbero al di fuori delle proprie capacità cognitive. È dunque nei confronti di questi utenti che la valutazione del merito di credito svolgerebbe un'effettiva funzione informativa e di indirizzo verso l'uno o l'altro investimento.

¹⁴² Alle agenzie di rating fanno riferimento anche i Principi OCSE per riconoscere l'importanza che il loro giudizio sia sempre immune da conflitti di interesse (cfr. Principio V.F e relativa annotazione).

¹⁴³ A questa conclusione giunge LINCiano (2005).

Il ruolo del *rating* rispetto alla generalità dei risparmiatori *retail* è stata riconosciuta anche a livello giurisprudenziale dalle recenti sentenze di merito che si sono pronunciate sulla responsabilità dell'intermediario per violazione dei doveri di informazione. Tali decisioni hanno ravvisato nel giudizio sul merito di credito un fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore¹⁴⁴.

L'importanza del *rating* è inoltre destinata ad accrescersi non solo per effetto dell'incremento dell'internazionalizzazione dei mercati, che rende sempre più complesso anche per gli operatori qualificati valutare l'ampia gamma di titoli offerti, ma anche in ragione dell'attuazione del Nuovo Accordo di Basilea, in base al quale le banche dovranno accantonare quote di capitale proporzionali a rischi valutati sulla base dei *rating*¹⁴⁵. Sulla scorta delle precedenti osservazioni emerge come il problema dell'indipendenza degli operatori che producono valutazioni del merito di credito è oggi particolarmente critico.

Più di recente, il legislatore italiano ha dapprima incluso le valutazioni del merito di credito (il *rating*) nell'ambito di applicazione del regime di trasparenza dettato in materia di analisti finanziari (v. sopra).

Successivamente, con la legge sulla riforma del risparmio si sono sottratte a tale regime le sole valutazioni emesse dalle "agenzie di *rating*" (categoria di soggetti imprecisata, in quanto priva di una definizione normativa tanto nel TUF che nel Regolamento Emittenti). Di conseguenza, allo stato, in Italia è possibile individuare due categorie di valutazioni del merito di credito, una rappresentata da quelle emesse dall'indefinita categoria delle agenzie di rating, a cui *non si applica alcuna normativa di trasparenza*, e l'altra che ricade invece nella disciplina di cui all'art. 114(8) del TUF. La discriminazione circa il regime disciplinare applicabile dipende, peraltro in termini poco chiari, unicamente dallo status del soggetto che emette le valutazioni¹⁴⁶.

La ratio dell'esclusione delle agenzie di *rating* dall'ambito di applicazione dell'art. 114 del TUF è stata rintracciata dalla Consob nell'opportunità di allinearsi alla scelta del legislatore comunitario di lasciare la disciplina delle

¹⁴⁴ Cfr. per citare le più recenti Trib. di Catania, 5 maggio 2006, Trib. di Cagliari, 21 gennaio 2006 e Trib. di Pinerolo, 14 ottobre 2005, su www.ilcaso.it.

¹⁴⁵ Cfr. Direttiva 2006/48/CE relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio.

¹⁴⁶ L'unica norma che disciplina la diffusione su base professionale dei giudizi di rating è l'art. 69 *decies* del Regolamento Emittenti (come modificato con delibera Consob n. 15915 del 3 maggio 2007), che come si è detto non si applica alle agenzie di rating, in cui si estendono al settore del rating i medesimi obblighi di informazione vigenti a carico degli analisti finanziari, anche con riferimento all'esistenza di eventuali conflitti di interesse.

agenzie di rating alla autoregolamentazione¹⁴⁷. In particolare, in concomitanza ai lavori dello IOSCO, la Commissione Europea, su invito del Parlamento¹⁴⁸, aveva affrontato le questioni oggetto di dibattito nei fora internazionali, *in primis* l'opportunità di regolamentare il settore del *rating*, richiedendo un parere tecnico al CESR. All'esito delle analisi effettuate, la Commissione aveva emanato l'11 marzo 2006 una Comunicazione sulle agenzie dei *rating* del credito, in cui si riconosceva l'importanza di assicurare l'indipendenza e l'obiettività della posizione delle agenzie di *rating*, e l'esigenza che essa non fosse compromessa dalle relazioni intrattenute con l'emittente. Tuttavia, la Commissione non ha ritenuto necessario introdurre una specifica normativa, valutando sufficiente lo strumento dell'autoregolamentazione.¹⁴⁹

La decisione del legislatore italiano di escludere dal campo di applicazione della disciplina di trasparenza dei conflitti le sole valutazioni del merito di credito emesse dalla categoria delle agenzie di *rating*¹⁵⁰ ci sembra criticabile, alla luce delle *distorsioni competitive* che inevitabilmente comporterà un tale irrigidimento della regolamentazione nei confronti di alcuni operatori soltanto nel già fortemente concentrato settore del rating (le cui proprietà e conduzione si collocano, come si è detto, essenzialmente negli Stati Uniti). Meglio sarebbe stato garantire un *level playing field* in modo da favorire l'entrata di nuovi operatori, evitando di forzare in via meramente discriminatoria le analogie tra i servizi di analisi ed i giudizi di *rating*. Un tale approccio si pone peraltro in contrasto con l'apertura del settore ricercata oltreoceano dal legislatore statunitense, che – come espresso nel paragrafo precedente – ha recentemente intrapreso iniziative volte ad abbattere le barriere d'accesso nel settore.

¹⁴⁷ Cfr. documento di consultazione Consob del 2 febbraio 2007 relativo alle modifiche introdotte nel Regolamento Emittenti in materia di valutazioni del merito di credito. A conclusione della fase di consultazione non sono pervenute osservazioni, per cui la Consob ha introdotto le modifiche ivi prospettate.

¹⁴⁸ Nel febbraio 2004, il Parlamento europeo ha adottato una risoluzione che, partendo dalle conclusioni della Commissione per i problemi economici e monetari indicate nella *Relazione sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating* del 29 gennaio 2004, invitava la Commissione europea a presentare delle proposte normative nel settore del rating; cfr. *Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating* del 10 febbraio 2004.

¹⁴⁹ Successivamente, il CESR ha anche avviato una consultazione con l'industria sfociata nel dicembre 2006 nella redazione di un *Report (CESR's Report to the European Commission on the compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code)* che, pur concludendo per una tendenziale aderenza delle agenzie di *rating* al codice IOSCO, evidenziava taluni aspetti di divergenza meritevoli di ulteriore attenzione. Pertanto, a livello comunitario si continua a monitorare il settore del *rating*.

¹⁵⁰ La Consob ha avuto modo di precisare nel doc. di consultazione cit. in nota 37 che per individuare la nozione di "agenzie di rating" bisogna far riferimento ai criteri definiti nelle prassi internazionali e alla Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, ossia alle nuove istruzioni di vigilanza emanate in attuazione della Direttiva sui requisiti di capitale delle banche. Si noti che detta disposizione fa riferimento alle "agenzie esterne di valutazione del merito di credito" riconosciute dalla Banca d'Italia in base della metodologia adoperata per la definizione dei giudizi. La Consob non fa invece riferimento alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti, che prevede la più ampia nozione di "operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito" (cfr. Regolamento Consob di attuazione adottato con delibera n. 12175/1999).

Per quanto concerne i profili più squisitamente civilistici, si segnala anche per questa categoria di operatori una generale difficoltà a configurare una responsabilità nei confronti del pubblico indistinto dei risparmiatori nell'ipotesi in cui la valutazione del merito di credito si sia rivelata infondata ed i risparmiatori abbiano fatto affidamento in buona fede su tale giudizio. Ciò in quanto, come si è detto con riferimento ai revisori ed agli analisti finanziari, gli investitori sono estranei al rapporto contrattuale che vincola l'emittente e l'agenzia di *rating*, per cui l'eventuale responsabilità dovrà trovare titolo nell'art. 2043 c.c.

È stato osservato in dottrina che le società di *rating* spesso comparano la propria attività di analisi a quella giornalistica¹⁵¹ e che in questa prospettiva il giudizio di bilanciamento tra gli interessi contrapposti delle agenzie e degli investitori verrebbero in rilievo alla luce rispettivamente degli artt. 21 (libera manifestazione del pensiero) e 47 (tutela del risparmio) della Costituzione¹⁵². Se è indubbio che in presenza del dolo la responsabilità della società di *rating* è senz'altro configurabile, resta il problema di stabilire in che misura una valutazione rivelatasi *ex post* erronea possa legittimare il risparmiatore ad agire o, nello specifico, da quali fatti è possibile desumere elementi sufficienti a soddisfare l'onere di dimostrare la sussistenza dell'elemento psicologico della colpa.¹⁵³ La difficoltà probatoria è, con riferimento a questi operatori, più forte che per le società di revisione e gli analisti finanziari, in quanto manca una normativa che regoli la condotta delle agenzie di *rating* e dunque risulta più difficile ancorare l'elemento psicologico a fattori oggettivi.

Bisogna allora ritenere che, in assenza di una disciplina interna, il parametro da prendere a riferimento per determinare quale sia lo standard professionale a cui le società di *rating* dovrebbero ragionevolmente attenersi debba essere rappresentato proprio dai Principi IOSCO. Resta aperto il problema se tale conclusione sia sostenibile anche nel caso in cui la società di *rating* abbia dichiarato di non aver aderito all'uno o all'altro principio raccomandato nei Principi. Restano inoltre le difficoltà di dimostrare la sussistenza del nesso di causalità tra la condotta della società ed il pregiudizio del risparmiatore¹⁵⁴.

¹⁵¹ Cfr. TONELLO (2005), p. 929.

¹⁵² In questo senso FACCI (2007), p. 681. Proprio in virtù dell'esigenza di bilanciare interessi ugualmente protetti a livello Costituzionale, l'Autore ritiene che non appaia convincente la tesi di chi esclude la responsabilità delle società di *rating* sulla base del richiamo al principio di libertà di manifestazione del pensiero (p. 683).

¹⁵³ Non ritengo sia utile impostare il problema valutando la sussistenza o meno di un obbligo di fornire informazioni esatte, come fa l'Autore citato nella nota precedente (p. 682), in quanto il servizio offerto dalle agenzie di *rating* importa non semplicemente attività di raccolta e diffusione di informazioni, ma vere e proprie valutazioni circa la solvibilità dell'emittente.

¹⁵⁴ Sul punto cfr. le analisi svolte da FACCI (2007), p. 684 ss. il quale ai fini dell'assolvimento dell'onere probatorio considera possibile utilizzare presunzioni ai sensi dell'art. 2727 c.c. e considerare *in re ipsa* il nesso di causalità.

1.	Il problema dei conflitti in seno ai c.d. intermediari reputazionali	188
1.1.	Il ruolo dei gatekeepers nei recenti scandali finanziari	188
1.2	L'indipendenza della società di revisione	191
1.3	Il conflitto di interessi di analisti finanziari ed agenzie di rating	197
2.	L'indipendenza della revisione contabile secondo lo IOSCO.....	201
3.	L'indipendenza del revisore contabile in Italia	204
3.1	La disciplina previgente	205
3.2	Le novità introdotte con la legge sul risparmio ed il decreto Pinza: (i) le procedure di nomina e di revoca; (ii) i divieti di conferimento dell'incarico; (iii) i divieti di prestare servizi non-audit; (iv) la rotazione delle persone fisiche; (v) ulteriori presidi	209
3.3	Rule-based v. principle-based approach e misure secondarie adottate dalla Consob in materia di: (i) divieto di conferire l'incarico; (ii) divieto di fornire servizi non audit; (iii) procedure in presenza di cause di incompatibilità; (iv) determinazione dei compensi di revisione.....	218
3.4	Il regime sanzionatorio a fronte della violazione dei requisiti di indipendenza.....	228
3.5	Le modifiche alla luce della disciplina comunitaria di prossima trasposizione	228
4.	L'indipendenza degli analisti finanziari sell-side nella disciplina IOSCO	230
5.	L'indipendenza degli analisti finanziari ai sensi della normativa italiana ..	233
5.1	La disciplina del conflitto di interessi degli analisti finanziari	233
5.2	Dalle regole di trasparenza alle regola di organizzazione: le novità della MiFID 237	
6.	Le misure IOSCO relative alle società di rating.....	239
7.	La disciplina italiana sulle società di rating	242

CAPITOLO IV

CONFLITTO DI INTERESSI, SOCIETÀ PER AZIONI E RAPPORTI INFRAGRUPPO

1. Il conflitto di interessi nelle società di capitali – tassonomia di un problema complesso

1.1 Conflitto di interessi e strutture proprietarie delle società

La moderna letteratura economico-giuridica, seguendo un filone che ha origine nella dottrina statunitense, evidenzia come la ragion d'essere e l'obiettivo ultimo del diritto societario e della *corporate governance* sia la composizione dei conflitti che connotano le relazioni tra i diversi attori della vita di una società di capitali.¹

La presenza di tali conflitti è riconducibile alla separazione delle funzioni di decisione da quella di assunzione di rischio che caratterizza le società che fanno ricorso al mercato di capitali. Nelle società di capitali, infatti, il beneficio della personalità giuridica, della responsabilità limitata e della libera trasferibilità della partecipazione sono volte a favorire il finanziamento di un'attività imprenditoriale da parte di investitori, gli azionisti, che delegano la gestione dell'impresa a soggetti a terzi, siano essi manager o i soci di controllo, dotati della necessaria professionalità e specializzazione funzionale.²

Sotto un profilo economico, il rapporto tra i gestori della società e gli azionisti nel loro complesso è qualificabile in termini di “delega” (*agency*

¹ Con la locuzione *corporate governance* si indica, nella sua accezione ampia adottata anche nei Principi di Corporate Governance dell'OCSE, l'insieme degli strumenti volti a minimizzare i costi di agenzia ed assicurare agli investitori un ritorno del proprio investimento finanziario, garantendo che il loro investimento non sarà “espropriato” dai soci di maggioranza o dagli amministratori, né pregiudicato in seguito a comportamenti di questi negligenti e/in conflitto di interessi, cfr. TOMBARI (2004), p. 1098. Come evidenzia ZINGALES (1997), sebbene talune cruciali questioni attinenti il governo societario fossero state sollevate sin dal 1932 dal Bearle e Means, l'espressione *corporate governance* è in uso da poco più di un trentennio, periodo in cui tali problematiche hanno acquisito non solo un ruolo importante nel dibattito accademico, ma anche una specifica rilevanza di tipo politico. Per un'accezione più ristretta si rimanda al *Cadbury Report* inglese, dove la *corporate governance* è definita come il sistema di regole secondo cui le imprese sono dirette e controllate.

² In letteratura italiana cfr. SPAVENTA (2006), p. 58; CAPPIELLO (2005), p. 16; DENOZZA (2002), p. 89, e TOMBARI (2004), pp. 1102-1103; MONTALENTI (1998), p. 330. Sulla funzione economica della personalità giuridica e della responsabilità limitata cfr. HANSMANN, KRAAKMAN (2004), p. 11 ss; EASTERBROOK, FISCHER (1991). Sulla separazione tra proprietà e controllo v. indicazioni bibliografiche al par. 1 nel cap. II

relationship), per cui i primi sono tenuti ad agire nella realizzazione di un interesse altrui, particolarmente dell'interesse sociale, riconducibile a quello comune a tutti gli azionisti (lo scopo di lucro, ossia la massimizzazione dell'investimento)³. La delega è tale per cui gli azionisti non sono in grado di sindacare le scelte dei gestori per via de: (i) gli ampi margini di discrezionalità dei poteri conferiti, funzionali ad una migliore efficienza della gestione sociale (c.d. *hidden action*) e (ii) la presenza di una forte asimmetria informativa circo lo stato e le prospettive dell'impresa (c. *hidden information*)⁴.

In questo contesto di gap di informazioni, il conflitto di interessi è un endemico problema di agenzia (c.d. costo di agenzia⁵) che deriva dal rischio che i gestori si approfittino della discrezionalità ed insidacabilità del loro potere per perseguire finalità diverse da quelle per le quali la delega è stata conferita e per estrarre dall'impresa benefici privati ai danni dei soggetti finanziatori. La capacità degli azionisti di monitorare la condotta dei gestori è ostacolata non solo dalle asimmetrie informative, ma anche da un problema di azione collettiva, in quanto a fronte di costo individuale si presentano benefici collettivi e dunque fenomeni di *free riding*.⁶ Il conflitto finisce in questo modo per riflettersi su un ampio spettro di rapporti endosocietari e la cui concreta dinamica dipende dalla configurazione complessiva del sistema giuridico-economico, dagli assetti proprietari e dal grado contentibilità della società considerata.

In particolare, come è noto, nel modello societario tipicamente angloamericano, caratterizzato dalla presenza di un azionariato diffuso e da un elevato grado di contentibilità (la c.d. *public company*), il conflitto più

³ Cfr. JENSEN E MECKLING (1976), p. 305, e da ultimo HANSMANN, KRAAKMAN (2004). Nella letteratura giuseconomica si suole riferirsi agli azionisti delle società di capitali con la locuzione "*residual claimants*", ad esprimere la posizione di questi, in quanto titolari di una pretesa illimitata su ciò che residua nel risultato dell'impresa dopo il soddisfacimento di altri creditori o finanziatori; cfr. FAMA, JENSEN (1983-I), (1983-II); PRATT E ZECKHAUSER (1985); WILLIAMSON (1983), (1994).

⁴ V. per tutti SPAVENTA (2006), p. 58-59; JAEGER, DENOZZA, TOFFOLETTO (2006), p. 345, nonché il contributo essenziale di EASTERBROOK, FISCHER (1991), p. 90 ss., i quali ben evidenziano come l'esigenza di lasciare ampia discrezionalità ai gestori della società dipende dalla circostanza che sarebbe eccessivamente costoso anticipare tutte le problematiche che potrebbero intervenire nell'arco della vita della società e pertanto le parti non possono efficacemente negoziare *ex ante*, ossia prevedere e riflettere nel contratto sociale, tutte le contingenze che potrebbero verificarsi nel futuro (teoria dei contratti incompleti), cfr. sul tema anche, *ex multis*, DENOZZA (2002), p. 84 ss. che evidenzia come il principio maggioritario possa fungere da meccanismo di completamento del contratto; ZINGALES (1997) che sottolinea come il ruolo della corporate governance si giustifica solo con l'impossibilità di prevedere tutte le future contingenze e come in questo contesto la governance svolga sia un ruolo *ex ante* di natura incentivante, che *ex post* come mezzo di distribuzione dei rischi. Sui contratti incompleti v. BELLANTUONO (2001), p. 261 ss.

⁵ Come evidenzia SPAVENTA (2006), p. 61 ss., nel modello sviluppato dalla teoria economica (razionalità perfetta e costi transattivi inesistenti) il costo d'agenzia assume rilevanza come costo sociale dal quale derivano esiti sub-ottimali e perdite nette per il sistema nel suo complesso, in termini di selezione avversa e riduzione del valore dell'impresa. In una situazione invece – com'è la realtà dei mercati finanziari – in cui gli investitori non sono in grado di prevedere perfettamente e prezzare i costi di agenzia e i costi di transazione sono tutt'altro che assenti (situazione in cui il teorema di Coase non può funzionare) le istituzioni giocano un ruolo fondamentale nell'alleviare (anche) i costi privati degli azionisti e: "*la loro protezione rappresenta il fine principale, rispetto al quale lo sviluppo dei mercati è un risultato derivato*".

⁶ Cfr. quanto già esplicitato nel II capitolo.

significativo sotto il profilo economico è quello fra una moltitudine di azionisti (detentori di una piccola frazione del capitale) che mirano alla massimizzazione del valore del proprio investimento ed un *management* insufficientemente monitorato, attesa l'antieconomicità dell'intervento anche indiretto dell'azionista nella gestione della società⁷. Data la presenza di azzardo morale ed asimmetrie informative, i *manager* (ossia gli amministratori e la dirigenza) possono preferire il perseguimento di obiettivi diversi rispetto a quelli dei deleganti. Il problema tipico della *public company* è allora quello del disallineamento tra gli interessi di *manager* (forti) e azionisti (deboli) e dell'insufficiente livello di controllo svolto dalla proprietà diffusa sui dirigenti ed amministratori dell'impresa.⁸ Inoltre, per questo tipo di strutture proprietarie vi è il rischio che la gestione della società sia eccessivamente influenzata da un'ottica di breve periodo, ovvero anche eccessivamente avversa al rischio⁹. A fronte di questi costi, la *public company* presenta tuttavia i benefici di non esporre gli azionisti in misura rilevante al rischio specifico dell'impresa, di facilitarne l'*exit* attraverso un mercato molto liquido, di favorire un metodo di finanziamento dell'impresa alternativo a quello bancario o all'autofinanziamento, di sfruttare i vantaggi derivanti dalla specializzazione delle funzioni decisionali con l'assegnazione di esse ad individui competenti.¹⁰

L'altro modello, caratteristico dei paesi dell'Europa continentale¹¹, è quello con assetti di proprietà concentrata, in cui le società sono detenute da un numero limitato di proprietari ed i *manager* sono espressione del gruppo di controllo. Mentre nella *public company* il capitale è frazionato tra una moltitudine di azionisti, sicché il *dominus* dell'impresa è l'amministratore delegato, in questo secondo tipo di società sono gli azionisti di comando a detenere il potere decisionale. In tale modello, la presenza di soci di controllo permette di operare una vigilanza costante sull'operato dei gestori, soprattutto attraverso l'esercizio di un potere di revoca e di sostituzione degli amministratori che abbiano assolto all'incarico in modo inadeguato. La proprietà concentrata è vista, infatti, da alcuni Autori come uno strumento di governance alternativo all'utilizzo di

⁷ L'inefficienza dell'intervento dell'azionista deriva, come è noto, dal problema dell'azione collettiva, considerato che il singolo socio non ha convenienza a partecipare alle riunioni assembleari in quanto si troverebbe a dover sostenere individualmente i costi di un'attività della quale beneficiano tutti gli azionisti. Il controllo sulla condotta dei *managers* rappresenta, infatti, un bene pubblico che favorisce tutti i soci indistintamente e la cui produzione interviene pertanto ad un livello subottimale; cfr. OLSON (1965), partic. pp. 5-65 e CHOI, FISH (2003), p. 269. Il corollario dell'apatia razionale degli azionisti è che minore è la percentuale di capitale detenuta da ciascun socio, maggiore è la tendenza di ciascuno di essi a confidare sull'attività di monitoraggio svolto dagli altri azionisti (*free riding*) e a far valere il proprio diritto a cedere sul mercato la propria partecipazione (*exit*) piuttosto che intervenire per un cambiamento della gestione (*voice*).

⁸ Cfr. ROE (1997).

⁹ Cfr. BARUCCI (2006), p. 36 ss., che descrive in modo sintetico ed efficace i vari conflitti di interesse che si presentano all'interno di società caratterizzate da un elevato grado di separazione tra proprietà e controllo.

¹⁰ Sui costi – benefici connessi ai diversi modelli proprietari, cfr. BEBCHUCK (1998); BEBCHUCK, KRAAKMAN, TRIANTIS (1998); GILSON (2004), PARDOLESI, PORTOLANO (2001), p. 87 ss.

¹¹ V. AA. VV. (2001); GROS-PIETRO, REVIGLIO, TORRISI (2001).

amministratori indipendenti e al mercato del controllo societario¹². Pertanto, il principale vantaggio offerto dalla proprietà concentrata è il c.d. effetto incentivo: in presenza di azionisti di controllo e manager con interessi allineati, la gestione tenderà naturalmente a seguire gli obiettivi della valorizzazione dell'impresa e a prediligere strategie di lungo periodo¹³.

Il primo costo di agenzia viene ad identificarsi con il rischio di estrazione di benefici privati del controllo (ossia di utilità diverse dall'ordinaria remunerazione dell'investimento effettuato, come dividendi e *capital gain*) da parte degli azionisti di maggioranza ai danni della minoranza¹⁴. Laddove il controllo è esercitato tramite strumenti che permettono un disallineamento tra diritti di voto e di reddito (es. patti di sindacato, gruppi piramidali, *interlocking directorship*, emissione di azioni prive di voto), i problemi sono rappresentati dal conflitto tra i soci che detengono di fatto il controllo e quelli che ne sono esclusi, i quali, tuttavia, sono quelli che hanno apportato il maggiore capitale di rischio¹⁵. Inoltre, le società con proprietà concentrata tendono a soffrire di problemi legati al ricambio generazionale e alla crescita, che può essere limitata dalla volontà dei proprietari di mantenere il controllo. Più in generale, in ipotesi di cattiva gestione il management, in quanto espressione del gruppo di comando, risentirà della disciplina esercitata dagli azionisti in misura estremamente limitata (c.d. effetto

¹² In questo senso GILSON (2005), p. 13, secondo cui la prevalenza del modello della proprietà concentrata si spiega alla luce del *trade off* tra il beneficio del monitoraggio del socio di comando e il costo dell'estrazione di benefici privati.

¹³ Cfr. BARUCCI (2006), p. 40. Conferme empiriche provengono dalle analisi condotte sul mercato statunitense da ANDERSON, REEB (2003) e su quello europeo da BARONTINI, CAPRIO (2005), dalle quali emerge che le imprese controllate da una famiglia sono nella media meglio gestite di quelle a proprietà dispersa (gli studi sono stati condotti usando come indicatore di efficienza il Tobin's q, ossia il rapporto tra il valore di mercato della società e il valore contabile del proprio patrimonio).

¹⁴ La letteratura giuseconomica suole distinguere tra i benefici privati c.d. dissipativi, che comportano una sottrazione di risorse dalla società a discapito dei soci di minoranza, dai vantaggi che il socio di controllo può ottenere senza intaccare la posizione delle minoranze (es. riconoscimento sociale ed istituzionale); cfr. ENRIQUES (2002), p. 16, nt. 12 e GILSON (2004), che differenzia i *pecuniary* dai *non-pecuniary private benefits of control*. La tesi sviluppata dalla dottrina americana è che la crescita dell'azionariato diffuso e conseguentemente del mercato dei capitali interviene nei sistemi in cui risultano minori le opportunità per il gruppo di comando di estrarre dalla società benefici privati del controllo, da cui l'importanza di dotarsi di una regolamentazione in grado di limitare forme di appropriazione individuale di benefici sociali da parte delle maggioranze (c.d. "*law matters*" *hypotesis*); cfr. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER E VISHNY (1997), (1999) e (2003); per ulteriori sviluppi della "*law matters*" *hypotesis* cfr. COFFEE (2001-I) e (2001-II) che da rilevanza anche ad altri fattori, quali la separazione tra potere politico e sistema finanziario, comportamento virtuoso degli intermediari, mercati finanziari organizzati in forma privata; e BEBCHUK (1999). Per completezza, è opportuno precisare che tali tesi sono state in parte contrastate (cfr. indicazioni in SPAVENTA (2006), p. 20) o comunque integrate dalle riflessioni di altri studiosi. Ricordiamo, per l'autorevolezza dell'autore, Roe secondo cui la severità dell'ordinamento societario non è l'unica variabile determinante l'insorgere di incentivi per il gruppo di comando ad estrarre benefici privati del controllo, in quanto un ruolo fondamentale è rivestito a questo riguardo anche dall'efficienza dei mercati sottostanti (es. mercato del prodotto, mercato del lavoro), nonché dall'influenza di altre regolamentazioni (es. antitrust) e più in generale dal fattore politico, cfr. BEBCHUK, ROE (1999); ROE (1997); cfr. anche RAJAN E ZINGALES (1999). Anche nel nostro paese si è cominciato ad effettuare studi empirici volti a considerare la relazione tra *corporate governance* e valore delle azioni sul mercato; cfr. COLOMBI (2006) p. 285 ss., che riporta i risultati dell'analisi recentemente condotta da Marina Brogi nel settore bancario-assicurativo.

¹⁵ Cfr. BARUCCI (2006), p. 37.

*entrenchment*¹⁶), spesse volte solo in caso di cambio di controllo, evento che in assetti di proprietà concentrata interviene evidentemente di rado.

Come si è accennato, in questo tipo di modello, il fenomeno dell'espropriazione degli azionisti di minoranza è particolarmente favorito dalla presenza, già assai diffusa nel contesto italiano¹⁷ e ulteriormente favorita dalla riforma delle società¹⁸, di un disallineamento fra diritti di voto e diritti di reddito, e dunque fra gestione e rischio¹⁹. Tale forma di separazione tra proprietà e controllo è generalmente ottenuta mediante l'uso di strutture piramidali, patti di sindacato, cumulo di cariche ed emissione di azioni senza diritto di voto. In situazioni in cui si verifica il descritto disallineamento, il sopradescritto effetto incentivo sarà meno forte, mentre l'effetto *entrenchment*/espropriazione più accentuato, per cui i costi associati al conflitto di interesse tra azionisti di comando e minoranze risulteranno particolarmente elevati²⁰.

¹⁶ Cfr. BARUCCI (2006), p. 40 ss., secondo cui l'effetto della concentrazione azionaria sulla performance/governance della società è negativo o positivo a seconda che prevalga l'effetto *entrenchment*/espropriazione degli azionisti di minoranza o l'effetto incentivo.

¹⁷ Il mercato borsistico italiano si caratterizza infatti per una forte concentrazione proprietaria, dalla diffusione del fenomeno dell'*interlocking*, dall'utilizzo dei gruppi piramidali per ottenere la separazione tra proprietà e controllo, sebbene si segnala una diminuzione della leva azionaria a partire dal '92; inoltre le privatizzazioni hanno svolto un ruolo assai rilevante nel promuovere una maggiore diffusione dell'azionariato; cfr. dati raccolti in BARUCCI (2006), pp. 94 ss. Sulle peculiarità del sistema capitalistico italiano, cfr. anche BIANCHI, BIANCO (2006); COSTI, MESSORI (2005); CHEFFINS (2001); ROSSI (2001); BIANCHI, BIANCO, ENRIQUES (2001); AMATORI, COLLI (2000); BARCA (1997); BARCA, BERTUCCI; CAPELLO, CASAVOLA (1997); BARCA E TRENTO (1997); AMATORI, BRIOSCHI (1997); BARCA (1996); BIANCHI, CASAVOLA (1996); BIANCO, GOLA, SIGNORINI (1996). La centralità del problema del conflitto di interessi nel diritto societario italiano è stato da tempo evidenziato da ROSSI (1999), p. 1320, che ha identificato in esso il limite peggiore del nostro capitalismo, nonché la ragione per cui il mercato di capitali non si sviluppa. Sull'impiego di strutture piramidali in Italia, v. anche PARDOLESI-PORTOLANO (2001), i quali ne criticano l'ampio ricorso sulla base del fatto che esse: (i) riducono la possibilità di sfruttare appieno la specializzazione dei ruoli di azionisti (in grado di sopportare i rischi ad un minor costo) ed i gestori della società e al contempo (ii) permettono di scaricare sul capitale esterno gli effetti negativi delle decisioni gestionali in misura più che proporzionale alla quota di capitale detenuta nell'impresa, creando un problema di incentivi simili a quelli tipici della *dispersed ownership*; tale inefficiente soluzione di governance persiste secondo gli Autori in quanto gli attori economici si muovono in un ambiente istituzionale operante come un vincolo esterno che restringe le possibili scelte strategiche di questi: in un contesto caratterizzato da una scarsa qualità dell'*enforcement*, l'*equity* è meno attraente del debito ed il finanziamento si sposta dai mercati alle istituzioni. L'uso di piramidi, patti parasociali e azioni con voto plurimo è in realtà diffuso anche in altri paesi dell'Europa continentale, cfr. particolarmente lo studio comparatistico sulle strutture proprietarie delle società e sulle riforme in materia di *corporate governance* recentemente occorse in Francia, Germania ed Italia svolto da ENRIQUES, VOLPIN (2007) e più in generale i lavori in AA.VV. (2001). Sul modello europeo di proprietà concentrata e sull'impiego di strutture piramidali v. anche FACCIO, LANG (2001). Per un'interpretazione generale del fenomeno, cfr. BEBCHUK, KRAAKMAN & TRIANTIS (2000), e con riferimento al mercato italiano NICOLETTI (2002), p. 297 ss.

¹⁸ Derogando in via generale al principio di proporzionalità tra rischio e controllo, la riforma permette l'emissione di azioni senza diritto di voto o con voto limitato per un valore complessivo non superiore alla metà del capitale sociale (art. 2351), di strumenti finanziari privi di diritto di voto in assemblea (art. 2346) e soprattutto deroga in via generale al preesistente principio di proporzionalità tra rischio e controllo, stabilendo che i soci possono assegnarsi le azioni in modo non proporzionale al capitale sottoscritto; cfr. ROSSI, STABILINI (2003), pp. 3-4; v. anche *infra*.

¹⁹ Una conferma empirica del basso livello di protezione degli azionisti nel mercato italiano proviene da un recente studio, che evidenzia come la qualità della governance nel nostro paese è negativamente influenzata dalla quota del primo azionista; il risultato può essere interpretato come un segnale del prevalere dei benefici privati del controllo rispetto all'effetto incentivo; cfr. BARUCCI (2006), p. 112.

²⁰ Cfr. BARUCCI (2006), p. 41 ss., partic. nt. 15, dove si citano indicazioni bibliografiche relativamente a studi empirici condotti negli Stati Uniti che forniscono conferme sul punto.

Pertanto, i principali problemi di *governance* che presenta la proprietà concentrata sono rintracciabili nella divergenza tra gli interessi degli azionisti di maggioranza, o più in generale del gruppo di comando, e quelli della minoranza, nell'insufficiente crescita della società e nel difficile ricambio di soci-imprenditori inefficienti.

La questione dell'abuso ai danni dei soci di minoranza si complica ulteriormente nell'ambito dei fenomeni di gruppo, dove il conflitto di interessi è la conseguenza dell'esistenza di collegamenti tra le società. In questo ambito, l'attuazione di politiche generali a vantaggio del gruppo nel suo complesso può comportare il sacrificio degli interessi di una singola società e dei soci che vi partecipano²¹. Il problema è dunque quello di stabilire l'ammissibilità o meno nell'ambito dei gruppi scelte di business che possano danneggiare una società ed avvantaggiarne un'altra.²²

Più in generale, da un punto di vista economico-giuridico, il profilo cruciale in assetti di proprietà concentrata è quello della protezione degli azionisti di minoranza da fenomeni di espropriazione ad opera dei soci che detengono a vario titolo il controllo²³. A tal fine, la teoria economica predice che, specie in mercati finanziari relativamente poco sviluppati, può non essere sufficiente garantire ai soci di minoranza la possibilità di *exit*, ossia di liquidazione della propria partecipazione così da poter "punire" la cattiva gestione della società e premiarne altre ritenute più efficienti attraverso il reinvestimento del capitale, in quanto fenomeni di selezione avversa porterebbero nel lungo periodo alla scomparsa del mercato²⁴. Per questa ragione, è necessario prevedere opportuni presidi di *governance*, inclusi strumenti di *voice* attraverso cui le minoranze possano difendersi ed esercitare in questo modo un grado di controllo tale da incidere positivamente sulla "qualità" della gestione e, in una prospettiva macro, sullo

²¹ Cfr. IOSCO *Report on Financial Fraud* (2005), p. 5: "The risk of asset-diverting behaviour on the part of insiders is particularly acute where the company is part of a complex group structure. In this situation, economic and financial transactions with other companies of the group can be carried out in order to transfer assets from the company to other entities in which insiders have a stronger interest."

²² V. *infra*. Nella letteratura americana si utilizza l'espressione "tunneling" per esprimere il fenomeno del trasferimento di risorse da una società al gruppo di controllo; cfr. JOHNSON, LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER (2000).

²³ Il punto è ben rimarcato anche nel Report IOSCO sulle frodi finanziarie, in cui si legge (p. 4) che in presenza di un gruppo di comando: "the traditional fear is less that the interests of management and shareholders diverge than it is that controlling shareholders may direct the company in ways that exploit minority shareholders."

²⁴ Cfr. ENRIQUES (1997), p. 710 ss.; BLACK, KRAAKMAN (1996), p. 1923, che sottolineano come l'*insider opportunism* determina fenomeni di selezione avversa nel mercato azionario, in quanto la "qualità" del titolo non è perfettamente conosciuta dai potenziali acquirenti e pertanto questi saranno disposti a pagare solo un prezzo corrispondente ad una qualità media; ne consegue che il titolo azionario con valore superiore alla media non troverà compratori e ciò comporterà l'uscita dal mercato di quel titolo, con un ulteriore abbassamento qualitativo dei beni in circolazione, sino a quando sul mercato si troveranno solo azioni di pessima qualità (sulla selezione avversa cfr. il già più volte citato lavoro di AKERLOF (1970), p. 488 ss.).

sviluppo del mercato.²⁵ La tutela delle minoranze significa dunque ricercare una sintesi tra l'esigenza di governare la società in modo efficiente, secondo i principi della delega e della specializzazione dei compiti, e quella di evitare la compressione dei diritti delle minoranze (già poco inclini allo svolgimento di attività di monitoraggio in una situazione caratterizzata da forte asimmetria informativa e problemi di azione collettiva) che favorirebbe espropriazioni, gestione inefficiente e disincentivo all'investimento²⁶.

Resta inteso che, proprio in ragione delle differenti problematiche che presentano assetti con proprietà dispersa rispetto a quelli con proprietà concentrata, le soluzioni che è appropriato apportare nell'un contesto potrebbero nell'altro risultare inadeguate, se non addirittura di mera facciata²⁷. Da ciò emerge l'importanza del concetto di equivalenza funzionale adottato dall'OCSE. Il punto non è sempre stato sufficientemente sottolineato dalla dottrina d'oltreoceano, spesso imbrigliata in logiche universalistiche, che abbiamo visto caratterizzare in una certa misura anche l'atteggiamento delle istituzioni finanziarie internazionali.

Logiche universalistiche sono state appoggiate in anni recenti anche da una parte della dottrina giuridico-economica americana. In particolare, in occasione del boom del mercato borsistico esploso alla fine degli anni novanta legato all'*information technology*, un parte autorevole della letteratura statunitense ha sviluppato l'argomento dell'intrinseca "superiorità ed efficienza" dei sistemi a proprietà diffusa e della darwiniana convergenza globale verso un'economia impostata sull'apertura ai mercati mobiliari²⁸. In effetti, la globalizzazione dei

²⁵ In altre parole, è generalmente riconosciuto che l'ordinamento giuridico debba dettare regole atte ad impedire l'abuso, ossia che gli amministratori delle società, e il gruppo di cui eventualmente siano rappresentanti, perseguano il proprio interesse a danno della società. Ciò che è controverso è l'individuazione degli strumenti idonei in concreto (alla luce delle peculiarità delle circostanze, quali il grado di sviluppo del mercato) a raggiungere un assetto normativo efficiente, che non imponga al sistema costi superiori ai benefici; cfr. ENRIQUES (2000-I), p. 20. Sotto un profilo comparativo, si noti a tale riguardo che, proprio per evitare abusi da parte del gruppo di comando sulle minoranze, i paesi di *common law* impongono ai primi (quando presenti) il rispetto di doveri fiduciari nei confronti dei secondi, nel caso in cui la società sia quotata o meno; cfr. *David J. Greene & Co. v. Dunhill Int'l, Inc.*, 249 A.2d 427, 431-32 (Del. Ch. 1968); *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 367 Mass. 578, 328 N.E.2d 505, 515-18 (1975); *Smith v. Atlantic Properties, Inc.*, 12 Mass. App. 201, 205-06, 422 N.E.2d 798, 801-03 (Mass. App. Ct. 1981); *Kavanaugh v. Kavanaugh Knitting Co.*, 226 N.Y. 185, 192-196, 123 N.E. 148 (1919); *Farmers' Loan & Trust Co. v. New York & N.R.R.*, 150 N.Y. 410, 431-35, 44 N.E. 1043, 1049-50 (1896).

²⁶ Cfr. MONTALENTI (1998), p. 330.

²⁷ Come osservano ENRIQUES, VOLPIN (2005), p. 138: "a good part of the European reforms have been patterned after U.S. corporate and securities law. America does have a well-developed legal framework for corporate governance, which has been further improved by the post-scandal reforms. However, the fundamental differences in ownership structure between Europe and the United States mean that emulating laws whose focus is on curbing managerial opportunism may not be an appropriate way to prevent self-dealing by controlling shareholders. Indeed, a cynical observer might argue that when European policymakers adopt U.S.-style solutions designed to tackle managerial agency problems, they can appear to be doing something to reform European corporate governance while actually leaving the rents of Europe's dominant shareholders perfectly intact."

²⁸ I principali sistematizzatori della teoria della convergenza sono COFFEE (1999); HANSMANN, KRAAKMAN (2000); ROMANO (1998), p. 149 ss., secondo la quale il fenomeno di convergenza a cui staremmo assistendo a

mercati finanziari ha favorito un fenomeno di *multilisting* delle società, che ha effettivamente condotto ad un maggior grado di avvicinamento verso principi di corporate governance di matrice angloamericana²⁹.

Questo generale atteggiamento di favore per la proprietà diffusa e per lo sviluppo dei mercati mobiliari aveva già fortemente ispirato le politiche sponsorizzate dal Fondo Monetario e dalla Banca Mondiale in risposta alle crisi asiatiche del 1997-1998, che prevedevano programmi di aggiustamento non solo con misure di tipo macroeconomico, ma anche con specifiche riforme in materia di *corporate governance* volte all'apertura delle società ai mercati finanziari³⁰. Il *favor* per il modello di mercato aperto si è poi definitivamente concretato nel progetto universalistico di diffusione degli standard internazionali, nate come si è avuto modo di evidenziare nel primo capitolo come una sorta di *lex mercatoria* e poi promosse attraverso le istituzioni finanziarie internazionali in vista di un ben preciso progetto politico elaborato in seno al G-7. Un simile approccio si è riflesso in sede comunitaria negli sforzi di favorire un armonizzazione normativa funzionale allo sviluppo del mercato mobiliare, poi trasposta anche nella normativa italiana³¹. Ciò ha favorito un'interessante circolazione dei modelli giuridici angloamericani di riferimento ed una crescente tendenziale convergenza normativa.

livello globale ripeterebbe quanto è già occorso in seno all'ordinamento federale statunitense, dove le legislazioni degli stati nazionali sono in concorrenza tra di loro.

²⁹ Anche nell'ambito dell'Unione Europea è stato evidenziata una convergenza in tema di protezione e partecipazione degli azionisti, definizione degli obiettivi della gestione societaria, principio one-share one vote, struttura degli organi di gestione di controllo; cfr. HOPT, LEYENS (2004). Più in generale, l'accresciuta attenzione per i temi della *corporate governance* è fenomeno riscontrabile sia nell'ordinamento italiano che in quelli stranieri; nel 2002 ad esempio il Regno Unito ha emanato ben due rapporti (Higgs, sugli amministratori esecutivi, e Smith sull'*audit committee*) poi confluiti nella versione del *Combined Code* del 2003, la Germania ha emanato il primo codice di corporate governance, negli Stati Uniti è entrato in vigore il *Sarbanes Oxley Act* e i nuovi *listing standards* del NY Stock Exchange, in Europa è stato pubblicato il secondo Rapporto dell'*High Level Group of Company Law Experts*; cfr. ZANARDO (2004), p. 392 ss.

³⁰ Questo aspetto è riconosciuto e sottolineato anche da GILSON (2000), p. 4, e (2005), p. 7, secondo cui le previsioni di convergenza hanno dato vincente volta per volta il modello di governance prevalente in una determinata fase storica. Infatti, precedentemente la crisi finanziaria giapponese, si riteneva che il modello bancocentrico fosse quello più efficiente. Successivamente allo scoppio della bolla speculativa in Giappone e al boom dell'economia americana, il modello prediletto (soprattutto dalle istituzioni finanziarie internazionali, IMF e WB) è divenuto quello mercatocentrico. Cfr. sul tema anche CAPOLUPO, CELI (2004), p. 4 ss. secondo cui la linea corrente del dibattito segue "il successo e/o le *défaillances* delle diverse economie nel corso del tempo". ROSSI (1999), p. 1312, osserva come sino alla fine degli anni ottanta era opinione consolidata presso gli economisti più autorevoli che le borse avessero un contributo scarso alla formazione del capitale delle imprese e pertanto allo sviluppo economico. Ben più consistenti erano gli apporti derivanti dall'autofinanziamento e dai prestiti bancari. La situazione oggi è evidentemente cambiata, e ciò anche per via del forte impulso che lo sviluppo dei mercati finanziari ha avuto in seguito alle iniziative internazionali e comunitarie di cui si è parlato.

³¹ Si richiama succintamente a questo riguardo che la riforma della normativa italiana è intervenuta dapprima timidamente con la legge 216/74, attraverso la quale è stata istituita la Consob presso cui venivano accentrate le competenze di vigilanza sui mercati finanziari, successivamente – in termini più decisivi – con la legge 1/91, la c.d. legge SIM e completata con il D. Lgs. 416/96 di recepimento della direttiva comunitaria sui servizi di investimento, con cui si realizza la privatizzazione della borsa (oggi Borsa Italiana S.p.A.) a cui fa riscontro un sistema di autoregolamentazione. Con il TUF la materia è stata ulteriormente sistematizzata e da ultimo, con la legge sulla riforma del risparmio, il legislatore italiano ha tentato di dare una risposta ai fenomeni di frode finanziaria recentemente occorsi sul nostro mercato.

Tuttavia, come ben evidenziato da altra parte altrettanto autorevole della dottrina, allo stato attuale non è possibile stabilire la superiorità di un tipo di sistema rispetto all'altro nel promuovere la crescita economica³². Al contrario, poiché entrambi presentano costi e benefici, in ciascun contesto di riferimento la preferenza per l'uno o l'altro modello di finanza e di governance e la scelta di introdurre un particolare istituto o strumento di tutela sono influenzate da un insieme complesso di condizioni locali (storiche, economiche, sociali, giuridiche e politiche) che determinano lo sviluppo ed il grado di efficienza del relativo mercato di riferimento³³. In altre parole, non esiste una formula che possa essere imposta e trasposta a livello universale, sebbene entrambi i modelli finanziari ed entrambe le strutture proprietarie sono astrattamente compatibili con forme di mercato aperte³⁴.

Resta il fatto che, sebbene la regolamentazione delle società può non essere in grado da sola di modificare gli assetti di controllo di un dato sistema, risultato di un incastro di fattori difficilmente scardinabili per mano del legislatore,³⁵ ciò

³² Cfr. gli studi condotti da LEVINE (2002); BECK, LEVINE (2002); BECK LEVINE, LOYAZA (2000), che evidenziano come la crescita economica di un paese non dipenda dalla natura bancocentrica o mercatocentrica del relativo sistema economico-finanziario.

³³ Cfr. GILSON (2005), secondo cui l'efficienza dell'una o dell'altra forma di governance va ricercata in relazione a ciascun specifico contesto tenendo conto dei costi e benefici derivanti dall'adozione dell'uno e dell'altro modello. Pertanto la qualità della corporate governance non è correlata al tipo di struttura proprietaria prevalente in un dato paese, bensì all'effettiva capacità o meno di estrarre benefici privati. La letteratura italiana fa eco a queste posizioni espresse dalla dottrina statunitense, cfr. ENRIQUES (2000-III), p. 513 ss., che evidenzia come le soluzioni proponibili cambiano a seconda del mercato di riferimento, in quanto tanto più il mercato è efficiente quanto più lo sfruttamento di un conflitto di interessi viene punito attraverso sanzioni metagiuridiche (reputazionali), quali per gli amministratori di società l'espulsione dal mercato del lavoro; ROSSI (2001), p. 7, che evidenzia come gli assetti proprietari e le regole di governance dipendono dal loro passato, riflettono la struttura economica di partenza: mentre il capitalismo statunitense si affida soprattutto ai mercati finanziari e ai piccoli e medi investitori, in quello dell'europa continentale, in particolare dell'Italia, "lo Stato ha tradizionalmente giocato un ruolo da protagonista, intervenendo direttamente nell'economia". La persistente differenza tra società "aperte" e "chiuse" trova dunque ragion d'essere nei noti fenomeni di c.d. "path dependance", cfr. BEBCHUK, ROE (1999). In questo senso anche MONTALENTI (2002), p. 806 ss., secondo cui la conformazione dei diversi modelli giuridici di corporate governance non derivano da un ipotetico processo concorrenziale, bensì dall'evoluzione storica del quadro economico sociale caratteristico di un determinato ordinamento.

³⁴ Cfr. anche ROMANO, BHAGAT, BOLTON (2007) che, con riferimento al mercato statunitense, avvalorano la conclusione che non esiste un modello di corporate governance universalistico, poiché la scelta di una determinata forma di gestione dei conflitti di interesse endosocietari dipende in modo specifico dal contesto di riferimento e dalla particolare società coinvolta. Lo studio parte dalla constatazione che a seguito degli scandali Enron e Worldcom del 2001 si è verificato sul mercato americano un notevole aumento nella domanda di servizi di consulenza in materia di corporate governance e ciò ha coinciso con la pubblicazione di vari studi accademici di tipo economico-empirico a cui si sono ispirati anche coloro che offrono tali servizi di consulenza nel settore della governance, tesi ad identificare una relazione positiva tra la governance di una società, quantificata attraverso un indice, e la performance della stessa sul mercato; cfr. GOMPERS, ISHII, METRICK (2003); BEBCHUK, COHEN, FERRELL (2004); BROWN, CAYLOR (2006). ROMANO, BHAGAT, BOLTON (2007) criticano sotto vari profili metodologici (es. meccanismi di governance interna ed esterna sono sostituiti, mentre vengono trattati come complementari, fattori endogeni trattati come esogeni) ed in modo assai convincente i risultati a cui questi studi sono giunti, evidenziando come la buona governance di una società sia difficilmente riconducibile ad un indice correlabile in via esogena alla performance, rappresentando piuttosto un fattore "highly context-specific".

³⁵ Cfr. ROSSI (2001), p. 13; SPAVENTA (2006), p. 21, che a riprova di ciò osserva come nonostante l'accresciuta tutela delle minoranze azionarie e in generale dell'investimento in borsa apportata dal TUF, il

nondimeno la presenza di un diritto che favorisca la raccolta del risparmio dal pubblico attraverso una riduzione dei costi di agenzia – e conseguentemente una gestione efficiente dei conflitti di interesse – è condizione necessaria, sebbene non sufficiente, per lo sviluppo del mercato di capitali e per una loro sopravvivenza nel lungo periodo³⁶.

A partire dall’emanazione del TUF nel 1998, sotto la spinta della competizione derivante dalla liberalizzazione del mercato dei capitali europeo ed internazionale, il legislatore italiano ha emanato nuova regolamentazione col proposito di allinearsi alla migliore prassi internazionale. Con riferimento specifico alla tutela degli investitori, le riforme degli anni recenti hanno inteso raggiungere una più compiuta indipendenza del consiglio di amministrazione ed un rafforzamento dei poteri di vigilanza dell’organo di controllo, anche attraverso l’elezione di membri da parte della minoranza, una maggiore trasparenza delle operazioni con parti correlate, una nuova disciplina sugli abusi di mercato, la regolamentazione dei gruppi, obblighi di informazione rafforzati in materia di adesione ai codici di corporate governance nonché in tema di remunerazione degli amministratori, un maggior coinvolgimento degli azionisti nella valutazione dei piani di *stock-option*, la semplificazione delle procedure di voto, l’abbassamento delle soglie per l’esercizio dell’azione sociale ed per la proposizione di argomenti all’ordine del giorno, la normativa sull’opa³⁷.

Ci sembra allora interessante indagare se l’introduzione in Italia di una disciplina specificatamente volta, quantomeno sul piano delle dichiarazioni, a favorire lo sviluppo del mercato mobiliare abbia o meno permesso in concreto ai meccanismi di *governance* di funzionare correttamente (dove per “correttamente” intendiamo in modo coerente con gli obiettivi dichiarati). A tal fine, un confronto con gli standard internazionali ed uno studio del trapianto di regole in materia di conflitti di interesse da essi favorito è centrale, perché – come si è detto – è proprio attorno a quei conflitti che si sviluppa la *corporate governance*³⁸.

mercato dei capitali italiano non ha subito importanti modifiche dal 1998 ad oggi. In effetti, recenti studi empirici confermano che le novità del TUF hanno avuto una limitata incidenza sulle strutture proprietarie italiane; cfr. BIANCHI, BIANCO (2006). Ragionando *a contrario*, viene da domandarsi se questo immobilismo tutto italiano non sia piuttosto dovuto al limitato ed insufficiente impatto che la normativa del TUF ha in concreto avuto in termini di accrescimento della tutela delle minoranze; cfr. le critiche alla retorica del TUF quale legge di tutela delle minoranze VISENTINI (1998), secondo il quale piuttosto: “*il decreto delegato si occupa principalmente di tutelare il nocciolo di controllo (...)*”.

³⁶ Osserva a tale riguardo KLAUSNER (2007) che il diritto gioca un ruolo fondamentale nel favorire assetti di governo societario efficienti, ciò in quanto nell’ambito societario i singoli operatori sono soggetti a costi transattivi particolarmente elevati; di conseguenza essi non sono in grado di raggiungere un equilibrio efficiente attraverso la sola contrattazione privata. La regolamentazione presenta il beneficio di fornire al mercato uno strumento di standardizzazione che produce notevoli esternalità positive.

³⁷ Cfr. BIANCHI, BIANCO (2006), pp. 2-3.

³⁸ Interessante è a questo riguardo la funzione della *corporate governance* indicata dall’OCSE nel Preambolo dei Principi (p. 11): “*Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives which are in the interests of the company and its shareholders and should*

1.2 La questione dei conflitti di interesse alla luce delle peculiarità del sistema italiano

La questione dei conflitti di interesse nell'ambito delle società aperte italiane si colora di varie complicazioni.

Sotto un profilo giuridico, una prima difficoltà è stabilire l'esatto significato di conflitto di interessi alla luce del dovere degli amministratori di perseguire l'"interesse sociale". Il problema si pone in quanto il concetto di interesse sociale è tutt'altro che univoco, così che risulta alquanto difficile determinare in astratto una tassonomia del conflitto. Il mai sopito contrasto tra istituzionalisti e contrattualisti che ha affaticato per decenni la dottrina italiana ed europea³⁹, aggravato dall'influenza che ha avuto la teoria angloamericana dello *shareholder value* (di cui troviamo pieno riconoscimento nel codice Preda) – frutto di riflessioni maturate in contesti di proprietà diffusa⁴⁰ – la tendenza ad identificare l'interesse sociale con quello stabilito dai gruppi di controllo, l'eterogenea

facilitate effective monitoring. The presence of an effective governance system, within an individual company and across the economy as a whole, helps to provide a degree of confidence that is necessary for the proper functioning of a market economy. As a result, the cost of capital is lower and firms are encouraged to use resources more efficiently, thereby underpinning growth." Sulla tassonomia dei vari conflitti endosocietari cfr. JAEGER, DENOZZA, TOFFOLETTO (2006), p. 197 ss.

³⁹ Come è noto, le due scuole di pensiero vedono contrapposte da un lato la teoria contrattualistica, più radicata e tradizionale, secondo cui l'interesse sociale coincide con quello di lungo periodo comune dei soci e dall'altra la teoria istituzionalistica secondo cui l'interesse sociale coincide con quello dell'impresa in sé, come risultante degli interessi degli azionisti attuali e futuri, dipendenti della società, i creditori ecc. Nonostante le profonde divergenze le due teorie sono riuscite a convivere e sono state utilizzate per sostenere opposte interpretazioni della legge, cfr. ROSSI (2001), p. 10; COTTINO (2005).

⁴⁰ Secondo la teoria dello *shareholder value* i gestori dell'impresa sono tenuti a perseguire esclusivamente l'interesse dei soci. Come è stato efficacemente osservato da JAEGER, DENOZZA, TOFFOLETTO (2006), p. 192, in anni recenti la dialettica tra istituzionalisti e contrattualisti sembra essersi spostato sulla contrapposizione tra i sostenitori della tesi dello *shareholder value* e quella della *corporate social responsibility* che ritiene debba esistere una più ampia responsabilità sociale a carico dei gestori nei confronti degli *stakeholder* e della comunità entro cui l'impresa opera. Negli Stati Uniti è la prima teoria a prevalere con decisione tanto in letteratura che in giurisprudenza; cfr. HANSMANN, KRAAKMAN (2000): "*There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value.*" In realtà, anche nell'ambito più ristretto della letteratura giuseconomica statunitense, si riscontra una certa ambiguità nel definire il concetto di interesse sociale. La principale teoria elaborata in questo ambito è quella che qualifica la società come un *nexus of contracts* nei quali i soci non sono considerati come i proprietari finali della società, ma solo come una delle categorie di soggetti che contrattano nell'impresa, alla stessa stregua dei dipendenti, fornitori e clienti; in altre parole, la società è vista come una rete di contratti e l'impresa come la risultante. In questo senso, la *nexus of contract theory* sembrerebbe avvicinarsi ad una teoria istituzionalistica; sull'ambivalenza della teoria cfr. COSSU (2006) pp. 73-74. L'aspetto interessante della teoria è che essa "*focuses on the hypothetical ex ante bargains that parties would strike if they negotiated formal terms. Default rules, such as statutes governing corporate law and judicial opinions interpreting those statutes, substitute for this private bargaining where it does not occur.*" (v. KROPP (2007), p. 10). Sulla *nexus of contract theory* v. COASE (1937); JENSEN, MECKLING (1976); WILLIAMSON (1979); FAMA, JENSEN (1983-I); EASTERBROOK, FISCHEL (1991) e, in letteratura italiana, MARCHETTI (2000); TONELLO (1999), p. 125 ss.

composizione dei soci⁴¹ rendono per il giurista italiano estremamente difficile dare alla nozione di conflitto di interessi un perimetro capace di riflettere i problemi di agenzia derivanti dal rapporto maggioranza-minoranza.

Si aggiunga che, data l'elevata concentrazione proprietaria dell'assetto italiano, il problema giuridico del conflitto di interessi finisce per non coincidere esattamente con quello economico. Il primo vede in contrapposizione gli interessi della società con, a seconda della struttura proprietaria, quelli del socio o dell'amministratore. Il problema economico è invece più ampio, in quanto vede contrapposte le utilità dei soci di minoranza (dunque non necessariamente della società⁴²) con quelle del gruppo di comando (che non necessariamente detiene la maggioranza delle azioni), di cui gli amministratori sono espressione; esso dunque va a sovrapporsi alla questione più generale della tutela dei soci esterni e al concetto di abuso della maggioranza, di cui infatti si darà conto nel prosieguo⁴³.

Vi è di più, la fenomenologia del conflitto richiama l'opportunità di considerare le peculiari forme di separazione tra la proprietà e controllo del nostro paese, quali l'uso di complesse strutture piramidali, i patti di sindacato, l'*interlocking directorship*, le partecipazioni incrociate, che hanno dato vita a forme di "proprietà circolare"⁴⁴. La riforma delle società del 2003 ha ulteriormente allentato il grado di corrispondenza tra rischio e potere sotto

⁴¹ La questione è riconosciuta da TOMBARI (2004), p. 1099, il quale sottolinea come la possibilità apertasi con la riforma societaria di emettere una pluralità di tipologie di strumenti finanziari moltiplica gli interessi in gioco, favorendo l'insorgere di conflitti c.d. orizzontali tra diverse categorie di finanziatori/investitori. Acute le osservazioni di LIBONATI (2001), p. 100 ss., circa l'identificazione di che cosa sia oggi interesse sociale, considerata la finalizzazione degli investimenti borsistici al raggiungimento non tanto di un utile (distribuzione dei dividendi), quanto di un *capital gain* (aumento delle plusvalenze da negoziazione).

⁴² Sebbene, come osserva MAZZONI (1998), p. 488, sarà tipicamente la percezione dell'interesse sociale riferibile all'azionista di minoranza medio o tipico quella che tende a coincidere con l'interesse generale al corretto funzionamento del mercato ed all'efficiente allocazione delle risorse e che tale interesse finisce anche per coincidere con quello sociale, di tutti gli azionisti-investitori.

⁴³ Cfr. COSSU (2006), p. 63, secondo cui negli ordinamenti continentali il problema della separazione tra proprietà e controllo richiede di confrontarsi con i limiti del principio maggioritario e l'abuso di maggioranza. In Italia, prima dell'entrata in vigore del TUF, il dibattito sulla tutela delle minoranze, alimentato dall'innovativo e moderno progetto di riforma delle società per azioni redatto nel 1955 da Ascarelli e dagli Amici del Mondo (pubblicato in Riv. soc., 1956, p. 599 ss.) non si era mai tradotto in legge; al contrario, dal dibattito precedente e successivo alla riforma del 1974 emerge chiaramente l'intento del legislatore dell'epoca di accantonare l'idea di rafforzare gli strumenti di tutela degli azionisti investitori per lasciare spazio ad una protezione di tipo indiretto, realizzata attraverso le regolamentazione (amministrativa) del mercato mobiliare, l'istituzione della Consob e l'introduzione delle azioni di risparmio, con cui si "monetizza" l'esclusione dal potere; una parziale inversione di tendenza è intervenuta con l'entrata in vigore del TUF attraverso cui si attua una sorta di "riscoperta dei diritti delle minoranze"; cfr. MONTALENTI (1998), pp. 331-332; BARUCCI (2006), pp. 76-81. Sulle principali novità volte a garanzia delle minoranze introdotte dal TUF, cfr. oltre l'appena citata opera, VISENTINI (1998); MAZZONI (1998). Sulle misure di tutela degli azionisti introdotte con la legge del risparmio cfr. ENRIQUES, VOLPIN (2006).

⁴⁴ L'efficace locuzione "proprietà circolare" è di BIANCHI, FABRIZIO, SICILIANO (1998). Osserva ONADO (1995), p. 42 che l'intensità della leva azionaria ed il ricorso a forme di accordi tra gruppi di imprese organizzato intorno ai patti di sindacato ha rappresentato il modello tipico del controllo che distingue il nostro paese dal modello tedesco e giapponese. Tale situazione "ha determinato una sostanziale dicotomia tra azionisti di controllo e azionisti "finanziatori", più netta e più marcata di quella che è dato riscontrare in altri paesi." Sull'ampio utilizzo nel mercato italiano di gruppi piramidali per garantire la separazione tra proprietà e controllo, v. BIANCHI, BIANCO, ENRIQUES (1998).

numerosi profili. Ai sensi della nuova disciplina le azioni possono: essere assegnate in numero non proporzionale al conferimento (art. 2346, co. 4); attribuire un voto limitato (art. 2351); attribuire diritti patrimoniali diversi (art. 2350, co. 1); essere correlate ad un particolare settore di attività (art. 2350, co. 2); risentire diversamente dell'incidenza delle perdite (art. 2348, co. 2)⁴⁵.

Se è unanimamente riconosciuto che il *leverage* determinato da tali strumenti procura effetti distorsivi particolarmente pericolosi per la platea degli investitori (v. gli abusi perpetrati nei casi Cirio e Parmalat), dall'altro lato bisogna ammettere che essi hanno garantito alle imprese i mezzi finanziari necessari alla (seppur limitata) crescita, rappresentando uno strumento per supplire alla difficoltà di reperire capitali attraverso forme alternative all'autofinanziamento o alla proprietà pubblica⁴⁶. Impedire *tout court* a meccanismi di *leverage* di operare senza contemporaneamente sviluppare modelli alternativi di separazione tra proprietà e controllo vorrebbe dire decretare l'implosione del sistema Italia, il crollo del castello di carta.

Chiunque voglia affrontare da una prospettiva giuridica il problema dei conflitti di interesse con animo scevro da pregiudizi ed unilateralismi non può non confrontarsi con questi problemi economico-finanziari, con questo dilemma, con gli aspetti di circolarità ed autoreferenzialità tipicamente nostrani. Fino a che punto le riforme introdotte nel nostro ordinamento anche sotto lo stimolo di pressioni internazionali sono state in grado di sciogliere questo nodo?

Per dare una risposta alla domanda si passerà in rassegna la disciplina italiana applicabile ai conflitti di interessi endosocietari ed infragruppo, confrontandola con il parametro rappresentato dalle raccomandazioni dell'OCSE. Si avrà cura di dare conto non solo delle disposizioni normative vigenti, ma anche delle fonti derivanti dall'autodisciplina⁴⁷.

A tale riguardo, tuttavia, giova precisare sin da ora che nel contesto italiano di scarsa capitalizzazione del mercato borsistico⁴⁸, l'autodisciplina non può

⁴⁵ Cfr. OPPO (2003), p. 5, che evidenzia come non sia stabilito nessun riequilibrio causale rispetto a queste possibili diversità.

⁴⁶ Cfr. BARCA (1996); BARCA (1997); BARCA, BERTUCCI; CAPELLO, CASAVOLA (1997); BARCA E TRENTO (1997).

⁴⁷ Si richiama che l'ampio uso di codici di autodisciplina attualmente in essere negli ordinamenti dell'europa continentale è una tipica conseguenza di un fenomeno di circolazione di modelli giuridici mutuati dai paesi angloamericani. I codici di corporate governance, proliferati a partire dagli anni novanta, hanno infatti origine nel 1992 *Cadbury Report* del Regno Unito, emanato congiuntamente dalla *London Stock Exchange* ed il *UK Society of Accountants* successivamente allo scandalo Maxwell, che ha dato vita all'elaborazione del *Combined Code for Corporate Governance*; cfr. JORDAN (2005), p. 1010 ss.

⁴⁸ Come osservato da CERVONE (2004) nel corso dell'intervento svolto dalla Consob presso l'Assosim: "La vera anomalia che caratterizza la Borsa in Italia è (...) rappresentata dal numero estremamente basso di società quotate, anche a confronto con Paesi con economie e tradizioni giuridiche ed istituzionali simili alle

ritenersi un valido sostituto della normativa, in quanto la funzione svolta dai codici di condotta è assai limitata ed è fonte di distorsioni⁴⁹. Innanzitutto, come è noto, i codici di *best practice* non producono effetti vincolanti, ma rappresentano un modello di riferimento flessibile, che le società possono adattare alle proprie esigenze. Le società non sono sottoposte all'obbligo di adottare il codice, ma soltanto al dovere di dare informazione circa l'adesione allo stesso, motivando le eventuali divergenze⁵⁰. Pertanto, un legislatore che voglia contemperare le esigenze di autonomia privata con la necessità di minimizzare i costi di agenzia deve porsi nella prospettiva di individuare quali siano le regole minime che rappresentino una sorta di *conditio sine qua non* per lo sviluppo delle società aperte, da quelle che invece possono essere oggetto di elaborazione da parte dei organismi di categoria e di adesione volontaria in funzione delle dimensioni e delle caratteristiche di ciascuna società. In questo senso, il ruolo svolto dalla normativa non può dirsi equivalente a quello dell'autoregolamentazione.

Si aggiunga che la *self regulation* è frutto della cultura angloamericana dove la volontarietà dell'iniziativa non vuol dire impunità⁵¹. In contesti di economie di mercato aperto la sanzione in ipotesi di inosservanza delle raccomandazioni c'è, ma è innanzitutto di tipo reputazionale, ossia decisa dagli operatori di borsa in via decentrata. Le società con una governance efficiente e trasparente vengono, infatti, premiate dal mercato, con conseguente aumento del corso dei relativi titoli. È evidente allora come sia ingenuo aspettarsi in mercati poco sviluppati come il nostro il medesimo successo che queste soluzioni regolamentari hanno avuto in contesti finanziari caratterizzati da forte liquidità ed elevata capitalizzazione. A comprovare il peso scarsamente rilevante che il fattore reputazione sembra giocare in Italia, particolarmente nell'ambito della corporate governance, sovrviene l'esempio offerto dal crack Parmalat, in cui nessun operatore aveva assegnato un

nostre. Nel 1907 le società quotate alla Borsa di Milano erano 171. Analizzando il periodo post-bellico, bisogna aspettare il 1981 per osservare un numero di società quotate stabilmente superiore; oggi sono 276. Sia in Francia che in Germania le società quotate oggi sono circa 850." Sulla composizione del mercato borsistico italiano cfr. dati citati in BARUCCI (2006), pp. 90-91, dai quali emerge che la quota più rilevante è rappresentata da quella delle società finanziarie, seguite dai servizi e in ultimo posto dalle società industriali; inoltre 43 su 282 società quotate a fine 2004 sono società privatizzate.

⁴⁹ Sul ruolo del codice di condotta approvato da Borsa Italiana (c.d. Codice Preda) cfr. ZANARDO (2005); PRESTI (2006); BRUTTI (2007).

⁵⁰ L'art. 124-bis del TUF prevede infatti le società quotate italiane diffondono annualmente informazioni sull'adesione a codici di comportamento e sull'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, motivando le ragioni dell'eventuale inadempimento. Ai sensi dell'art. 149(1)(c-bis) spetta all'organo di controllo il compito di vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento dichiara di attenersi. Con il d.lgs. n. 303 del 29.12.2006 è stata inoltre soppressa la competenza della Consob a vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti, precedentemente inserita con la legge sul risparmio. La Consob ha oggi solo il potere di irrogare la sanzione amministrativa in caso di omissione delle comunicazioni prescritte dall'articolo 124-bis (e non più dunque in caso di falsità); cfr. BRUTTI (2007), p. 242.

⁵¹ Cfr. FERRARINI, GIUDICI (2006), p. 575, secondo cui la pratica del *comply or explain* tipica dell'autoregolamentazione produce buoni risultati solo nella misura in cui l'obbligo di informare sia effettivamente attuato e perché ciò avvenga sono necessari meccanismi di *enforcement* privati e/o pubblici.

connotato disdicevole alla mancato rispetto delle raccomandazioni in tema di indipendenza degli amministratori e composizione dei comitati interni⁵².

Peraltro, l'influenza della cultura angloamericana nell'elaborazione del Codice Preda ha condotto taluni Autori a riflettere sull'effettiva utilità di un tale strumento nel contesto borsistico italiano. Ciò in quanto il codice italiano sarebbe eccessivamente ispirato a modelli di governance adottati in sistemi di proprietà diffusa e conseguentemente non sarebbe in grado di incidere sulle questioni realmente critiche alla luce degli assetti italiani, ovvero l'*interlocking directorship*, i gruppi piramidali, le partecipazioni incrociate, la mancanza di trasparenza relativamente alle decisioni dei patti di sindacato. Mancano in altre parole misure specificamente funzionali alla tutela delle minoranze⁵³.

Ma l'aspetto forse più significativo nel contesto italiano è che le raccomandazioni contenute nel codice si indirizzano alle sole società quotate, ossia a meno di un quarto delle società le cui caratteristiche economico-finanziarie sarebbero tali da rendere per esse teoricamente conveniente l'accesso al mercato mobiliare (società che invece preferiscono non quotarsi per continuare ad agire nell'opacità e meglio estrarre benefici privati)⁵⁴. Anche quando le previsioni di tali codici assumono efficacia vincolante per talune società, in quanto richiamate tra i requisiti per l'ammissione a negoziazione sul segmento STAR⁵⁵, esse vanno in ogni caso a costituire un sistema regolamentare diverso e più stringente rispetto alla normativa codicistica applicabile alla generalità delle società. Questa distanza tra la disciplina generale e quella speciale delle quotate è all'origine di fenomeni di arbitraggio regolamentare, per cui quanto più "*si esaltano i privilegi di tutte le imprese non quotate rispetto a quelle quotate*"⁵⁶, tanto più si creano incentivi

⁵² Per un'analisi dei profili sui quali la società Parmalat Finanziaria S.p.A. si discostava dalle raccomandazioni del codice Preda si rinvia al lavoro di MELIS (2004), p. 14 ss. il quale osserva che il numero di amministratori indipendenti nel board della società era tre contro una media di 5, le figure di amministratore delegato e presidente del consiglio coincidevano (evento che occorre solo nel 10% delle società quotate, sebbene il codice Preda non esprima una raccomandazione in questo senso) e il comitato per il controllo interno non era composto a maggioranza di indipendenti; di questa inosservanza non si forniva neppure una giustificazione. Infine, per quanto concerne le operazioni con parti correlate, Parmalat Finanziaria aveva sì predisposto apposita procedura, tuttavia essa non veniva di fatto applicata. Emerge da questa osservazione il rischio che, in assenza di adeguati meccanismi di *enforcement*, il rispetto delle raccomandazioni incluse nei codici di *best practice* rischia di svolgere un ruolo puramente formalistico. Si tenga presente, infine, che all'epoca dello scandalo Parmalat le raccomandazioni del codice Preda erano più lassiste rispetto all'attuale formulazione, frutto della revisione occorsa nel 2006.

⁵³ Così ROSSI (2001); SPAVENTA (2002).

⁵⁴ Cfr. COSTI, MESSORI (2005), p. 54.

⁵⁵ Cfr. requisiti previsti alla sez. 2.2.3, par. 3 del Regolamento dei Mercati organizzati da ultimo modificato nell'agosto 2007, disponibile su www.borsaitaliana.it.

⁵⁶ L'espressione è di MESSORI (2003), p. 287, che bene mette in evidenza come la nuova normativa del diritto societario, anche penale, produce tre gravi distorsioni economiche proprio a causa dell'accresciuto "scalino normativo" che differenzia società quotate e non: (i) ostacola, a causa del suddetto scalino normativo, l'ispessimento dei mercati finanziari; (ii) premia il prodursi di scatole cinesi, accentuandone il potenziale elusivo (cfr. norma sul falso in bilancio); (iii) incentiva un'eccessiva dipendenza dal finanziamento bancario, specie di breve termine. Anche ONADO (1995), p. 55, osservava che nel caso italiano la contrapposizione tra lo status di impresa quotata e non potrebbe portare ad un'accentuazione del costo a carico delle prime e

perversi per le nostre imprese a non ricorrere alla raccolta di capitali direttamente sul mercato finanziario. Pertanto, in Italia l'elaborazione dei codici di condotta non è in grado di supplire ad una cattiva regolamentazione codicistica della S.p.A.⁵⁷.

2. Gli strumenti di governo societario raccomandati dagli standard internazionali

2.1 Conflitto di interessi e tutela delle minoranze azionarie. Premesse.

Gli *OECD Principles of Corporate Governance* partono dal riconoscimento dell'esistenza di diversi modelli di capitalismo e, con essi, di differenti sistemi di *governance*, tutti astrattamente compatibili con forme di economia di libero mercato. Questa apertura verso una pluralità di forme organizzative si evince immediatamente dal tenore del preambolo, dove si legge che: *"There is no single model of good corporate governance"*.

Speculare e per certi versi conseguente a quest'affermazione, che suona come una sorta di presa di posizione forte in favore di un pluralismo e di una concorrenza tra ordinamenti, vi è una diffusa ambiguità che permea i Principi, a riflettere le contraddittorie concezioni di società per azioni e di interesse sociale vigenti negli ordinamenti capitalistici occidentali. L'OCSE non si schiera apertamente né per la teoria contrattualistica né per quella istituzionalistica, ma riprende in vari passaggi dei Principi elementi chiave dell'uno o dell'altro pensiero. Ad esempio, pur prevedendo al principio VI.A che: *"Board members should act on a fully informed basis, in good faith, with due diligence and care, and in the best interest of the company and the shareholders"*, si precisa immediatamente dopo al principio VI.C che: *"The board should apply high ethical standards. It should take into account the interests of stakeholders."*⁵⁸ Inoltre, i Principi dedicano l'intera sezione V alla tutela degli *stakeholders*⁵⁹.

dunque al mantenimento dell'attuale disincentivo a non accedere al listino. A distanza di 12 anni, la previsione si è dimostrata veritiera.

⁵⁷ Cfr., oltre agli Autori citati sopra, anche ROSSI (2001), p. 13, secondo cui ciò che induce le imprese italiane a non quotarsi "è la mancanza di una cultura della trasparenza, l'esistenza di regole applicabili unicamente alle società quotate e l'atteggiamento delle banche". Secondo l'Autore per gli azionisti-risparmiatori non sofisticati sono necessarie regole imperative più stringenti, in particolare in occasione di operazioni straordinarie quali fusioni, scissioni, acquisizioni e opa, mentre l'emanazione di norme di autoregolamentazione non pare sufficiente a garantire un adeguato livello di protezione per tali azionisti.

⁵⁸ Il ruolo del board nei confronti degli shareholder e degli stakeholder è ulteriormente esplicitato nell'annotazione al principio VI (p. 58 dei Principi) in cui si legge: *"The board is not only accountable to the company and its shareholders but also has a duty to act in their best interests. In addition, boards are expected to take due regard of, and deal fairly with, other stakeholder interests including those of employees,*

A fronte di tale ambivalenza, l'OCSE esplicita che il ruolo di ciascun attore nell'ambito della *corporate governance* (maggioranza, investitori istituzionali, singoli soci, creditori e lavoratori) e la sua interazione con gli altri partecipanti al sistema non può che variare a seconda del paese di riferimento, poiché: “*These relationships are subject, in part, to law and regulation and, in part, to voluntary adaptation and, most importantly, to market forces.*” Pertanto, ciò che l'OCSE ha inteso favorire con l'emanazione dei Principi di *Corporate Governance* non è l'adozione universalistica dell'uno o l'altro modello proprietario, bensì l'introduzione di incentivi e di meccanismi di governo in grado di limitare efficacemente le potenzialità dannose derivanti dai conflitti di interesse endosocietari⁶⁰. I conflitti di interessi tra i vari attori in gioco diventano in questo contesto la questione nodale alla cui risoluzione la *corporate governance* deve mirare.

A tal fine, coerentemente con il citato approccio dominante nella moderna letteratura economico-giuridica, l'OCSE differenzia il caso delle società a proprietà dispersa da quello delle società a struttura concentrata. Mentre nell'ambito della prima tipologia il conflitto è espressione della separazione tra proprietà degli azionisti ed il controllo dei dirigenti i cui interessi possono non essere allineati con quelli dei primi ed il cui monitoraggio è eccessivamente costoso, in presenza di soci di controllo esso si manifesta tipicamente come un rischio di espropriazione delle minoranze e di estrazione dei benefici privati⁶¹.

La questione è affrontata al Principio III.A.2 (“*The Equitable Treatment of Shareholders*”), ove si statuisce che i soci di minoranza devono ricevere tutela contro possibili comportamenti abusivi direttamente o indirettamente tenuti dagli azionisti di controllo o comunque nel loro interesse, e devono godere di effettivi strumenti di ristoro. Nell'annotazione al principio, sempre in linea con le conclusioni raggiunte dalla prevalente letteratura economica, si analizzano in modo maggiormente dettagliato i benefici ed i costi offerti dal modello di proprietà concentrata, i primi consistendo in una riduzione dei problemi di agenzia in virtù di una migliore vigilanza sul management, i secondi nel rischio di abusi dal parte del gruppo di comando ai danni della minoranza.

creditors, customers, suppliers and local communities. Observance of environmental and social standards is relevant in this context.”

⁵⁹ Questo aspetto è riconosciuto anche da ROSSI (2001), pp. 13-14, il quale evidenzia che una simile ambiguità è riscontrabile nella generalità dei codici di *corporate governance* indirizzati alle società quotate. Mi sia consentito notare che tale approccio neutrale non è rinvenibile nel Codice Preda.

⁶⁰ Cfr. le annotazioni ai principi I e I.A (p.p. 29-30).

⁶¹ I Principi specificano che: “*Controlling shareholders (...) may be individuals, family holdings, bloc alliances, or other corporations acting through a holding company or cross shareholdings [which] can significantly influence corporate behaviour.*” (p. 12).

Si sottolinea inoltre come tale rischio inevitabilmente aumenta quando (come è nel contesto italiano) l'ordinamento giuridico locale permette, ed il mercato accetta, che gli azionisti di controllo utilizzino strumenti giuridici per separare la proprietà e controllo ed esercitare per questa via un potere non proporzionato al livello di rischio.

L'abuso a cui fa riferimento i Principi può assumere differenti forme. Tra le più rilevanti l'annotazione cita a titolo esemplificativo:

- (i) l'estrazione di benefici privati tramite, ad esempio, elevate remunerazioni a dipendenti collegati con la proprietà;
- (ii) inappropriate operazioni con parti correlate;
- (iii) decisioni di business influenzate da interessi personali e
- (iv) modifiche alla struttura del capitale azionario per favorire la maggioranza⁶².

Pertanto, quanto alle premesse ed all'inquadramento dei problemi tipici del governo societario, i Principi OCSE risultano perfettamente allineati al dibattito accademico in corso a livello internazionale e ne riflettono l'impostazione. L'OCSE abbraccia inoltre un atteggiamento spiccatamente favorevole all'adozione di soluzioni comuni negli obiettivi, ma non nelle forme, e ciò nell'intento di garantire un'equivalenza funzionale degli ordinamenti, ossia una convergenza nel governo delle società, piuttosto che una velleitaria armonizzazione secca.

2.2 I rimedi generali raccomandati dall'OCSE con riferimento alle società con proprietà concentrata: gli obblighi di trasparenza circa gli assetti proprietari

Coerentemente con l'obiettivo di ridurre i fenomeni di espropriazione da parte dei soci di controllo, i rimedi previsti a fronte dei conflitti di interesse endosocietari in contesti di proprietà concentrata sono costituiti da un insieme di misure funzionali ad una migliore tutela dei soci di minoranza.

Tra le tecniche di prevenzione si cita, innanzitutto, l'importanza di imporre doveri di trasparenza che permettano agli investitori di effettuare scelte

⁶² Cfr. Annotazione al principio II.A.2, p. 42.

consapevoli e per questa via stimolare un monitoraggio decentrato sulle società ed una corretta allocazione delle risorse economiche. In particolare, al Principio V si stabilisce che:

“Shareholders and potential investors require access to regular, reliable and comparable information in sufficient detail for them to assess the stewardship of management, and make informed decisions about the valuation, ownership and voting of shares. Insufficient or unclear information may hamper the ability of the markets to function, increase the cost of capital and result in a poor allocation of resources.”

Oltre che sui dati contabili, le società dovrebbero fornire informazione sugli obiettivi e le politiche della società, la struttura societaria, gli azionisti di controllo e le relazioni infragruppo, le remunerazioni, la composizione e la nomina dei consiglieri, le operazioni con parti correlate, i significativi fattori di rischio, i rapporti con i dipendenti e gli *stakeholders*, le politiche e le strutture di *governance*.

Per quanto concerne più specificatamente la tutela delle minoranze, l'OCSE valuta particolarmente rischiose tutte quelle strutture proprietarie in cui soci con una partecipazione minoritaria esercitano un controllo sulla società non proporzionale alla frazione di capitale detenuta e dunque al livello di rischio. Ciò si verifica, a titolo esemplificativo, in presenza di strutture piramidali o in caso di emissione di azioni con voto multiplo⁶³.

Per limitare il rischio di estrazione abusiva di benefici privati, l'OCSE raccomanda – oltre alla definizione dei doveri fiduciari di cui si tratterà *infra* – massima trasparenza su ogni meccanismo utilizzato per separare proprietà e controllo, in quanto in tale fenomeno hanno origine i conflitti di interessi ed i problemi di agenzia nella proprietà concentrata che il governo societario dovrebbe limitare. Le raccomandazioni sul punto hanno un ampio ambito di applicazione oggettivo, in quanto comprendono tra le informazioni da fornire al mercato tutte quelle che permettano di ricostruire la composizione del gruppo di appartenenza ed il reale beneficiario finale delle azioni⁶⁴.

⁶³ Cfr. annotazione al principio III.A.2: *“The potential for abuse is marked where the legal system allows, and the market accepts, controlling shareholders to exercise a level of control which does not correspond to the level of risk that they assume as owners through exploiting legal devices to separate ownership from control, such as pyramid structures or multiple voting rights.”*

⁶⁴ Nel principio V.A.3: *“Disclosure should include, but not limited to, material information on major share ownership and voting rights”*; e nelle relative annotazioni, dove si precisa che: *“Particularly for enforcement purposes, and to identify potential conflicts of interest, related party transactions and insider trading, information about record ownership may have to be complemented with information about beneficial ownership.”*

Il tema della trasparenza degli assetti proprietari è ulteriormente affrontato al Principio III.D⁶⁵. Nell'annotazione si descrivono gli strumenti generalmente utilizzati per favorire la separazione tra proprietà e controllo, quali il gruppo piramidale, gli incroci azionari, l'emissione di azioni con voto limitato o multiplo ed i patti parasociali. Specifica attenzione viene prestata a quest'ultimo istituto, comunemente adoperato secondo l'OCSE da soggetti che individualmente detengono una quantità relativamente esigua del capitale per agire di concerto come fossero la maggioranza o comunque il gruppo di comando. L'OCSE fornisce un'indicazione esemplificativa di quelli che sono i principali contenuti dei patti parasociali. Tali convenzioni possono riconoscere ai paciscenti un diritto di prelazione sull'acquisto delle azioni, ovvero imporre limiti per un certo periodo di tempo alla circolazione dei titoli sindacati, o ancora stabilire le modalità per selezionare i membri del consiglio o di prevedere l'esercizio congiunto del voto. L'OCSE prende atto infine della circostanza che talune giurisdizioni hanno ritenuto necessario monitorare con attenzione questa tipologia di accordi e limitarne la durata⁶⁶. In ogni caso, considerata la capacità dei suddetti meccanismi di redistribuire l'influenza dei soci sulla società, è opportuno garantire la trasparenza di tutte tali strutture proprietarie e meccanismi⁶⁷.

2.3 *Imposizione di doveri fiduciari a carico degli amministratori*

In aggiunta alla trasparenza, si afferma l'importanza di garantire mezzi di tutela sostanziale alle minoranze azionarie attraverso l'imposizione a carico dei membri del “*board*” (ossia del consiglio di amministrazione nei sistemi monistici e del “*supervisory board*” per quelli dualistici) di ben definiti doveri fiduciari, particolarmente di un obbligo di diligenza (*duty of care*) e un obbligo di lealtà (*duty of loyalty*) nei confronti della società e di tutti gli azionisti, incluse pertanto le minoranze⁶⁸.

Il riferimento ai doveri fiduciari, istituto tipico degli ordinamenti di *common law*, denota ulteriormente come, anche per quanto attiene il merito della disciplina societaria, l'impostazione adottata dall'OCSE tenda a richiamare, sebbene in

⁶⁵ Il rimedio della trasparenza degli assetti proprietari è dettato non solo nel, ma anche nel principio II.D: “*Capital structure and arrangements that enable certain shareholders to obtain a degree of control disproportionate to their equity ownership should be disclosed*”;

⁶⁶ Cfr. annotazione al principio II.D.

⁶⁷ *Ibid.*: “*Given the capacity of these mechanisms to redistribute the influence of shareholders on company policy, shareholders can reasonably expect that all such capital structures and arrangements be disclosed.*”

⁶⁸ Così nell'annotazione al principio III.A.2: “*In addition to disclosure, a key to protecting minority shareholders is a clearly articulated duty of loyalty by board members to the company and to all shareholders. Indeed, abuse of minority shareholders is most pronounced in those countries where the legal and regulatory framework is weak in this regard.*” (p. 42).

chiave di equivalenza funzionale, principi di diritto tipici dei paesi angloamericani. Per meglio comprendere la portata delle raccomandazioni è allora fondamentale fornire una breve indicazione della nozione giuridica di *fiduciary duty* e la funzione che essa svolge in quegli ordinamenti nell'ambito del governmento delle società.

In termini generali, la c.d. *fiduciary law* consiste in un sistema di regole giuridiche dettate per tutelare la posizione del principale dal rischio che l'agente, gestore di un affare altrui, operi dando prevalenza ai propri interessi anziché a quelli dell'altra parte⁶⁹. Nel contesto del diritto societario, l'imposizione di doveri fiduciari sui gestori della società è il principale strumento di corporate governance riconosciuto dai paesi di *common law* attraverso cui viene risolto il tipico problema di agenzia che si pone tra di manager ed azionisti⁷⁰. In particolare, negli ordinamenti angloamericani l'istituto della fiducia è costituito da un insieme di regole che operano sia *ex ante*, come incentivi volti a favorire la cura degli interessi degli investitori⁷¹, che *ex post*, con funzione punitiva dei comportamenti illegittimi⁷².

La relazione fiduciaria espone l'agente principalmente a due tipologie di doveri giuridici: il *duty of care* ed il *duty of loyalty*, il primo consistente in un obbligo di diligenza, il secondo in un obbligo di lealtà, ossia in un dovere di agire esclusivamente nel miglior interesse della società e dei suoi azionisti⁷³. Lo sfruttamento di un conflitto di interessi, insieme alla frode, rappresenta

⁶⁹ Cfr. FRANKEL (1998).

⁷⁰ I doveri fiduciari hanno origine nei principi della *trust law* sviluppati dalla giurisprudenza delle corti inglesi e poi trasfusi nel diciannovesimo secolo nell'ambito del diritto societario, cfr. JORDAN (2005), pp. 1007 e 1013.

⁷¹ Molto efficacemente EASTERBROOK, FISCHER (1991), p. 93, sottolineano come: “*To use fiduciary principles for any purpose other than maximising the welfare of the investors subverts its functions by turning the high costs of direct monitoring – the reasons fiduciary principles are needed – into a shield that prevents investors from controlling managers’ conduct*”.

⁷² Cfr. *ex multis* EASTERBROOK, FISCHER (1991), p. 95 e COOTER, FREEDMAN (1991), pp. 1054, 1055.

⁷³ Si richiama che il *duty of loyalty* ha origini antiche e si collega all'istituto del trust peculiare dei sistemi di *common law*; esso consiste nell'obbligo del fiduciario (amministratori, manager e soci di controllo) di comportarsi correttamente (*fairly*) nei confronti dei fiducianti (la società, gli azionisti), particolarmente in presenza di un proprio interesse. In particolare, ogni qual volta possa manifestarsi una situazione di conflitto, il fiduciante è tenuto a dare precedenza agli interessi dei fiduciari (cfr. analisi svolta nel cap. II). In ambito societario, cfr. EASTERBROOK, FISCHER (1991), p. 104, in cui il dovere di lealtà è definito in questi termini: “*Managers must prefer investors’ interest to their own in the event of conflict. This is the core of the duty of loyalty*”. In ogni caso, l'esatta portata dei doveri fiduciari può essere ricavata solo a seguito di un attento esame della giurisprudenza in materia di responsabilità degli amministratori (ciò in quanto, per loro natura, i doveri fiduciari sono formulati in termini generici, poiché altrimenti finirebbero per limitare in modo eccessivo l'attività degli amministratori ed ingessarne la discrezionalità). I doveri di lealtà e diligenza sono quelli più ampiamente accettati, cfr. PISTOR, XU (2002), p. 1. Allo stato i doveri fiduciari sono stati in parte codificati sia nel *Company Act* anglosassone che nel *Securities and Exchange Act* statunitense (v. oltre). Sul contenuto e sulla portata dei doveri fiduciari in diritto statunitense si vedano per tutti EISENBERG (1995), BLOCK, BARTON, RADIN (1998), p. 107 ss., KNEPPER, BAILEY (1998), p. 77 ss., KLEIN, COFFEE (2004), p. 154 ss.; PINTO (1998), p. 266 ss.; interessanti spunti comparativi sono in HERTING, KANDA, in AA. VV. (2004-II), p. 114 ss., dove peraltro si evidenzia come a differenza che negli Stati Uniti, in cui le corti valutano la “*fairness*” delle operazioni concluse in conflitto anche quando approvate da un board indipendente, in Europa “*courts are very reluctant to second guess independent board approval of conflicted transactions (...)*”.

tipicamente una violazione del dovere di lealtà, alla quale l'ordinamento giuridico reagisce con uno strumentario rimediale più severo rispetto alla violazione del dovere di diligenza⁷⁴. Similmente al caso degli intermediari mobiliari in conflitto di interessi (v. *supra* cap. II), per *common law* l'amministratore che violi il dovere di lealtà potrà essere condannato non solo al risarcimento del danno sofferto dalla società, come sarebbe nel caso di violazione del canone di diligenza, ma anche al *disgorgement of profits*, a prescindere dall'annullamento dell'operazione posta in essere⁷⁵. La ragione pratica di una tale differenziazione nell'apparato sanzionatorio sta – come già evidenziato nel cap. II a cui si rinvia – nell'esigenza di disincentivare il comportamento sleale, ossia di garantire una deterrenza che, per sussistere in ipotesi di conflitto di interessi, necessita la previsione di una sanzione più pesante rispetto al caso di mera negligenza, tale per cui l'agente sia indotto a scegliere per ragioni di convenienza una condotta in linea con gli interessi del principale.

In concreto, il dovere di lealtà consiste in una serie di vincoli e di cautele funzionali a contrastare possibili abusi da conflitto di interessi endosocietario ed altri comportamenti sleali. Nel Regno Unito tali regole, nate come semplici principi di *equity*⁷⁶, sono state formalizzate a partire dal 1985 in norme statutarie di natura imperativa⁷⁷. Attualmente esse risultano prescritte nel *Chapter 2, Part 10* del *Company Act of 2006*, in cui si individuano gli obblighi degli amministratori delle società, tra i quali all'art. 173 il dovere di esercitare un giudizio indipendente, all'art. 175 quello di evitare conflitti di interessi, all'art. 176 di non accettare benefici da terze parti e all'art. 177 di informare il consiglio della presenza di eventuali interessi e di operare solo in presenza di una previa autorizzazione del consiglio prestata con l'astensione del soggetto interessato⁷⁸. Inoltre, il Charter 11 delle *Listing Rules* del *London Stock Exchange* prevede una normativa particolarmente stringente per le operazioni con parti correlate, che

⁷⁴ È bene evidenziare tuttavia che autorevoli esponenti della dottrina giuridico-economica statunitense hanno messo in discussione l'assunto per cui il conflitto di interessi rappresenti esclusivamente un caso di violazione del *duty of loyalty*, poiché in numerosi casi il conflitto può manifestarsi nella forma della violazione del *duty of care*, cfr. MACEY (2006).

⁷⁵ Cfr. ENRIQUES (2000-I), p. 27, (2000-III), p. 539; MATTEL, SARTORI (2003), p. 189 ss. Si noti come anche la SEC sia legittimata a sanzionare con il *disgorgment of profit* la condotta infedele dell'amministratore o del direttore esecutivo; cfr. BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2006), p. 1135.

⁷⁶ Nello specifico contesto societario, la regola di fonte giurisprudenziale era che l'amministratore "*shall [not] be allowed to enter into engagements in which he has or can have a personal interest conflicting or which possibly may conflict with the interests of [the company]*"; cfr. *Aberdeen Rail Co. v. Blaikie Bros.* (1854), cit. in ENRIQUES (2000-I), p. 53, nt. 109. Una compiuta formulazione dei doveri fiduciari degli amministratori nei confronti della società e di fedeltà all'interesse sociale di lungo periodo di cui sono portatori sia i soci attuali che quelli futuri è in *Greenhalgh v. Ardenne Cinemas Ltd* [1951] Ch 286, [1950] 2 All ER 1120.

⁷⁷ Cfr. l'analisi sui doveri fiduciari degli amministratori di società inglesi svolta in PROVIDENTI (2001), p. 10 ss.

⁷⁸ La regola dell'astensione è all'art. 175(6), che legge: "*The authorisation is effective only if: (a) any requirement as to the quorum at the meeting at which the matter is considered is met without counting the director in question or any other interested director, and (b) the matter was agreed to without their voting or would have been agreed to if their votes had not been counted.*"

oltre a prevedere obblighi di astensione a carico dei soggetti interessati, vede il coinvolgimento della FSA e per quelle di ammontare particolarmente elevato richiede l'approvazione preventiva dell'assemblea degli azionisti⁷⁹.

Similmente, in diritto statunitense il conflitto di interessi rappresenta il caso per eccellenza di violazione del dovere di lealtà. Tale inadempimento consente in via eccezionale al giudice di riesaminare il merito delle operazioni secondo un canone di revisione fondato sul c.d. *entire fairness test*, che è più penetrante di quello ordinario rappresentato dalla c.d. *business judgement rule*. Quest'ultima regola consiste in una presunzione di diligenza degli amministratori che preclude al giudice di valutare il merito dell'operazione, salvo il rispetto dei parametri della ragionevolezza e della buona fede⁸⁰. La presunzione non trova applicazione in ipotesi di violazione del dovere di lealtà, rispetto cui trova spazio un più severo criterio di riscontro, in forza del quale il giudice vaglia il merito (la "*entire fairness*") dell'operazione sia sotto il profilo della correttezza procedurale, che della rispondenza alle condizioni di mercato, ossia della congruità della stessa da un punto di vista spiccatamente economico-finanziario⁸¹.

Limitando per semplicità le nostre considerazioni all'ordinamento del Delaware, che è – come è noto – quello che attrae la maggior parte delle società quotate, la prima condizione sarà verificata nel caso in cui, previa *disclosure* dell'interesse dell'amministratore, l'operazione sia stata approvata da un consiglio indipendente. Per assicurare l'indipendenza dell'organo vige a carico degli amministratori interessati un obbligo di astensione sia dal compimento

⁷⁹ Ai sensi del par. 11.1.7 delle listing rules: "If a listed company enters into a related party transaction, the listed company must: (1) make a notification (...) that contains the details required by that rule and also: (a) the name of the related party; and (b) details of the nature and extent of the related party's interest in the transaction or arrangement; (2) send a circular to its shareholders containing the information required by LR 13.3 and LR 13.6; (3) obtain the approval of its shareholders for the transaction or arrangement either: (a) before it is entered into; or (b) if the transaction or arrangement is expressed to be conditional on that approval, before it is completed; and (4) ensure that the related party: (a) does not vote on the relevant resolution; and (b) takes all reasonable steps to ensure that the related party's associates do not vote on the relevant resolution."

Ai sensi del par. 11.1.10: "This rule applies to a related party transaction if each of the percentage ratios is less than 5%, but one or more of the percentage ratios exceeds 0.25%. (2) Where this rule applies, LR 11.1.7 R does not apply but instead the listed company must before entering into the transaction or arrangement (as the case may be): (a) inform the FSA in writing of the details of the proposed transaction or arrangement; (b) provide the FSA with written confirmation from an independent adviser acceptable to the FSA that the terms of the proposed transaction or arrangement with the related party are fair and reasonable as far as the shareholders of the listed company are concerned; and (c) undertake in writing to the FSA to include details of the transaction or arrangement in the listed company's next published annual accounts, including, if relevant, the identity of the related party, the value of the consideration for the transaction or arrangement and all other relevant circumstances."

⁸⁰ Il caso in cui la *business judgment rule* è stata compiutamente elaborata è il celeberrimo *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (1985).

⁸¹ Sulla *business judgment rule* si vedano *ex multis* BLOCK, BARTON, RADIN (1998), p. 107 ss., KNEPPER, BAILEY (1998), p. 47 ss., KLEIN, COFFEE (2004), p. 155 ss., PINTO (1998), p. 268.; in dottrina italiana ENRIQUES (2000-III), p. 537 ss.; LORDI (2005); VISENTINI (2006-II).

dell'operazione, che dalla votazione della stessa⁸². La logica è che il conflitto di interessi viene neutralizzato laddove, allontanati i soggetti interessati, l'opportunità della transazione sia valutata da un organo gestorio effettivamente indipendente.

Il secondo requisito, che normalmente entra in gioco se l'attore fornisce prova dell'*unfairness* procedurale, consiste nel concludere l'operazione a condizioni conformi rispetto a quelle che avrebbe accettato un ipotetico contraente indipendente, alla luce delle informazioni che questo avrebbe ottenuto nel corso di un normale processo di contrattazione (c.d. "*transaction at arm's length*")⁸³. La prova del soddisfacimento di tale condizione è opportunamente allocata a carico del soggetto che è meglio in grado di adempiere l'onere, ossia sull'amministratore convenuto (o sull'eventuale terzo interessato), in quanto si ritiene che il mancato rispetto della procedura operi come presunzione di *unfairness*⁸⁴.

Inoltre, nella giurisprudenza delle corti del Delaware il caso del rispetto della procedura non preclude sempre e comunque lo scrutinio giudiziale. Al contrario, particolarmente in ipotesi di conflitti dell'amministratore-azionista di controllo, si sono verificati casi in cui i giudici sono entrati comunque nel merito dell'operazione per verificarne la correttezza da un punto di vista sostanziale, particolarmente in presenza di un azionista di controllo.⁸⁵

⁸² Cfr. par. 144 del Delegare Code, che prevede che l'operazione in conflitto sia approvata dai componenti non interessati del *Board of Directors*, o alternativamente da una *Special Committee* formata da soggetti indipendenti. Il testo legge come segue:

§ 144. *Interested directors; quorum.*

(a) *No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization in which 1 or more of its directors or officers, are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because any such director's or officer's votes are counted for such purpose, if: (1) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or (2) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the shareholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the shareholders; or (3) The contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the shareholders. (b) Common or interested directors may be counted in determining the presence of a quorum at a meeting of the board of directors or of a committee which authorizes the contract or transaction. (8 Del. C. 1953, § 144; 56 Del. Laws, c. 50; 56 Del. Laws, c. 186, § 5; 57 Del. Laws, c. 148, § 7; 71 Del. Laws, c. 339, §§ 15-17.)*

⁸³ Come si vede, il concetto di *fairness* adottato in ambito societario è per molti versi analogo a quello di cui si è dato conto per la materia del conflitto di interessi tra intermediari mobiliari e clienti. In sostanza, esso è il criterio chiave adottato dai paesi di *common law* per giudicare *ex post* la validità delle operazioni (finanziarie) concluse in conflitto.

⁸⁴ In altri termini, il rispetto della procedura non si pone come *safe harbour* a disposizione degli amministratori, bensì comporta un inversione dell'onere della prova, effetto che può avere un'importanza comunque decisiva per gli esiti della controversia, cfr. MARCHETTI (2004), p. 1248.

⁸⁵ Questo profilo è ben evidenziato da MARCHETTI (2004), pp. 1246-1247 che cita come *leading case* la sentenza della Supreme Court of Delaware *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* 638 A.2d 1110

Da quanto sopra esposto emerge che il dovere fiduciario di lealtà è un istituto caratteristico degli ordinamenti di *common law*. L'obbligo si incarna in un insieme di norme sia sostanziali, sia procedurali, che repressive attraverso cui si rafforza nell'ambito dell'*agency relationships* il canone di condotta a carico dell'agente, si previene l'abuso attraverso idonei presidi preventivi, si alleggerisce l'onere probatorio a carico dell'attore che voglia provare l'illegittimità di un'operazione o la responsabilità dell'agente e si sanziona più duramente lo sfruttamento dei conflitti di interesse allo scopo di prevenire abusi in situazioni considerate particolarmente "pericolose" per il principale (ossia, la società ed i soci che ne fanno parte)⁸⁶.

L'OCSE sembrerebbe richiamare questa categoria giuridica come fosse un istituto di carattere universale. Tuttavia, l'esistenza di doveri fiduciari nel significato specifico ad essi ascrivibile nei sistemi angloamericani è tutt'altro che pacifica in giurisdizioni diverse dagli ordinamenti di *common law*⁸⁷. A ben vedere, infatti, il riferimento ai *fiduciary duty* effettuato nei Principi di *Corporate Governance* è un richiamo di equivalenza funzionale – e dunque di tipo meramente tecnico – ai doveri di cui gli amministratori dovrebbero essere portatori nei confronti della società e degli azionisti, così come indicati nel corpo dei Principi stessi. L'equivalenza funzionale importa che le giurisdizioni chiamate a confrontarsi con i Principi OCSE debbano individuare autonomamente, alla luce del proprio strumentario giuridico tradizionale e del contesto socio-economico di riferimento, l'istituto con cui dare tecnicamente forma al dovere di lealtà. In altre parole, sta al legislatore di ciascun paese stabilire in concreto quale mix di previsioni procedurali, sostanziali e rimediali debbano istituirsi al fine di imporre agli amministratori di agire nell'esclusivo interesse della società e dei soci, così da raggiungere un risultato finale comune agli ordinamenti orientati al mercato, ossia la prevenzione e la sanzione degli abusi derivanti dallo sfruttamento dei conflitti di interesse. A tal fine, l'OCSE detta indicazioni di carattere minimale che valgono a specificare ed integrare ulteriormente il principio cardine contenuto nella sezione III.A.2. È necessario dunque passare in rassegna queste ulteriori raccomandazioni.

(1994), avente ad oggetto un'operazione di fusione per incorporazione della controllata nella propria società controllante.

⁸⁶ Si noti che il suddetto modello di regolamentazione del conflitto di interessi è allo stato alquanto diffuso anche in giurisdizioni di *civil law* che richiedono l'approvazione delle operazioni in conflitto da parte di un board disinteressato; cfr. HERTING, KANDA in AA. VV. (2004-II), p. 106 ss.

⁸⁷ Pur essendo presenti un crescente numero di studi sulla circolazione dell'istituto dei doveri fiduciari, cfr. il recente lavoro di FLEISCHER (2005), è difficile replicarne i contenuti in ordinamenti di *civil law*, soprattutto per tutto quanto concerne il profilo rimediale, v. JORDAN (2005), p. 1010 e PISTOR, XU (2002), p. 1 e ss. secondo cui proprio per il loro tenore vago, che trova specificazione unicamente attraverso la giurisprudenza delle corti e sulla base di una casistica complessa, il *duty of care* ed il *duty of loyalty* sono difficilmente trapiantabili in altri sistemi giuridici: la loro circolazione non può che intervenire in modo parziale.

2.4 I rimedi specifici: prevenzione dello sfruttamento del conflitto di interessi degli amministratori

Innanzitutto, il Principio III.C raccomanda la vigenza di un obbligo a carico di ciascun amministratore e dei dirigenti chiave di comunicare al board ogni interesse che questi abbiano, anche indirettamente o per conto terzi, in una operazione o in una questione che possa direttamente incidere sulla società. Si esplicita nell'annotazione che l'obbligo di informazione deve applicarsi in presenza di rapporti di affari, legami familiari o ulteriori relazioni specifiche estranee alla società, che potrebbero influenzare il giudizio dell'amministratore relativamente ad una particolare operazione o ad una questione che tocchi la società.

Sempre nell'annotazione al principio III.C l'OCSE raccomanda che all'insorgere di un interesse rilevante l'amministratore o il dirigente interessato si astenga dal partecipare alle relative decisioni⁸⁸. Nella Metodologia si richiama che tale regola è espressione del generale dovere di lealtà. La fedeltà deve consistere quantomeno in un'esplicita responsabilità del board di vigilare e gestire il conflitto ogniqualvolta un amministratore o un dirigente abbiano un interesse nell'operazione. Inoltre debbono sussistere: *“effective mechanisms for enforcement and redress”*⁸⁹.

Ancora nella Metodologia si ribadisce la necessità, soprattutto in contesti di proprietà concentrata, che le decisioni su operazioni con parti correlate o altre operazioni significative siano intraprese esclusivamente da amministratori e/o azionisti disinteressati, precisando che qualora viga un mero obbligo di comunicazione dell'interesse (e non quello di astensione) ed i mezzi di ristoro siano limitati il principio dovrà ritenersi non rispettato o solo parzialmente rispettato⁹⁰.

⁸⁸ La regola dell'astensione è comune a numerose giurisdizioni, tra cui si richiamano quella anglosassone (che prevede regole di prevenzione del conflitto tra le più stringenti) e quella francese, v. art. 103 della legge sulle società commerciali del 1966.

⁸⁹ V, parr. 157 e 158 della Metodologia, p. 44.

⁹⁰ Così il par. 303 della Metodologia, v. anche infra la sezione dedicate alle operazioni con parti correlate. Cfr. inoltre il principio VI.D.6 dove si stabilisce in termini generali il ruolo del board nella gestione dei conflitti di interessi: *“The board should fulfil certain key functions, including: (...) monitoring and managing potential conflicts of interest of management, board members and shareholders, including misuse of corporate assets and abuse in related party transactions”*.

2.5 *Segue. Funzione di monitoraggio del board*

Il tema del conflitto di interessi è affrontato con particolare attenzione nei principi della sezione VI (Responsabilità del Board), che contribuiscono ulteriormente a dare contenuto ai doveri fiduciari, particolarmente a quello di lealtà. La chiave di volta del sistema OCSE è nella funzione e nelle responsabilità del consiglio, a cui è assegnato un ruolo centrale nel contenere i problemi di agenzia caratteristici delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali.⁹¹ A tal fine, il principio generale espresso nella sezione VI stabilisce a carico del board i seguenti doveri:

- (i) determinare l'indirizzo strategico della società;
- (ii) svolgere un'effettiva vigilanza sulla gestione della società in modo da assicurare ai soci un adeguato ritorno economico;
- (iii) vigilare su e prevenire i conflitti di interesse; e
- (iv) bilanciare le concorrenti pretese sulla società.

L'OCSE precisa che, per adempiere efficacemente alle proprie responsabilità, il board deve essere in grado di esercitare un giudizio obiettivo ed indipendente e deve essere assoggettato al dovere di agire nel miglior interesse della società e degli azionisti⁹². In particolare, il consiglio, nella sua collegialità, deve vigilare e gestire i potenziali conflitti tra management, membri del consiglio ed azionisti, prevenendo l'abusiva disposizione del patrimonio sociale.⁹³ Il board deve avere accesso e assicurarsi di aver ottenuto informazioni complete, aggiornate e veritiere⁹⁴.

Oltre ad essere in linea con le posizioni assunte dalla letteratura giuridico-economica in materia, il riconoscimento da parte dell'OCSE della centralità del board denota ulteriormente la forte convergenza dei Principi con le soluzioni regolamentali introdotte negli Stati Uniti a seguito degli scandali finanziari del 2001, e con le posizioni di massima espresse a livello europeo nell'ambito delle iniziative in materia di riforma del diritto societario (c.d. progetto SLIM avviato

⁹¹ Cfr. la Metodologia, par. 6.1, sub. 251 (p. 65): “*In other words, the board’s role is to contain the agency problem associated with professionally managed, public companies.*” Una parte preponderante della dottrina statunitense riconosce che una buona governance societaria dipende in modo determinante dal ruolo e dalle caratteristiche del board, cfr. Romano (2007), p.28, e bibliografia ivi citata in nt. 65.

⁹² L’annotazione al principio VI legge come segue: “*Together with guiding corporate strategy, the board is chiefly responsible for monitoring managerial performance and achieving an adequate return for the shareholders, while preventing conflicts of interest and balancing competing demands on the corporations. In order for boards to effectively fulfil their responsibility they must be able to exercise objective and independent judgement. (...) The board is not only accountable to the company and its shareholders but also has a duty to act in their best interests.*”

⁹³ Cfr. Principio VI.D(6).

⁹⁴ Cfr. Principio VI.F: “*In order to fulfil their responsibilities, board members should have access to accurate, relevant and timely information.*”

dalla Commissione Europea). Il ripensamento delle regole di governo societario intervenuto tanto oltreoceano che in Europa si è tradotto in un *favor* per un'intensificazione dei controlli interni di natura endosocietaria e particolarmente in un accrescimento del ruolo degli amministratori non esecutivi, nonché dei doveri e delle responsabilità dei gestori della società⁹⁵.

2.6 Ulteriori raccomandazioni attinenti la composizione e le funzioni del board: (i) obiettività ed indipendenza del board, (ii) istituzione di comitati interni, (iii) interlocking directorship

(i) **Obiettività ed indipendenza del board.** Si è detto come nel principio VI dedicato alle responsabilità degli amministratori, l'OCSE indica che il *board* dovrebbe essere in grado di esercitare in ogni momento un giudizio obiettivo ed imparziale sugli affari della società (cfr. par. E⁹⁶). A tale fine, i Principi raccomandano l'introduzione di soluzioni regolamentari che incentivino l'*indipendenza* dei membri del *board*, quali ad esempio la previsione di un numero sufficiente di amministratori che soddisfino requisiti di terzietà rispetto al management, inclusa la mancanza di significativi legami economici, familiari o di altro tipo con esso, o ancora che non siano dipendenti della società o di altre entità appartenenti al medesimo gruppo⁹⁷. Si ritiene inoltre costituisca buona prassi separare il ruolo di amministratore delegato (*chief executive*) da quello di presidente (*chairman*), così da stabilire un'equilibrata ripartizione dei poteri all'interno della società⁹⁸.

Tali raccomandazioni ben si attagliano a contesti di azionariato diffuso, dove il principale costo di agenzia dipende dalla difficoltà di vigilare sul management della società. Non è un caso allora che i suddetti principi riflettono la disciplina statunitense adottata dal Congresso e dalle borse successivamente alle frodi finanziarie del 2001, in cui si assegna un ruolo fondamentale nella gestione dei conflitti di interesse agli amministratori indipendenti⁹⁹. Questo aspetto è espressamente riconosciuto dall'OCSE, che evidenzia come gli amministratori

⁹⁵ Cfr. SALACUSE (2004), p. 69 ss.; ROSSI, STABILINI (2003), p. 13; MATTEI (2003), p. 615 ss. V. anche le recenti novità introdotte nel diritto societario dal legislatore britannico, come espresse nel *DDT White Paper, Modernising Company Law* e, a tale riguardo, GODDARD (2003), p. 402.

⁹⁶ Il principio VI.E legge: "*The board should be able to exercise objective independent judgement on corporate affairs.*"

⁹⁷ Così l'annotazione al principio VI.E, p. 64, dove si precisa anche che generalmente gli ordinamenti prevedono sia requisiti negativi che positivi di indipendenza, primi essendo situazioni che non debbono verificarsi affinché l'amministratore possa dirsi obiettivo, ed i secondi sono elementi che positivamente fanno presumere la sussistenza di un'effettiva indipendenza.

⁹⁸ Oltre all'annotazione al principio VI.E, si veda anche il par. 320 della Metodologia.

⁹⁹ Cfr. *Serbanes-Oxley Act, section 301, 2002* e i *New York Stock Exchange Corporate Governance Listing Standards, section 303-A* (si richiama che tali standard sono approvati dalla SEC).

indipendenti possono svolgere una funzione importante nel valutare la performance del *board* e del management, nonché in tutte quelle situazioni in cui gli interessi della società, dei gestori e degli azionisti possono divergere.

L'OCSE tuttavia non si ferma a queste indicazioni, ma prende atto che: *“The variety of board structures, ownership patterns and practices in different countries will thus require different approaches to the issue of board objectivity.”*¹⁰⁰ I principi precisano allora che in assetti a proprietà concentrata l'obiettivo deve essere quello dell'indipendenza dal socio di comando e che esso può essere raggiunto anche, sebbene non necessariamente, attraverso l'elezione di membri da parte delle minoranze¹⁰¹. Anche la Metodologia sottolinea l'importanza che i requisiti di indipendenza vengano adattati a seconda del contesto di riferimento in modo da non risolversi in un presidio formalistico frutto di una sterile circolazione di modelli giuridici. Più che la definizione di una serie di incompatibilità, sarà allora importante istituire incentivi affinché gli amministratori svolgano i propri compiti in piena autonomia, da cui l'opportunità di definire regole di responsabilità con effetti deterrenti, da affiancare ad opportuni presidi procedurali, ad un coinvolgimento degli azionisti e ad obblighi di trasparenza¹⁰².

L'OCSE indica infine che, anche qualora nominati dall'una o l'altra categoria di azionisti, gli amministratori non devono agire in modo fazioso, bensì svolgere i propri compiti tutelando gli interessi di tutti gli azionisti¹⁰³. Questa regola, spiegano i principi, è particolarmente importante in tutti quei contesti in cui prevale la presenza di un azionista di riferimento, che è di fatto in grado di selezionare i membri del consiglio di amministrazione¹⁰⁴. Una volta nominati, gli amministratori sono portatori di obblighi di diligenza e di lealtà nei confronti dell'intera compagine azionaria¹⁰⁵.

Tale è l'importanza riconosciuta al principio dell'indipendenza del board che successivamente agli scandali finanziari il Comitato Tecnico dello IOSCO, in consultazione con l'OCSE, ha svolto una *survey* (*Board Independence of Listed*

¹⁰⁰ Così sempre l'annotazione al principio VI.E, p. 64.

¹⁰¹ Cfr. parr. 91-92 della Metodologia.

¹⁰² Cfr. par. 319 della Metodologia, dove però si prende atto anche della circostanza che nella gran parte delle giurisdizioni le regole di responsabilità non riescono da sole a svolgere un grado sufficiente di deterrenza e necessitano di essere affiancate a strumenti procedurali, un maggior coinvolgimento degli azionisti ed obblighi di trasparenza.

¹⁰³ Cfr. annotazione al princ. VI.B: *“In carrying out its duties, the board should not be viewed, or act, as an assembly of individual representatives for various constituencies. While specific board members may indeed be nominated or elected by certain shareholders (and sometimes contested by others) it is an important feature of the board's work that board members when they assume their responsibilities carry out their duties in an even-handed manner with respect to all shareholders.”*

¹⁰⁴ Cfr. annotazione al principio VI.B, p. 60.

¹⁰⁵ Cfr. parr. 266 e 267 della Metodologia, p. 68.

Companies – Final Report, del marzo 2007) relativamente alle modalità con cui tale raccomandazione è stata trasposta negli ordinamenti dei propri membri.

(ii) **Prevenzione degli abusi tramite comitati indipendenti.** Il consiglio dovrebbe valutare l'opportunità di assegnare compiti specifici in materia di gestione dei conflitti a comitati composti da un numero sufficiente di amministratori non esecutivi ed indipendenti. Tali comitati dovrebbero rivestire un ruolo primario nell'ambito di tutti quei processi decisionali che presentano profili di elevata rischiosità quanto al possibile sfruttamento di conflitti di interessi. Particolarmente, i comitati interni dovrebbero essere attivati in occasione di operazioni con parti correlate, nomina degli amministratori e decisioni circa le remunerazioni dei membri del consiglio (cfr. princ. VI.E.1).¹⁰⁶ In questo contesto, il *board* dovrebbe essere responsabile di monitorare il sistema di controllo interno così da impedire abusive operazioni di disposizione del patrimonio sociale (cfr. princ. VI.D.6).

(iii) **Limitazioni all'interlocking.** Una tipica forma di *entrenchment* del management può essere rappresentata dal cumulo di cariche nei consigli di più società (anche non appartenenti al medesimo gruppo). Il fenomeno, che va sotto il nome di *interlocking directorship*, è stato ampiamente studiato mediante analisi empiriche che hanno evidenziato come, in molti casi, esso non sia finalizzato, come dovrebbe essere, alla valorizzazione dell'investimento degli azionisti, bensì al raggiungimento di obiettivi riconducibili all'esistenza di interessi privati degli amministratori (o del gruppo di comando). L'evidenza empirica è meno negativa quando l'*interlocking* sia tra società non finanziarie e banche, qualora tra le parti non sussista un rapporto di finanziamento¹⁰⁷.

Il tema è affrontato seppur cautamente dai Principi OCSE, dove si indica che i membri del board dovrebbero essere in grado di dedicarsi effettivamente allo svolgimento dei propri compiti e che il cumulo di cariche può rappresentare un ostacolo all'effettivo adempimento delle funzioni di amministratore. L'OCSE prende atto che in talune giurisdizioni vigono specifiche limitazioni all'*interlocking directorship* e che, in ogni caso, l'obiettivo deve essere quello di assicurare che “*members of the board enjoy legitimacy and confidence in the eyes*

¹⁰⁶ Il medesimo principio è stato raccomandato anche dalla Commissione Europea nella raccomandazione n. 2005/162/CE, cit., che invita gli Stati membri ad imporre (anche in via meramente autoregolamentare) che le società quotate creino tre comitati interni al consiglio composti da amministratori non esecutivi, la maggior parte dei quali indipendenti, che formulino proposte sul controllo di gestione (*audit committee*), sulla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione (*nomination committee*) e nella determinazione delle remunerazioni (*remuneration committee*, su cui v. infra).

¹⁰⁷ Per tutte le succitate risultanze empiriche cfr. le indicazioni di BARUCCI (2006), p. 52 ss.

of shareholders” (cfr. princ. VI.E.3)¹⁰⁸. A tal fine l’ordinamento deve garantire una piena trasparenza sul cumulo di incarichi, oltre che più in generale sulle competenze e sulle qualifiche degli amministratori (cfr. princ. V.A.4)¹⁰⁹.

2.7 *Disciplina delle remunerazioni degli amministratori e dei dirigenti*

Il tema delle remunerazioni degli amministratori e dei dirigenti è divenuto oggetto di acceso dibattito successivamente agli scandali finanziari statunitensi del 2001, poiché proprio le remunerazioni sono state additate tra le principali cause che hanno favorito l’eccessiva attenzione dei manager per i risultati di breve periodo e, per questa via, la commissione delle frodi. Più in generale, nei mercati caratterizzati dalla proprietà diffusa il compenso della dirigenza è strutturato in modo tale da ridurre il tipico costo di agenzia rappresentato dal disallineamento degli interessi dei gestori con quelli dei soci. L’offerta agli amministratori ed ai dirigenti di piani di incentivazione mediante strumenti retributivi collegati al valore di mercato delle azioni della società (c.d. *equity-based incentive*) è stata la soluzione più adottata negli Stati Uniti e nel Regno Unito per favorire una maggiore convergenza di interessi tra le parti verso un comune obiettivo della valorizzazione del patrimonio sociale¹¹⁰. Nell’ambito di tali piani, gli strumenti di incentivazione più diffusi sono le *stock option*, ossia diritti di opzione che attribuiscono agli amministratori e ai manager la facoltà di acquistare capitale sociale ad un prezzo prefissato (*strike price*) ed entro un certo termine. Se il corso dei titoli azionari aumenta il titolare dell’opzione avrà interesse ad esercitarla per poi lucrare della differenza tra quanto corrisposto a titolo di *strike price* ed il prezzo di mercato al quale quei titoli potranno essere rivenduti¹¹¹.

¹⁰⁸ L’annotazione al principio continua specificando che: “*Achieving legitimacy would also be facilitated by the publication of attendance records for individual board members (e.g. whether they have missed a significant number of meetings) and any other work undertaken on behalf of the board and the associated remuneration.*”

¹⁰⁹ Si noti come in diritto anglosassone l’*interlocking*, oltre a poter dare origine a problemi sotto il profilo del diritto antitrust, può legittimare l’esercizio dell’azione per “*unfair prejudice*” ai sensi della sez. 994 del *Company Act* of 2006 (precedentemente sez. 459 del *Company Act* of 1985), in quanto gli amministratori sono obbligati ad agire esclusivamente nell’interesse della società di appartenenza, per cui la loro legittimazione a tener conto dell’interesse di altre società è limitata alla circostanza che ciò sia anche nel miglior interesse di quella di appartenenza; cfr. LEADER, DINER (1998), p. 239.

¹¹⁰ Trattasi della c.d. teoria dei contratti ottimi, secondo cui gli schemi di remunerazione del management sarebbero indirizzati a perseguire lo *shareholder value*, cfr. BARUCCI (2006), p. 46 ss.

¹¹¹ Esistono numerose varianti di questo modello di base in cui lo *strike price* è parametrato ad un indice o al raggiungimento di risultati aziendali, così da evitare che i manager possano guadagnare sfruttando un andamento del titolo che è indipendente dal loro operato; per una descrizione dei piani di incentivazione più comunemente adottati cfr. CAPPIELLO (2005), p. 30 ss.; FERRARINI, MOLONEY (2005), p. 596 ss. Da studi empirici condotti negli Stati Uniti emerge come in effetti sia estremamente frequente che la remunerazione dei CEO siano collegate a fattori fortuiti e contemporaneamente come questo problema diminuisca in società dotate di una buona governance; cfr. BERTRAND, MULLAINATHAN (2001); gli Autori spiegano il fenomeno come un tipico problema di agenzia: “*Both because of entrenchment, such as packing the board with supporters, and because of the complexity of the pay process, many CEOs de facto set their own pay with*

L'uso eccessivo e poco trasparente di questa modalità di remunerazione¹¹² ha determinato effetti perversi ed incentivi imprevisi per i manager ad operare in modo opportunistico, a compiere operazioni finalizzate ad incrementare artificiosamente il corso dei titoli azionari e a profittarne illegittimamente. In particolare, proprio l'interesse degli amministratori a mantenere alto il prezzo dei titoli per lucrare sulle *stock option* ha favorito la commissione di frodi finanziarie, soprattutto mediante falsificazione dei bilanci, occultamento di passività e manipolazioni del mercato¹¹³. Ne sono espressione, persino ridondante menzionarli, i casi Enron e Worldcom¹¹⁴.

Nel contesto di mercati finanziari con proprietà concentrata il tema della remunerazione degli amministratori e dei dipendenti chiave può rappresentare un utile strumento per ancorare l'attività degli amministratori a concreti obiettivi di crescita aziendale a beneficio di tutti gli azionisti¹¹⁵. Tuttavia, per la loro opacità, l'attribuzione incentivi azionari comporta il problema di agenzia che tipicamente si manifesta in questo tipo di società: il rischio di estrazione dei benefici privati del controllo da parte di coloro che detengono il comando ai danni delle minoranze¹¹⁶. In particolare, per citare le parole dell'OCSE contenute nell'annotazione al principio III.A.2: "*Such abuse may be carried out in various ways, including the extraction of direct private benefits via high pay and bonuses for employed family members and associates.*"

Tutte le suddette questioni sono ben identificate ed affrontate nei Principi di Corporate Governance. Innanzitutto, l'OCSE assegna al board nella sua collegialità il compito di favorire l'allineamento degli interessi dei direttori esecutivi e dei membri del consiglio con quelli di più lungo periodo della società e dei suoi azionisti. A tal fine, il board è responsabile della definizione di opportune politiche di remunerazione di cui deve essere garantita piena trasparenza. L'OCSE prende atto che è considerata buona prassi in numerosi ordinamenti dare

little oversight from shareholders. Their pay level then becomes constrained by an unwillingness to draw shareholders' attention."; laddove il monitoraggio da parte dei soci aumenta il fenomeno tende ad assumere minore rilevanza: "*we generally find that the better governed firms pay less for luck. These effects are strongest for the presence of large shareholders on the board. An additional large shareholder on the board reduces pay for luck by between 23 and 33 percent.*"

¹¹² A sua volta l'eccessivo uso di *stock option* è spiegata dalla letteratura americana come la conseguenza della posizione di dominio dei manager e degli amministratori esecutivi nella contrattazione dei compensi, che permette a questi di appropriarsi surrettiziamente di risorse della società sfruttando il fatto che, anche per ragioni contabili, le *stock option* sono la componente meno visibile della remunerazione; in questo contesto la remunerazione sarebbe il frutto dell'estrazione di una rendita dovuta all'influenza che gli amministratori esecutivi esercitano sul consiglio, cfr. BEBCHUCK, FRIED (2004), p. 137 ss.; FERRARINI (2005), p. 881 ss.; CAPIELLO (2005), p. 70 ss.; BARUCCI (2006), p. 46 ss.

¹¹³ Sugli effetti distortivi che possono procurare i piani di *stock option* v. CAPIELLO (2005), p. 50 ss.

¹¹⁴ Cfr. COFFEE (2003); PARTNOY (2003); RIBSTEIN (2003); GORDON (2002); LANGEVOORT (2002).

¹¹⁵ Cfr. CAPIELLO (2005), p. 25.

¹¹⁶ Cfr. FERRARINI, MOLONEY (2005), p. 593.

comunicazione dei compensi individualmente percepiti da amministratori e soggetti in posizioni apicali.¹¹⁷

L'OCSE raccomanda che, fermo restando la responsabilità del board, i compensi di amministratori e manager con ruoli chiave siano decisi da speciali comitati interni composti esclusivamente o almeno in maggioranza da amministratori indipendenti, così da evitare conflitti di interessi (cfr. princ. VI.A e VI.D.4).

L'OCSE è favorevole inoltre ad un maggior coinvolgimento dell'assemblea in materia. A questo riguardo, si richiede che i soci siano pienamente informati sulle politiche di remunerazione dei manager e che possano esprimere il proprio parere (anche in via meramente consultiva) sui compensi percepiti da amministratori e dirigenti chiave. Particolarmente, gli azionisti devono essere messi in grado di valutare in che termini i compensi siano connessi alla performance della società, in modo da poterne giudicare i costi, i benefici e gli incentivi. In ogni caso, la componente azionaria dei piani dovrebbe essere approvata dall'assemblea dei soci. I piani dovrebbero essere finalizzati ad assicurare che i gestori della società adottino una prospettiva di valorizzazione dell'impresa nel lungo periodo (cfr. princ. II.C.3)¹¹⁸.

Si noti come anche in questo ambito le raccomandazioni OCSE ricalcano esattamente le novità introdotte nell'ordinamento statunitense successivamente agli scandali finanziari e concretatesi nella modifica delle *listing rules* del NYSE e del NASDAQ.¹¹⁹ Allo stato le nuove norme sull'ammissione ai suddetti mercati richiedono la partecipazione nella determinazione delle politiche di remunerazione di un *compensation committee*, ossia di un comitato interno al c.d.a. composto interamente (NYSE) o da una maggioranza (NASDAQ) di amministratori indipendenti, un elevato grado di trasparenza, nonché l'approvazione da parte dell'assemblea di ogni *equity-based incentive plan*.¹²⁰

¹¹⁷ Cfr. Principio V.A.4 e relativa annotazione.

¹¹⁸ L'OCSE sposa quindi la teoria prevalente secondo la quale l'obiettivo a cui gli amministratori dovrebbero tendere è la massimizzazione di valore dell'investimento azionario nel lungo periodo; su questa teoria cfr. JENSEN (2001), p. 297 ss.

¹¹⁹ Le modifiche sono state approvate dalla SEC il 4 novembre 2003 (Release No. 34-48745).

¹²⁰ Per ulteriori analisi sul sistema statunitense cfr. CAPIELLO (2005), p. 79 ss. Iniziative analoghe a quelle statunitensi sono state infine paventate anche in ambito comunitario successivamente all'*Action Plan* della Commissione Europea: "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea. Un piano per progredire" del 21 maggio 2003, in Riv. soc., 2004, p. 568 ss. In particolare, il piano d'azione si è tradotto in due raccomandazioni (n. 2004/913/CE del 29 dicembre 2004 e n. 2005/162/CE del 25 febbraio 2005) che recepiscono sostanzialmente le indicazioni contenute nel "Rapporto degli Esperti di Diritto Societario" del 4 novembre 2002 (cfr. ROSSI, STABILINI (2003), p. 19 ss.) in cui si raccomanda nel solco dell'esperienza statunitense l'adozione dei medesimi presidi di trasparenza, corretta contabilizzazione ed approvazione da parte dell'assemblea. Sulle iniziative europee cfr. FERRARINI, MOLONEY (2005), p. 615 ss.

2.8 *La funzione di governance degli investitori istituzionali*

I principi OCSE riconoscono anche il ruolo di *governance* chiamato a svolgere dagli investitori istituzionali e l'esigenza che il loro operato non sia inquinato dalla presenza di conflitti di interesse, a ciò dedicando varie raccomandazioni. In particolare, gli investitori istituzionali possono rappresentare azionisti rilevanti di minoranza non collegati al gestore (c.d. *outside blockholders*), la cui partecipazione nella società può costituire un fattore favorevole all'esercizio dei diritti di *voice* e quindi influenzare la governance dell'impresa in un ottica di medio periodo (effetto *monitoring*)¹²¹. In questo contesto, le banche possono assumere un ruolo peculiare, in quanto nella doppia veste di azionisti e creditori di una data società esse possono instaurare rapporti di lungo periodo al fine di monitorarne la gestione e/o salvaguardare i propri interessi di finanziatori dell'impresa, interferendo con l'obiettivo di perseguire la massimizzazione dello *shareholder value*¹²².

Ai sensi del Principio OCSE II.F: "*The exercise of ownership rights by all shareholders, including institutional investors, should be facilitated.*" Nei paragrafi 1 e 2 l'OCSE ha cura di raccomandare che gli investitori istituzionali, in qualità di fiduciari dei propri clienti (es. fondi comuni), comunichino le loro politiche di voto¹²³, nonché le modalità con cui gestiscono i conflitti di interesse che possono influenzare l'esercizio dei diritti amministrativi e proprietari collegati all'investimento. Nell'annotazione al par. 2 l'OCSE rileva come i conflitti siano particolarmente acuti quando l'istituzione ha rapporti di colleganza con altre istituzioni finanziarie o sia integrata in un conglomerato finanziario. Inoltre: "*When such conflicts arise from material business relationships, for example, through an agreement to manage the portfolio company's funds, such conflicts should be identified and disclosed.*"

Un ulteriore profilo affrontato nei Principi al punto II.G è l'opportunità che vengano facilitati l'interazione ed il coordinamento degli azionisti di minoranza,

¹²¹ Cfr. la premessa agli *OECD Principles* in cui si rileva che: "*As owners of equity, institutional investors are increasingly demanding a voice in corporate governance in some markets.*" Sulle difficoltà per gli investitori istituzionali di superare il problema della produzione di un bene pubblico (monitorino) e dei connessi costi di *free riding*, cfr. DENOZZA (2002), p. 96 ss.

¹²² Cfr. BARUCCI (2006), p. 42 ss. Sul ruolo degli investitori istituzionali nel mercato anglosassone e statunitense, cfr. ENRIQUES (1998), p. 683 ss., che mette in luce il ruolo del settore pubblico nel favorire il loro attivismo; v. anche lo studio *OCSE The Impact of Institutional Investors on OECD Financial Markets*, in *OECD Financial Market Trends* 68, 1997, p. 15 ss.; BIANCHI, ENRIQUES (2001).

¹²³ Significativo il seguente passaggio dell'annotazione al par. 1, p. 37, dove si indicano i presidi adottati in talune giurisdizioni in materia di trasparenza delle politiche di voto: "*In some countries, the demand for disclosure of corporate governance policies to the market is quite detailed and includes requirements for explicit strategies regarding the circumstances in which the institution will intervene in a company; the approach they will use for such intervention; and how they will assess the effectiveness of the strategy. In several countries institutional investors are either required to disclose their actual voting records or it is regarded as good practice and implemented on an "apply or explain" basis.*"

incluso gli investitori istituzionali, affinché venga ridotta l'asimmetria informativa tra questi ed i gestori e favorito un miglior monitoraggio sulla società¹²⁴, specialmente in mercati finanziari caratterizzati da assetti con proprietà dispersa¹²⁵. L'OCSE ha tuttavia cura di sottolineare che la cooperazione tra azionisti può portare con sé dei rischi di abuso, soprattutto quanto diviene uno strumento per acquisire surrettiziamente il controllo della società ed eludere la normativa sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie o per porre in essere pratiche anticoncorrenziali ovvero manipolative del mercato. Per questa ragione talune giurisdizioni hanno ritenuto di limitare o vietare questo genere di accordi sull'esercizio dei diritti di voto. Per queste ragioni: "*Shareholder agreements may also be closely monitored*"¹²⁶.

L'interesse dell'OCSE per le funzioni di *governance* svolte dagli investitori istituzionali si è recentemente tradotto in un monitoraggio delle figure dei *private equity firms* e degli *activist hedge funds* (collettivamente denominati "*alternative investment vehicles*" – "AIV"), finalizzato a valutare l'opportunità di intraprendere eventuali misure particolari nel settore. Lo studio, pubblicato nel giugno 2007,¹²⁷ evidenzia la crescente diffusione di tecniche nuove (sebbene in Italia fenomeni di questo tipo sono già stati oggetto di vaglio da parte della Consob, v. recente sanzione a Fiat) e scarsamente analizzate sia a livello teorico che empirico, di dissociazione tra diritti di voto e proprietà dell'investimento (e dunque tra controllo e rischio), attraverso l'uso di derivati e/o del prestito titolo (c.d. *empty voting*).

Evidentemente, tali fenomeni non fanno che acuire e rendere meno prevedibili e trasparenti i rischi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo, rappresentando un ulteriore fonte di conflitti di interesse. Tuttavia, considerata la loro relativa novità e la difficoltà di individuare misure regolamentari prive di impatto distorsivo, l'OCSE ha deciso di non fornire allo stato ulteriori raccomandazioni, riservandosi di tornare nuovamente sul tema.

¹²⁴ Il Principio legge come segue: "*Shareholders, including institutional shareholders, should be allowed to consult with each other on issues concerning their basic shareholder rights as defined in the Principles, subject to exceptions to prevent abuse.*"

¹²⁵ Cfr. annotazione al principio II.G, p. 38.

¹²⁶ *Ibid.*, p. 39.

¹²⁷ Il titolo completo è "*The role of private pools of capital in corporate governance. Summary and main findings about the role of private equity firms and "activist" hedge funds*", *The OECD Steering Group on Corporate Governance, May 2007*.

3. *I rimedi preventivi disponibili nell'ordinamento italiano*

3.1 *La trasparenza degli assetti proprietari: i patti parasociali*

Si è detto come tra i rimedi generali alla problematica del conflitto endosocietario in contesti di concentrazione proprietaria l'OCSE raccomanda la più ampia trasparenza per quanto concerne gli assetti proprietari.

In Italia i principali ostacoli che si oppongono ad un pieno regime di *disclosure* dei soggetti che dirigono l'impresa e degli effettivi beneficiari dell'attività condotta attraverso lo schermo societario derivano dalla difficoltà di ricostruire la configurazione del gruppo di appartenenza, soprattutto quando siano coinvolte complesse strutture che includono veicoli stabiliti in centri *off-shore*, nonché dall'utilizzo dei patti parasociali.

Rinviando la trattazione del gruppo al successivo paragrafo quinto, il nodo della seconda questione testé citata risiede nella circostanza che i patti parasociali sono divenuti il luogo dove di fatto si assumono le decisioni rilevanti per la vita sociale, con conseguente svuotamento degli organi societari¹²⁸. In particolare, secondo quanto emerge dalla prassi italiana, risultano assai diffuse le convenzioni che prevedono l'esame e la discussione degli aspetti gestionali più significativi in seno ad un organo extrasociale denominato "direzione del sindacato" o "comitato direttivo", diretta espressione dei paciscenti, alla cui competenza sono demandate tutte le principali decisioni altrimenti tipicamente riservate all'assemblea, al c.d.a. o ai suoi membri. In questo contesto, gli amministratori vengono a svolgere un ruolo meramente esecutivo di scelte intraprese all'esterno della società¹²⁹.

¹²⁸ I patti parasociali sono definiti al primo comma dell'art. 2341-bis c.c. come i patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società: a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano (c.d. sindacati di voto); b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano (c.d. sindacati di blocco); c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società (c.d. sindacati di gestione). Per le società quotate la definizione rilevante è quella all'art. 122, commi 1 e 5, del TUF, ossia i patti in qualunque forma stipulati: (i) aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano; (ii) che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano; (iii) che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari; (iv) che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse; (v) che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari previsti dalla lettera (iii); (vi) aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società.

¹²⁹ Sui sindacati di gestione v. particolarmente PRATELLI (2005).

Il regime di trasparenza imposto per le quotate all'art. 122 del TUF e poi, sebbene in forme diverse e meno pervasive¹³⁰, esteso dall'art. 2341-ter c.c. alle società che fanno ricorso al mercato di rischio non affronta il problema, in quanto si limita a stabilire la pubblicità dell'accordo parasociale in sé, senza "catturare" negli obblighi di comunicazione le singole decisioni che vengano concretamente assunte nell'ambito del patto¹³¹.

Inoltre, se la società quotata si incardina in un gruppo piramidale, gli obblighi di comunicazione non si applicano con riferimento ai patti parasociali che si limitano a coordinare l'attività degli azionisti di S.p.A. chiuse o di S.r.l. ai vertici della catena di controllo, a meno che non abbiano direttamente "*per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante*" sulla quotata o sulla sua controllante. Tale circostanza comporta che, per un gruppo di comando interessato a mantenere riservato il patto, potrebbe essere sufficiente allungare la catena per eludere le regole di trasparenza dettate dal TUF e dal codice civile. Inoltre, per le società aperte non quotate soggette al controllo di un'altra società non è chiaro se l'obbligo di dichiarare il patto in apertura dell'assemblea debba comprendere le eventuali convenzioni tra i soci della controllante¹³².

Pertanto, stante l'attuale disciplina, i soggetti estranei alla convenzione non sono in condizione di conoscere, monitorare e valutare le scelte gestionali o di altra natura intraprese dai paciscenti e talvolta, in presenza di catene di controllo, neppure conoscere l'esistenza del patto stesso che si collochi ai vertici della piramide. Questa mancanza di trasparenza incrina la capacità degli operatori di mercato di effettuare le proprie scelte di investimento e dare un prezzo al titolo acquistato che ne rifletta il valore reale. L'opacità che ne consegue incide direttamente sulla questione dei conflitti di interessi, in quanto nel processo di

¹³⁰ Mentre infatti la pubblicità prevista all'art. 122 del TUF è diretta *erga omnes* al pubblico indistinto degli investitori (deposito presso il registro delle imprese e pubblicazione per estratto sui quotidiani e comunicazione alla Consob), con riferimento alle non quotate l'obbligo di informazione si rivolge solo agli altri soci ai quali in apertura di assemblea è comunicata l'esistenza dell'accordo parasociale, che va poi verbalizzata ed iscritta presso il registro delle imprese; non è peraltro chiaro quale debba essere il contenuto della comunicazione. Sul tema cfr. MEOLI, SICA (2003), p. 610 ss.

¹³¹ Cfr. ROSSI (2001), pp. 17-18, secondo cui il vero luogo in cui si assumono le decisioni rilevanti per la società sono i patti parasociali tra azionisti di controllo e che il fenomeno ha finito per "impoverire" il ruolo giocato dagli amministratori nella vita sociale, meri ratificatori di decisioni assunte da altri. La disciplina introdotta all'art. 122 del TUF non incide su questo stato di cose, in quanto "*Ciò che infatti sarebbe rilevante venisse reso noto, non è solo, né tanto l'esistenza del patto, bensì quali decisioni vengono concretamente assunte nell'ambito dello stesso, questione che al contrario non è soggetta ad alcun obbligo di disclosure.*" Di recente il punto è stato ripreso con riferimento alle società aperte da MACRÌ (2007), p. 153, il quale ritiene che la dichiarazione del patto in apertura dell'assemblea dovrebbe estendersi ad indicare la direzione del voto complessivamente decisa dai paciscenti e l'avviso di ciascuno di essi; *contra* PAVONE LA ROSA (2007), pp. 551-2, secondo cui tale disclosure comporterebbe un ingiustificato sacrificio dell'interesse dei paciscenti.

¹³² In senso contrario PAVONE LA ROSA (2007), p. 553; favorevole invece MACRÌ (2007), p. 160 ss., secondo cui l'esigenza di trasparenza che l'art. 2347-ter è intesa a soddisfare dovrebbe condurre ad una interpretazione estensiva della disposizione.

formazione della volontà sociale i paciscenti ben potrebbero essere animati da interessi ulteriori rispetto a quello comune agli azionisti, ma la presenza di questo contrasto potrebbe non appalesarsi e rimanere ignota al mercato, incapace di identificarlo in assenza di opportuna informazione.

Inoltre, anche dopo la riforma delle società, il legislatore non ha preso posizione sull'annoso problema dei limiti della validità di tali patti, ossia sui criteri per stabilirne l'eventuale contrarietà con la struttura societaria tipica ed inderogabile, né detta presidi per garantirne la compatibilità con le esigenze di tutela degli investitori. Ne consegue che, allo stato, resta ferma la necessità di valutare caso per caso la meritevolezza degli interessi sottesi alla specifica convenzione, indagine da svolgere senza chiari parametri e dunque di incerto esito¹³³.

Con le osservazioni che precedono non si vuole certo alimentare un atteggiamento di aprioristico sospetto nei confronti dei patti parasociali, che spesso svolgono un ruolo importante in termini di efficienza. I patti parasociali permettono un coordinamento dei soci in contesti in cui la raccolta del capitale sul mercato polverizza la proprietà ed incrementano l'effetto incentivo riducendo i costi di monitoraggio sull'attività degli amministratori e facilitando un'unitaria e coerente direzione nella gestione dell'impresa. Inoltre, il vincolo contrattuale e la stabilità degli obblighi intrapresi attraverso la convenzione favoriscono ex ante gli investimenti specifici necessari da parte dei soci, oltre che una riduzione dei costi derivanti dai problemi di azione collettiva.¹³⁴ Ciò non toglie, tuttavia, che i patti parasociali hanno una serie di effetti sul rapporto sociale e sulla trasparenza degli assetti endosocietari che non possono essere sottovalutati e la cui compatibilità

¹³³ Per un'ampia rassegna dei problemi che per anni hanno animato la dottrina italiana in relazione alla validità dei patti parasociali, cfr. BONELLI, JAEGER (1993); MEOLI, SICA (2003), p. 597 ss.; CAROZZI (2007). La liceità, quanto meno in linea di principio dei patti, è oggi riconosciuta dall'art. 2341-bis, disposizione tuttavia che per la sua laconicità lascia aperti ancora molti problemi in passato sollevati dalla dottrina; cfr. LENER (2004), p. 50 ss. (l'Autore dubita della validità di un patto che imponga agli amministratori di eseguire direttive concernenti l'amministrazione dell'impresa alla luce del nuovo art. 2380-bis che riserva la gestione sociale al consiglio; a tale riguardo mi permetto di osservare tuttavia che l'articolo succitato prevede – assai pericolosamente – la riserva in favore degli amministratori e non del consiglio); MAZZAMUTO (2004), p. 1089 ss. (l'Autore evidenzia a titolo esemplificativo l'incertezza circa la validità alla luce della riforma dei sindacati di blocco considerato l'art. 2437 c.c. che stabilisce la nullità dei patti che rendono più gravoso il diritto di recesso; analogamente, in ipotesi di amministratore che è contemporaneamente socio paciscente potrebbe verificarsi un conflitto tra esecuzione del mandatati conferitogli dalla società e rispetto degli obblighi previsti nel patto). Prima della riforma societaria la legittimità dei patti parasociali era stata dichiarata dalla giurisprudenza, cfr. Cass., 23 nov. 2001, n. 14865, in *Giur. ital.*, 2002, p. 1047, in altre riviste con commenti di PICONE (2002), VOCATURO (2002) e RAGUSA MAGGIORE (2002); cfr. anche LOMBARDI (2003).

¹³⁴ Cfr. CHEMLA, HABIB, LJUNGQVIST (2004), che dimostrano come in relazioni caratterizzate da azzardo morale, i patti parasociali svolgono la funzione di: "(1) to induce the parties to make ex ante investments, (2) to preclude ex post transfers by the party that has the ability to engage in such transfers, and (3) to achieve the efficient ex post allocation of ownership stakes in the firm."

con l'interesse sociale e la tutela del mercato dovrebbe essere costantemente considerata¹³⁵.

Un primo passo verso un parziale scardinamento dell'attuale stato di opacità potrebbe intervenire qualora la giurisprudenza interpretasse il novellato art. 2391 c.c. (v. sotto) nel senso di imporre all'amministratore che agisca di fatto come rappresentante di un patto, di comunicare se e quando stia attuando una decisione intrapresa dai paciscenti e di specificarne i contenuti. Anche qualora a decidere l'operazione fosse un consiglio di amministrazione dominato da quegli stessi paciscenti, la *disclosure* avrebbe quantomeno il positivo effetto di rendere edotti della decisione extrasociale l'organo di controllo e gli amministratori estranei al gruppo di comando.

Purtroppo la medesima interpretazione non potrebbe estendersi alla disciplina del conflitto del socio in quanto, come si dirà di seguito, l'art. 2373 c.c. non contempla alcun obbligo di informazione (né di astensione) a carico dell'azionista che voti sulla base di un interesse ulteriore rispetto a quello comune a tutta la compagine. Ne consegue che il regime di trasparenza relativo ai patti parasociali non è, né può essere nel nostro ordinamento sufficientemente ampio da permettere ai soggetti estranei all'accordo di conoscere quando le decisioni sociali vengono assunte esternamente al rapporto sociale e di valutarne in modo completo l'origine e gli effetti.

3.2 I doveri fiduciari degli amministratori. Una premessa

Si è detto che i Principi OCSE raccomandano l'imposizione a carico degli amministratori di un ben definito dovere di lealtà nei confronti della società e della generalità degli azionisti. Il legislatore italiano, da parte sua, non enuncia in termini espliciti tali doveri fiduciari¹³⁶. In effetti, la legge delega alla riforma delle società (l. n. 366/2001) imponeva al Governo di "*disciplinare i doveri di fedeltà dei componenti dell'organo amministrativo, in particolare con riferimento alle situazioni di conflitto di interesse*" (art. 4, par. 8, lett. g). Il decreto delegato non riprende il lessico utilizzato nella delega, sicché anche dopo la riforma non è

¹³⁵ Sulla rilevanza delle vicende del rapporto parasociale su quello sociale, cfr. COSTI (2005), p. 83 ss. Si pone inoltre un problema di responsabilità a carico di coloro che in concreto ingeriscono nell'amministrazione della società, in assenza peraltro di ogni investitura da parte dell'assemblea; dottrina e giurisprudenza hanno all'uopo identificato la figura dell'amministratore di fatto con relativa estensione della disciplina della responsabilità degli amministratori; cfr. CAROZZI (2005), con ampie indicazioni bibliografiche e giurisprudenziali.

¹³⁶ Allo stesso modo, manca un riferimento esplicito al ruolo di direzione strategica e propulsiva che l'OCSE ascrive al board. V. ZAMPERETTI (2005), p. 61 ss., in cui si forniscono anche rilievi di diritto comparato sul ruolo del consiglio in primari ordinamenti europei.

rivenibile una disposizione generale che esprima un dovere di fedeltà (o di lealtà) degli amministratori nei confronti della società. Tuttavia, in un'ottica di equivalenza funzionale, ciò non rappresenta di per sé una divergenza dai Principi OCSE in quanto l'espressione "dovere di lealtà" o "dovere fiduciario" richiama una categoria giuridica tipica, come si è detto, della tradizione di *common law*.

D'altronde, la migliore dottrina italiana evidenzia, in chiave comparatistica, come doveri quantomeno analoghi a quello di lealtà possano essere ricostruiti nel nostro ordinamento in via interpretativa, oltre che sulla base delle clausole generali di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto (artt. 1175 e 1375 c.c.)¹³⁷, con riferimento alla disciplina del conflitto di interessi (art. 2391 c.c.) e al reato di infedeltà patrimoniale (art. 2634 c.c.).¹³⁸ Per valutare dunque la concreta vigenza nel nostro sistema di doveri comparabili a quello di lealtà raccomandato dai Principi OCSE è necessario passare in rassegna l'attuale disciplina del conflitto di interessi e della responsabilità degli amministratori risultante a seguito della riforma delle società. Come vedremo, all'esito dell'analisi, emergerà che, in violazione ai criteri dettati nella legge delega, la riforma ha rallentato, anziché rafforzato, il vincolo fiduciario tra amministratori, società e soci.

3.3 Prevenzione dello sfruttamento del conflitto di interessi dell'amministratore

Per quanto concerne le disposizioni sul conflitto di interessi all'interno del c.d.a., si è detto come il dovere di lealtà raccomandato dall'OCSE trova specificazione nel Principio III.C, ai sensi del quale gli amministratori ed i dirigenti chiave devono informare il board della sussistenza di interessi che possono incidere sulla loro autonomia di giudizio, inclusi eventuali rapporti con il socio di riferimento, ed astenersi dal compiere o decidere l'operazione in conflitto.

La corrispondente disciplina italiana è all'art. 2391 c.c. che, dettando un insieme di regole procedurali precedenti il compimento dell'operazione, dovrebbe

¹³⁷ La riferibilità delle clausole generali di correttezza e buona fede ai rapporti societari è riconosciuta sia dalla dottrina giurisprudenza sulla base del fatto che l'origine degli stessi è contrattuale, cfr. Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. Comm.*, 1996, p. 329 ss., con relativa tavola rotonda con interventi di Jeager, Angelici, Gambino, Costi e Corsi.

¹³⁸ VISENTINI (2006-II), pp. 339 e 342, ritiene che il dovere di lealtà, da intendersi soprattutto come imparzialità nella gestione, sia espressione del più generale dovere di diligenza degli amministratori di cui all'art. 2392 e che si concreti nel dovere di non agire in conflitto di interessi e nella corrispondente responsabilità da conflitto.

costituire la chiave di volta in materia di trasparenza e gestione dei conflitti dell'amministratore. La norma è stata oggetto di revisione a seguito della riforma delle società.

Nel testo abrogato la regola consisteva in un obbligo dell'amministratore: (i) di dare notizia del conflitto agli altri amministratori e al collegio sindacale, nonché (ii) di astenersi dal votare nella relativa deliberazione¹³⁹. Nella versione attuale essa dispone: (i) un dovere informativo dell'amministratore in sede consiliare circa "la natura, i termini, l'origine e la portata" di ogni interesse che egli abbia, per conto proprio o di terzi, nell'operazione; (ii) un obbligo di adeguata motivazione da parte del consiglio in sede di approvazione della transazione circa "*le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione*". Dunque, l'amministratore interessato è oggi in condizione sia di partecipare alla riunione ed alla discussione in consiglio, che di concorrere alla formazione della relativa delibera con il proprio voto (fatta salva, come si dirà nel prosieguo, la possibilità per i soli amministratori dissenzienti e per organo di controllo nella sua collegialità di impugnare la delibera presa con il voto determinate di questi se essa possa danneggiare la società)¹⁴⁰.

Da un confronto del tenore della disposizione appena considerata con i corrispondenti Principi OCSE emergono profili in parte coerenti ed in parte discordanti con l'impianto raccomandato.

Quanto ai primi, va menzionato l'ampliato obbligo di trasparenza delle situazioni di conflitto che, successivamente alla riforma delle società, include ogni interesse che l'amministratore abbia per conto proprio o di terzi in una determinata operazione e non solo quelli in conflitto, come era invece nella precedente versione. L'innovazione è positiva perché permette alla regola di prevenzione di essere operativa *ex ante*, ossia prima di un qualsivoglia giudizio circa la conflittualità dell'interesse dell'amministratore con quello sociale.¹⁴¹

Nella vigenza della precedente normativa, infatti, si tendeva ad esonerare dall'obbligo informativo l'amministratore che versasse in conflitto potenziale, in quanto si riteneva rilevante il solo interesse concretamente in conflitto con quello della società¹⁴². In conseguenza di questa interpretazione, si finiva per lasciare

¹³⁹ Sull'abrogato art. 2391 c.c. vedi per tutti ENRIQUES (2000-I), con ampie indicazioni bibliografiche.

¹⁴⁰ Per un puntuale confronto tra la vecchia e la nuova disciplina, v. BONELLI (2003) e (2004).

¹⁴¹ Sull'importanza che la situazione di conflitto sia valutata *ex ante*, ossia prima che sia posta in essere l'attività sulla quale l'interesse può incidere, in una logica di prevenzione di una situazione di pericolo, v. MAFFEIS (2003).

¹⁴² In altre parole, gli obblighi di informazione (e di astensione) di cui all'abrogato art. 2391 c.c. erano ritenuti operativi solo qualora l'operazione fosse dannosa per il patrimonio sociale; cfr. ENRIQUES (2000-I), p. 190, con ampi riferimenti bibliografici in nt. 148.

all'amministratore interessato il giudizio circa la sussistenza e la rilevanza del conflitto e per esautorare la portata preventiva della disposizione¹⁴³. Con la riforma, tale giudizio è (o dovrebbe essere) rimesso al consiglio, che è chiamato a valutare la compatibilità dell'interesse privato dell'amministratore con quello generale della società e pertanto a stabilire se effettivamente vi sia conflitto¹⁴⁴.

Avvicina il nostro diritto alle raccomandazioni OCSE anche la regola che obbliga il consiglio a motivare adeguatamente le ragioni e la convenienza dell'operazione per la società. Tale disposizione incrementa la trasparenza e facilita lo svolgimento di valutazioni *a posteriori* circa la convenienza dell'operazione per la società¹⁴⁵. Si discute tuttavia in dottrina se la circostanza che la motivazione debba essere adeguata sia motivo per legittimare un controllo giudiziario di tipo sostanziale circa la sufficienza e la congruenza di questa¹⁴⁶. Qualora si dovesse interpretare la norma in senso negativo, si finirebbe per impedire al giudice ogni valutazione sul merito dell'operazione, arretrando notevolmente la tutela offerta dal nostro ordinamento a fronte di operazioni viziate da conflitto.

Ciò che appare invece del tutto inadeguata è la logica di fondo del modello normativo prescelto dal legislatore italiano, che si compone di una serie di passaggi procedurali che operano su un piano meramente formalistico. La scelta è stata, per un verso, di eliminare il dovere di ciascun amministratore di astenersi dall'agire in presenza di un conflitto di interessi e, dall'altro, di assegnare la competenza decisionale in merito all'operazione al consiglio a fronte di un obbligo di comunicazione dell'amministratore interessato. In questo modo, il consiglio diviene l'unico interprete della compatibilità dell'interesse particolare dell'amministratore con quello sociale.

¹⁴³ Tale soluzione interpretativa aveva fatto del nostro ordinamento un *unicum* nel panorama internazionale, in quanto tutte le principali giurisdizioni prevedono una disciplina di carattere più spiccatamente preventivo, sia sotto il profilo dell'informazione e dell'astensione, che sotto quello del coinvolgimento dell'assemblea; cfr. le analisi comparatistiche svolte da ENRIQUES (2000-I), p. 53 ss.

¹⁴⁴ Per tutti, cfr. MARCHETTI (2004), p. 1251; SANTOSUOSSO (2004), pp. 54-55 e MAFFEIS (2003).

¹⁴⁵ Esprime perplessità sulla norma ENRIQUES (2003), p. 249, che la ritiene sostanzialmente controproducente, in quanto l'unico effetto certo di cui è portatrice è di "aumentare la domanda di servizi di consulenza giuridica e contabile aziendale", mentre è dubbio che ne sia incrementata la tutela delle minoranze, poiché manca un obbligo di divulgazione delle motivazioni: "esse sono destinate a restare agli atti" e "saranno prodotte in giudizio per rafforzare le difese dei convenuti". Concordiamo in generale con l'osservazione, nel senso che tale soluzione non rappresenta di certo una disposizione ottimale al problema del conflitto di interessi. Tuttavia, bisogna riconoscere che, come si dirà nel proseguo, l'obbligo di adeguata motivazione rappresenta l'unica possibilità a disposizione del giudice per compiere un controllo di merito circa la rispondenza dell'operazione alle condizioni di mercato.

¹⁴⁶ Secondo MAFFEIS (2003) e BONELLI (2004), p. 148, dall'obbligo di adeguata motivazione discende l'annullabilità della delibera accompagnata da una motivazione palesemente di comodo. Altra autorevole dottrina ritiene, invece, che al giudice non è attribuibile alcun potere di controllo sull'adeguatezza della motivazione, cfr. SALANITRO (2003), p. 52. La prima interpretazione ci sembra senza dubbio quella più corretta, considerato che se si abbracciasse la seconda si ridurrebbe irragionevolmente lo spazio applicativo del rimedio reale dell'annullabilità della delibera intrapresa in danno alla società (rimedio già eccessivamente ridimensionato con la riforma delle società), rendendo possibile che la validità di una delibera sia garantita in virtù solo della presenza di una motivazione addotta in termini meramente formalistici.

Si capisce come intanto tale procedura di *disclosure* e di investitura del consiglio trova una sua giustificazione ed una utilità in quanto l'organo chiamato ad autorizzare l'operazione sia nei fatti indipendente, come infatti accade nel regime del Delaware o nel Regno Unito. Altrimenti, la valutazione dell'opportunità dell'operazione verrebbe di nuovo ad essere determinata o comunque fortemente influenzata da soggetti interessati e dunque, presumibilmente, non nella posizione di poter agire in piena autonomia di giudizio, nel miglior interesse della società e della generalità dei soci. Se questa condizione non fosse soddisfatta, la procedura ex art. 2391 c.c. rischierebbe di diventare uno strumento meramente formalistico per legittimare decisioni interessate, o al più un onere procedurale aggiuntivo che finirebbe per rendere più burocratico e costoso l'iter decisionale della società, senza introdurre alcun contrappeso in termini di benefici rilevanti.

Di fatto, la suddetta condizione nel sistema italiano non si verifica mai per due ordini di ragioni: il primo – di cui si dirà più ampiamente nel seguito in relazione alla figura degli amministratori indipendenti – di carattere strutturale, in quanto in virtù degli assetti proprietari che caratterizzano il nostro sistema finanziario il pericolo che gli amministratori operino nell'interesse esclusivo del gruppo di comando è particolarmente acuto; il secondo e più importante, in quanto all'amministratore interessato non è fatto alcun divieto di partecipare e votare nel corso della riunione consigliare e dunque manca il requisito dell'imparzialità dell'organo chiamato a decidere sul conflitto.

Come si è accennato, tale divieto era espressamente contemplato ai sensi dell'abrogata normativa, che prevedeva un dovere a carico dell'amministratore di astenersi dal partecipare alle deliberazioni riguardanti un'operazione nella quale egli avesse, per conto proprio o di terzi, un conflitto. La norma era sanzionata penalmente, come contravvenzione se dalla violazione dell'obbligo di astensione non fosse derivato un danno alla società, o in caso contrario come delitto (v. abrogato art. 2631 c.c.).¹⁴⁷ Tuttavia, la disposizione era stata esautorata del suo contenuto preventivo, perché interpretata in termini assai restrittivi da dottrina e giurisprudenza maggioritari, nel senso di trovare applicazione con riferimento alle sole operazioni produttive di danno per la società¹⁴⁸. Questa soluzione

¹⁴⁷ Osserva al riguardo VISENTINI (2006-II), p. 343, che: “Il divieto di agire in conflitto era posto come regola non disponibile dalla maggioranza, poiché l'interesse della minoranza alla lealtà, ovvero all'imparzialità, dell'amministratore era inteso come protezione di interessi non disponibili”. Sulla fattispecie di cui all'abrogato art. 2361 c.c. cfr. per tutti BELLACOSA (2006), p. 81 ss.

¹⁴⁸ Tra gli aspetti della norma abrogata discussi dalla dottrina vi era innanzitutto la delimitazione dell'obbligo di astensione, in particolare vi era una divisione tra chi sosteneva che l'amministratore in conflitto dovesse astenersi dal partecipare a tutto l'iter destinato a portare alla deliberazione, ossia tanto alla discussione che alla votazione, e chi vedeva nella regola il semplice divieto di votare, con facoltà all'amministratore di

interpretativa era stata aspramente criticata dalla dottrina più attenta ai profili comparatistici della disciplina del conflitto¹⁴⁹. La riforma avrebbe potuto (e dovuto) rappresentare un'occasione per modificare tale insoddisfacente disciplina, attraverso la previsione di strumenti procedurali e sostanziali dotati di una più decisa efficacia preventiva.

Così non è stato. Al contrario, l'unico dovere di astensione contemplato nel nuovo art. 2391 c.c. è al compimento dell'operazione da parte dell'amministratore delegato, che dovrà investire di esso il consiglio, al quale tuttavia egli stesso potrà partecipare.

Inoltre, la norma penale è stata modificata in senso restrittivo: non si vieta più all'amministratore di votare in modo interessato e potenzialmente dannoso per la società, bensì si punisce l'amministratore che *“al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto o altro vantaggio, compiono o concorrono a deliberare atti di disposizione dei beni sociali, cagionando intenzionalmente alla società un danno patrimoniale”*¹⁵⁰. Trattasi di un reato proprio di amministratori, direttori generali e liquidatori a tutela del patrimonio sociale perseguibile a querela della persona offesa, ossia dalla società stessa, espressione in assetti di proprietà concentrata di quello stesso gruppo di comando che ha proceduto alla nomina degli amministratori. Salvo dunque il caso di un cambio di controllo, ipotesi poco frequente laddove le maggioranze azionarie sono stabili come in Italia, il reato sarà raramente procedibile, con ciò vanificandosi le aspettative di tutela dei soci di minoranza, dei creditori ed in generale dei risparmiatori¹⁵¹. La fattispecie è inoltre costruita come reato di evento, in quanto è necessario il verificarsi di un danno patrimoniale della società, che prevede il dolo specifico di ingiusto profitto ed intenzionalità dell'evento dannoso, componenti psicologiche del reato che ne riducono ulteriormente le possibilità applicative¹⁵².

partecipare alla discussione, v. STESURI (1999), pp. 126-127. Dottrina e giurisprudenza quasi unanimi erano invece concordi nell'affermare che il conflitto di interessi sorgeva solo se il contenuto e le modalità dell'operazione erano tali da determinare in concreto una divergenza di interessi e sempre che vi fosse stato un danno per la società, v. STESURI (1999), pp. 128-129; SALANITRO (2003), p. 47 ss., ENRIQUES (2000-III), p. 549, con ampia bibliografia, il quale nota che una tale interpretazione restrittiva aveva reso la disciplina italiana del conflitto di interessi degli amministratori un *unicum* nel panorama comparatistico europeo e statunitense: il nostro ordinamento era il solo a non avere regole procedurali volte a prevenire il compimento da parte degli amministratori di operazioni interessate. Purtroppo, come si dirà, la riforma ha, anziché ribaltato, cristallizzato tale situazione di insufficienza normativa.

¹⁴⁹ Cfr. particolarmente ENRIQUES (2000-I).

¹⁵⁰ Cfr. nuovo testo dell'art. 2634 c.c. (infedeltà patrimoniale).

¹⁵¹ La norma è stata aspramente criticata in dottrina, cfr. in particolare BELLACOSA (2006), p. 109 ss., il quale considera peraltro la sanzione derivante dalla violazione del dovere di fedeltà (da sei mesi a tre anni di reclusione) troppo mite rispetto alla significativa gravità dello schema tipico e al disvalore dell'evento.

¹⁵² Cfr. BELLACOSA (2006), p. 129 ss., con ampie indicazioni bibliografiche (v. part. nt. 184), il quale rileva che l'incongruità della scelta legislativa emerge anche dalla constatazione che l'amministratore infedele agisce perseguendo un proprio tornaconto personale o di altri, senza badare ai risvolti di danno alla società. Sotto un profilo comparativo, notevole risulta la differenza tra la norma penale italiana e quella ad esempio francese, che contempla una fattispecie criminosa decisamente più ampia, in quanto priva dei requisiti del

Pertanto, manca in diritto italiano una regola volta ad assicurare l'indipendenza dell'organo deputato a giudicare la compatibilità dell'interesse individuale con quello sociale; è assente una disposizione che garantisca l'autonomia dei soggetti ai quali tale delicatissima valutazione è demandata. Ciò si pone in evidente contrasto con quanto raccomandato l'OCSE (e fors'anche con il buon senso)¹⁵³. Si noti peraltro che una volta esautorata la normativa di prevenzione dello sfruttamento del conflitto, il pregiudizio degli azionisti di minoranza in caso di abuso è pressoché inevitabile, in quanto anche qualora essi fossero legittimati ad esercitare azioni risarcitorie o reali (e si dirà di seguito come queste azioni siano scarsamente effettive nel nostro ordinamento) la tutela di cui essi godranno sarà necessariamente limitata, considerato che il valore dei titoli sul mercato sarà destinato in ogni caso a diminuire per effetto stesso dell'azione.

Inoltre, è assai dubbio stabilire se ai sensi della nuova disciplina l'amministratore in conflitto (*rectius*, interessato) che partecipi alla deliberazione sia obbligato a votare nell'interesse della società e se a fronte del proprio voto egli possa essere considerato responsabile dei danni derivanti alla società dalla violazione del suddetto obbligo. Secondo alcuni Autori, una responsabilità dell'amministratore sarà senz'altro riscontrabile non solo nel caso (pacifico) in cui questi abbia mancato di informare sul proprio interesse e ciò abbia comportato un danno alla società, ma anche quando, adempiuti gli obblighi di trasparenza, egli abbia espresso il voto in senso contrario all'interesse sociale.¹⁵⁴

Tuttavia, questa lettura della norma, sebbene auspicabile, risulta tutt'altro che univoca. Anzi, essa appare difficilmente sostenibile alla luce della nuova disciplina e, in ogni caso, destinata a rara applicazione nella pratica. Innanzitutto, sotto un profilo ricostruttivo, allo stato - in mancanza di un dovere di astensione - non esiste alcuna norma da cui sia direttamente ricavabile un divieto dell'amministratore di votare in conflitto e dalla quale si possa desumere conseguentemente un titolo di responsabilità. L'art. 2391 c.c., infatti, si limita a prevedere l'annullabilità della delibera presa con il voto determinante dell'amministratore e potenzialmente dannosa per la società (v. anche *infra*) ma

dolo specifico e dell'intento di profittarne, come anche dell'elemento del danno; cfr. art. L. 242-6 del cod. comm. francese ("*abus de bien sociaux*").

¹⁵³ In senso conforme a questo rilievo cfr. MARCHETTI (2004), pp. 1252-1253.

¹⁵⁴ In questo senso MAFFEIS (2003); ANGELICI (2006), p. 689, il quale propone un'interpretazione della responsabilità dell'amministratore ai sensi del comma 4 dell'art. 2391 tale per cui in presenza di un interesse e di danni alla società sarebbe plausibile un'analisi del giudice volta ad accertare se l'esito negativo sia stato influenzato dalla violazione di un obbligo. Mi sembra tuttavia che permanga la difficoltà di (i) interpretare, in assenza di un obbligo di astensione, l'art. 2391 nel senso di ricavare un implicito dovere di agire nell'esclusivo interesse della società e (ii) provare in sede giudiziaria non solo che la condotta dell'amministratore è contraria all'interesse sociale, ma anche che questa condotta è l'origine del danno subito dalla società, v. *infra*.

non impone espressamente alcun divieto. La differenza, ad esempio, con il regime imposto agli amministratori nel Regno Unito è lampante.

Dal tenore della disposizione italiana parrebbe piuttosto potersi desumere un vero e proprio diritto dell'amministratore ad esprimere il voto interessato e che questo profilo costituisca appunto una delle principali novità della riforma¹⁵⁵. D'altronde, non si potrebbe giungere a diversa conclusione analizzando la disciplina penale dell'infedeltà patrimoniale. La responsabilità ex art. 2634 c.c. entra in gioco solo nel caso in cui l'amministratore abbia agito con l'obiettivo di ottenere un ingiusto profitto, nonché di procurare intenzionalmente un danno alla società e tale danno si sia effettivamente verificato; pertanto neanche in questo ambito può essere desunto un divieto di votare in senso contrario all'interesse della società.

Anche a voler ritenere tale dovere di fedeltà implicitamente operativo¹⁵⁶, la condotta dell'amministratore in conflitto che vota in potenziale danno della società può al più integrare una violazione dell'obbligo di carattere generico di perseguire l'interesse sociale. La vigenza di tale dovere, già controversa prima della riforma, è oggi ancor più difficile da sostenere, proprio in quanto il suo principale appiglio interpretativo – l'obbligo di astensione ex art. 2391 c.c. – è venuto a mancare.

In ogni caso, la violazione del generale obbligo di perseguire l'interesse sociale non farebbe che caricare l'attore di un onere probatorio più pesante rispetto a quello che avrebbe avuto in caso di violazione di un dovere specifico di astensione. In ipotesi di inadempimento da parte di un amministratore di un obbligo generico, infatti, l'attore è chiamato non solo a provare il danno ed il nesso di causalità, ma anche ad indicare quale condotta in concreto l'amministratore diligente avrebbe dovuto tenere, così da fornire al giudice un parametro oggettivo di riferimento a cui rapportare la violazione¹⁵⁷. Le generali difficoltà probatorie appena espresse trovano conferma nel dato empirico, per cui sinora i casi di declatoria di responsabilità a carico degli amministratori per violazione di obblighi generici sono stati assai poco numerosi¹⁵⁸.

Nell'ipotesi specifica del conflitto di interessi, l'attore, oltre a dover dimostrare il danno subito dalla società ed il nesso di causalità tra di esso e la votazione (prova già di per sé assai difficile da fornire), dovrà anche dare

¹⁵⁵ Cfr. MACRÌ (2003), pp. 143-144.

¹⁵⁶ Ritengono vigente il dovere di perseguire l'interesse sociale anche successivamente la riforma BONELLI (2004), p. 182 ss.; SALANITRO (2003); OPPO in AA.VV. (2006), p. 259-260 dubbi sono invece sollevati da MARCHETTI (2004).

¹⁵⁷ Cfr. CAMPANA (2000), p. 220.

¹⁵⁸ Cfr. *ex multis* VISENTINI (2005-III), p. 105.

evidenza del fatto che la votazione era in concreto contraria ad un interesse sociale, ossia dovrà provare l'effettiva incompatibilità tra questo e la specifica operazione compiuta. Tale prova risulta oggi più che mai diabolica, proprio perché a seguito della procedura introdotta con l'art. 2391 c.c. l'individuazione di che cosa è interesse sociale sembra essere sfumata in una valutazione di merito nella competenza della maggioranza, in una decisione accentrata nelle mani del consiglio, chiamato appunto a considerare l'opportunità dell'operazione. Il tenore dell'art. 2391 c.c. cela allora il rischio di rendere assai improbabile la disponibilità di un giudice a ribaltare le scelte di business effettuate dall'organo amministrativo sulla base di un potere discrezionale accordatogli da una norma di legge (salvo l'obbligo di motivazione).

Alla luce dell'analisi che precede, emerge come in Italia il divieto di non agire in conflitto di interessi, presidio a garanzia della lealtà del fiduciario, sia divenuto con la riforma una regola nella disponibilità del gruppo di comando, che – attraverso i propri rappresentanti in consiglio – si trova oggi nella condizione di poter liberamente dare contenuto e forma all'interesse sociale. È venuta a mancare nel nostro ordinamento un'efficace disposizione procedurale con effetti di tipo preventivo, né è stata introdotta alcuna esplicita norma sostanziale che imponga agli amministratori un dovere di agire nel miglior interesse della società e della generalità dei soci. Indicativo in questo senso è, d'altronde, il fatto che la titolazione dell'art. 2391 c.c. sia stata modificata da “conflitto di interessi” a “interessi degli amministratori”: con la riforma delle società il conflitto di interessi tra amministratore e società non è più configurabile, è stato cancellato per lasciare il posto a situazioni in cui la compresenza di interessi è valutata esclusivamente dalla maggioranza rappresentata nel consiglio.

Infine, bisogna sottolineare che l'art. 2391 c.c. non sanziona la violazione degli obblighi procedimentali di comunicazione dell'interesse, di astensione dell'amministratore delegato e di motivazione dell'operazione. Tali condotte saranno fonte di impugnabilità della delibera o di responsabilità personale solo al verificarsi dell'ulteriore estremo rispettivamente del danno potenziale o attuale¹⁵⁹. La disposizione lascia persino impunita la condotta dell'amministratore che, pur avendo agito in senso contrario all'interesse sociale, non ha – magari per ragioni del tutto fortuite – procurato in concreto un danno alla società. Come si è detto, il verificarsi o meno del danno a fronte di uno sfruttamento abusivo di un conflitto di interessi è circostanza irrilevante ai fini della valutazione della legittimità della condotta dell'agente, in quanto è evento accidentale, che dipende da un fattore

¹⁵⁹ Cfr. MACRÌ (2003), p. 139 che evidenzia, anche da un confronto con la più stringente normativa del Regno Unito (*Section 317 del Company Act del 1985* che punisce anche la violazione meramente procedurale) l'inadeguatezza della normativa italiana a fornire adeguati strumenti di tutela.

casuale di rischio, che è insito nel mercato. Il conflitto di interessi invece è una situazione di pericolo che richiama la necessità di essere regolamentato in un'ottica di prevenzione. Tale vuoto inficia l'efficacia deterrente dell'art. 2391 c.c., in quanto, come già esplicitato nel capitolo II, un amministratore che valuta *ex ante* la convenienza della propria condotta abusiva sconta dal calcolo dei costi che gli potrebbero derivare la probabilità che il danno non si verifichi.

In conclusione, l'eliminazione dell'obbligo di astensione ha determinato una serie di effetti collaterali negativi a catena, che rischiano di incidere anche su questioni ermeneutiche fondamentali, tra le quali la portata dei doveri di lealtà degli amministratori ed il significato stesso di interesse sociale. La mancanza dell'obbligo di astensione, infatti, comporta che:

- (i) il conflitto non possa mai essere neutralizzato *ex ante*, in quanto a decidere dell'operazione sarà sempre, paradossalmente, un organo interessato;
- (ii) sarà più difficile configurare una responsabilità personale dell'amministratore che voti in senso contrario all'interesse sociale e, anche laddove possibile, l'onere probatorio a carico dell'attore che voglia far valere in giudizio tale responsabilità sarà ancora più pesante di quello ordinario;
- (iii) sarà più difficile configurare un generale obbligo a carico degli amministratori di agire nell'interesse sociale;
- (iv) l'interesse sociale si appiattirà ulteriormente su quello della maggioranza, in quanto è solo la maggioranza a poter decidere la compatibilità di un'operazione con l'interesse sociale;
- (v) l'assenza di sanzioni a fronte di violazioni procedurali, e con essa di strumenti di prevenzione dello sfruttamento del conflitto, e l'accresciuta difficoltà a far valere in giudizio la responsabilità dell'amministratore diminuiranno l'efficacia deterrente della norma.

Il pericolo che si cela nella procedura introdotta con la riforma all'art. 2391 c.c. è dunque che essa operi nella pratica (e salvo forse i casi di manifesta irragionevolezza della motivazione fornita dal consiglio) come vero e proprio *safe harbour* per decisioni viziate da conflitto, e non semplicemente – come è ad esempio in diritto americano – quale inversione dell'onere probatorio nell'ambito di una revisione giudiziale che può comportare sia la verifica del rispetto di obblighi procedurali (che includono l'astensione e, più in generale, garantiscono

l'indipendenza del consiglio), sia una valutazione del merito, appunto dell'*entire fairness*, dell'operazione.

L'assenza di un obbligo di astensione dall'agire in conflitto e più in generale di meccanismi procedurali di tipo preventivo volti alla neutralizzazione del conflitto è una grave lacuna del nostro ordinamento, lacuna che ci porta lontano dalle direttive fornite dalla *best practice* internazionale e che dimostra – nonostante le dichiarazioni di principio - la volontà del legislatore della riforma di indebolire l'efficacia dei presidi a fronte degli abusi derivanti dallo sfruttamento dei conflitti di interesse.

Diverso è l'approccio nel codice Preda elaborato da Borsa Italiana, dove – a seguito delle modifiche introdotte nel luglio 2002 - l'astensione tanto al voto che alla discussione ed alla riunione è raccomandata al principio 9 (Interessi degli Amministratori), ove si sottolinea l'importanza di tale presidio per ridurre il rischio di alterazione della corretta formazione della volontà dell'organo di gestione.

Si auspica un'interpretazione dell'attuale disciplina del conflitto che valga a limitare la divergenza del nostro sistema alle prassi internazionali mediante il riconoscimento, conformemente alle proposte avanzate dalla migliore dottrina, de:

- (i) un divieto a carico di ciascun amministratore di esprimere il voto in senso potenzialmente lesivo dell'interesse sociale;
- (ii) una competenza del giudice a rivedere nel merito la motivazione con cui consiglio giustifica l'operazione interessata e, per questa via, seppur indirettamente, la congruità dell'operazione.

Si badi, tuttavia, che tale interpretazione non basterebbe a rendere il nostro ordinamento coerente con le indicazioni fornite a livello internazionale, che richiedono la presenza di un chiaro dovere fiduciario di agire nell'interesse sociale, una procedura di prevenzione dell'abuso (autorizzazione dell'operazione da parte di un organo realmente indipendente, a cui l'amministratore interessato non può in nessun caso partecipare né votare), e di conseguenza un potere del giudice di verificare non solo il rispetto della procedura o l'adeguatezza della motivazione ma anche, quantomeno in ipotesi più rischiose (ad. esempio nel caso in cui la procedura non fosse rispettata appieno), il merito dell'operazione.

3.4 *La responsabilità degli amministratori e le funzioni del consiglio*

Si è detto che la regola fondamentale di *governance* raccomandata dall'OCSE a fronte del problema del conflitto di interessi consiste nell'imposizione a carico degli amministratori di ben definiti doveri fiduciari nei confronti dell'intera compagine azionaria, inclusi i soci di minoranza, nonché nella previsione di un obbligo di vigilanza anche al fine di prevenire e gestire dei conflitti a carico del board. Sebbene richiamata in senso atecnico, la categoria dei doveri fiduciari è utilizzata nei Principi in modo da significare l'esigenza che la *corporate governance* indirizzi la discrezionalità degli amministratori della società verso la soddisfazione dell'interesse comune dei soci in quanto, come è stato osservato dalla migliore dottrina, “è patrimonio comune del diritto societario a livello internazionale che, seppure con diverse sfaccettature e accezioni nei diversi ordinamenti, gli amministratori esplicano le loro funzioni sulla base di una relazione di natura fiduciaria che li lega alla collettività dei soci per il tramite della società. Gli amministratori, nell'ambito delle loro funzioni, non possono avere nessun'altra guida che non sia l'interesse della società. Ripugna l'idea che essi possano ispirare le loro azioni, al contrario, ad interessi propri o di altri soggetti, diversi dalla collettività dei soci”¹⁶⁰.

In Italia, tuttavia, i compiti del board, la vigilanza a fini preventivi sui conflitti di interesse e, più in generale, la disciplina dei doveri fiduciari degli amministratori non si pongono in termini di così forte immediatezza. Innanzitutto, la responsabilità degli amministratori esemplificata all'art. 2392 c.c. è nei confronti della società e non anche dei soci. In un'ottica di equivalenza funzionale tale divergenza potrebbe ritenersi appianata in presenza di istituti che ugualmente garantissero al singolo socio il ristoro a fronte di una violazione degli amministratori. Tuttavia, come si dirà nel paragrafo relativo all'apparato rimediabile *ex post* – cui si rimanda – nel nostro ordinamento l'azione di responsabilità è di difficile esercizio per il socio di minoranza, cosicché l'unica pretesa individualmente azionabile è quella al ristoro dei danni direttamente sofferti dalla condotta illegittima dell'amministratore.

A complicare ulteriormente la situazione interviene il fatto che il concetto stesso di interesse sociale è nozione dai contenuti vaghi ed aspramente dibattuti¹⁶¹. Si riscontra, anzi, una generale tendenza ad appiattare l'interesse

¹⁶⁰ Così JAEGER, DENOZZA, TOFFOLETTO (2006), p. 363.

¹⁶¹ MONTALENTI (2004-II), p. 48, ha parlato a tale riguardo di una sorta di neoistituzionalismo che fa convivere inderogabilità e contrattualismo. Secondo l'Autore il neoistituzionalismo della riforma è da intendersi non più come tutela dell'impresa in sé per sé, trascendendo dall'interesse dei soci (istituzionalismo tradizionale), ma come tutela dell'efficienza della struttura societaria in cui è organizzata l'attività di impresa. D'altronde, come si dirà nel successivo paragrafo, è proprio per supplire a questo insufficiente

sociale su quello espresso dal gruppo di controllo, particolarmente a seguito della riforma del diritto societario che ha notevolmente rafforzato i poteri degli amministratori, espressione evidentemente della maggioranza azionaria, comprimendo il ruolo dell'assemblea, a discapito delle prerogative dei soci¹⁶². La letteratura giuridica fiorita successivamente alla ridefinizione dell'organizzazione e delle responsabilità del consiglio di amministrazione ha bene evidenziato come la direttrice principale della riforma sia stata proprio la difesa della speditezza gestionale attraverso una maggiore stabilità delle decisioni della maggioranza, con corrispondente riduzione dei poteri dei soci non di controllo e della loro tutela reale¹⁶³. Autorevole dottrina ha ricavato dal tenore dell'art. 2380-bis, secondo cui *“la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori”*, che non vi sia alcuna utilità nell'affermare che il criterio direttivo della loro attività debba essere la realizzazione di un non meglio definito interesse sociale. Ciò che rileverebbe è l'esercizio dell'attività di impresa da svolgersi con diligenza e professionalità¹⁶⁴. Il rischio che sottende una ricostruzione di tal fatta è che, nel tentativo di superare la difficoltà di ricondurre ad unità la molteplicità di interessi che ruotano attorno al fenomeno societario, si finisce per negarne l'esistenza e per relegarne la tutela ad apposita disciplina. Il risultato ultimo di una tale ricostruzione è di escludere la configurabilità di un dovere fiduciario di lealtà degli amministratori nei confronti dell'intera compagine societaria e di una responsabilità verso i soci per il danno subito direttamente al proprio patrimonio, esclusione particolarmente pericolosa in contesti di proprietà concentrata.

Per quanto concerne più specificatamente il ruolo e la responsabilità del board, la normativa italiana di riferimento è il già citato art. 2380-bis che assegna agli amministratori in via esclusiva il compito di gestire l'impresa *“effettuando le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale”*. I doveri a cui la condotta degli amministratori deve conformarsi sono rappresentati da obblighi di

riconoscimento della dinamiche di contrapposizione tra gruppo di comando e minoranze che dottrina e giurisprudenza hanno elaborato l'istituto dell'abuso della maggioranza, di cui si darà conto di seguito.

¹⁶² A seguito della riforma l'organo amministrativo può persino modificare la struttura organizzativa e lo scopo della società, deliberando la revoca dallo stato di liquidazione, la trasformazione eterogenea in enti senza scopo di lucro, l'assegnazione delle azioni non proporzionale alle partecipazioni originarie in caso di scissione, competenze tradizionalmente di spettanza dei soci in via esclusiva; sul nuovo ruolo dell'organo assembleare v. ABBADESSA (2002), p. 163 ss.; BONELLI (2004), p. 7 ss.; D'ALESSANDRO (2002), p. 143 ss.; CASSOTTANA (2003), p. 150 ss., il quale evidenzia come nel quadro di riferimento fornito dalla legge delega alla riforma delle società mancava una norma di indirizzo in favore della tutela delle minoranze, mentre si è prevista la possibilità di adottare strumenti di ristoro diversi dall'invalidità, strumenti che di fatto hanno segnato un regresso nel grado di tutela delle minoranze (v. p. 153).

¹⁶³ Cfr. particolarmente ROSSI, STABILINI (2003), p. 5 i quali intravedono nella riforma un *“depotenziamento delle forme endosocietarie di tutela del socio”*; BOSTICCO (2004), p. 30, secondo cui caratteristica della riforma è stata quella di limitare i poteri di impugnativa dei soci e sostituirli con diritti risarcitori, nonché con l'ampliamento del diritto di recesso ex art. 2437; ROVELLI (2005), pp. 30 e 44 che, peraltro, spiega la nuova disciplina del recesso proprio in ragione dello sfavore del legislatore della riforma per la tutela giurisdizionale in genere e la diffidenza verso la capacità dei giudici di fare un uso accorto delle clausole generali; ENRIQUES, ZORZI (2006), p. 1; NIGRO (2004), pp. 881-882.

¹⁶⁴ Così FERRO LUZZI (2006), p. 670 ss.

carattere generico, ossia da clausole generali che lasciano opportunamente agli amministratori ampia discrezionalità e possibilità di manovra nelle determinazioni di business. Si tratta, secondo quanto indicato all'art. 2392 c.c., di una responsabilità per colpa, configurabile laddove si concreti una violazione dell'obbligo di adempiere ai doveri imposti dalla legge e dallo statuto secondo il canone diligenza richiesto dalla natura dell'incarico (c.d. diligenza professionale) e dalle specifiche competenze (c.d. perizia)¹⁶⁵. Seguendo una logica simile a quella sottesa alla *business judgement rule* statunitense, anche in Italia in giudici interpretano l'obbligo di diligenza nel senso che gli amministratori non possono essere ritenuti responsabili dell'insuccesso economico della società da loro amministrata. Di conseguenza, i giudici non sindacano il merito degli atti o dei fatti compiuti dagli amministratori nell'esercizio del loro ufficio, ossia non valutano *ex post* la convenienza e l'opportunità di una operazione, ma si limitano a considerare il profilo del rispetto del generale dovere di corretta amministrazione o di specifici obblighi imposti dalla legge e dallo statuto (c.d. giudizio di legittimità)¹⁶⁶.

Inoltre, vige in diritto italiano una generale limitazione al dispiegarsi della sopraddegnata regola di diligenza e della corrispondente responsabilità degli amministratori. Il codice civile prevede all'art. 2392 c.c. che gli amministratori rispondono solidalmente dei danni derivanti dall'inosservanza dei loro doveri, salvo si tratti di attribuzioni del comitato esecutivo o di funzioni assegnate in concreto ad uno o più amministratori¹⁶⁷. In presenza di deleghe di gestione, i membri del consiglio rispondono solo se, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non abbiano fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose¹⁶⁸.

¹⁶⁵ La diligenza del buon amministratore andrà determinata non in astratto, ma in funzione della dimensione e della complessità dell'impresa gestita, tenendo conto delle specifiche capacità individuali, cfr. JAEGER, DENOZZA, TOFFOLETTO (2006), p. 374. La precedente disciplina di cui all'art. 2392 c.c. faceva riferimento alla diligenza "ordinaria" del mandatario, ossia alla regola generale del buon padre di famiglia ex art. 1176, 1 co., c.c.; tuttavia, anche prima della riforma, si sosteneva che la diligenza evocata all'art. 2392 c.c. dovesse interpretarsi come diligenza professionale ex art. 1176, 2 co., c.c., dunque la riforma non ha fatto che rendere esplicito questo riferimento. Sul novellato regime di responsabilità degli amministratori cfr. anche VASSALLI (2003), p. 25 ss. (secondo cui non potrà continuarsi a sindacare decisioni imprudenti con ciò legittimando anche nel nostro ordinamento l'applicazione di un criterio di giudizio più vicino alla *business judgement rule* statunitense); FERRI (2003-II), p. 44 ss.; BELLACOSA (2006), pp. 31-32. Critico nei confronti della modifica è VISENTINI (2006-II), p. 352, il quale evidenzia come il richiamo alla *natura dell'incarico* suggerisce che l'incarico dell'amministratore sia di esercitare una professione, conclusione difficile da rendere effettiva in quanto non è possibile determinare in via aprioristica i parametri della specifica professionalità.

¹⁶⁶ Cfr. per tutti Cass., 12 novembre 1965, n. 2359, in *Foro Pad.*, 1965, I, c. 1820. In senso conforme è l'unanime dottrina, cfr. BONELLI (2004), p. 162 e 183 ss.; VISENTINI (2005-III), p. 106.

¹⁶⁷ L'inciso in concreto sembra voler escludere la responsabilità non solo nel caso in cui esse siano state formalmente attribuite all'amministratore, ma anche quando siano esercitate di fatto con tacito consenso degli altri amministratori, *ibid.* p. 352.

¹⁶⁸ Il legislatore, infine, esenta da responsabilità quegli amministratori che, essendo esenti da colpa (ossia che hanno compiuto tutto quanto possibile in adempimento dei propri doveri, abbiano fatto annotare senza ritardo il proprio dissenso nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio di amministrazione, dandone immediata comunicazione scritta al presidente del collegio sindacale (v. art. 2392, ult. comma). Sul tema della responsabilità in presenza di deleghe gestorie, cfr. MARULLI (2005), p. 90 ss.

Prima della riforma, questa limitazione si giustificava con la presenza di un generale dovere in capo a ciascun consigliere di vigilare sull'andamento della gestione e, dunque, di una corrispondente eventuale *culpa in vigilando* rispetto agli atti di competenza degli amministratori delegati o del comitato esecutivo. La nuova formulazione dell'art. 2392 c.c. non contempla più tale compito di vigilanza del c.d.a.¹⁶⁹, ma delinea un ruolo più passivo del consiglio, chiamato ad agire in modo informato senza soggiacere tuttavia ad un obbligo di informarsi¹⁷⁰. Il board infatti si limita a compiere valutazioni sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, nonché sul generale andamento della gestione in base alle *informazioni e delle relazioni ricevute*, senza alcun dovere di attivarsi di propria iniziativa in ulteriori attività di monitoraggio¹⁷¹. Questo

¹⁶⁹ Saluta positivamente l'eliminazione dell'obbligo di vigilanza BONELLI (2003), p. 707. Si legge nella Relazione di accompagnamento alla legge di riforma, punto 6.III.4, che con l'eliminazione dell'obbligo di vigilanza, pur conservando la responsabilità solidale, si è voluto "evitare sue indebite estensioni che, soprattutto nell'esperienza delle azioni esperite da procedure concorsuali, finiva per trasformarla in una responsabilità sostanzialmente oggettiva, allontanando le persone più consapevoli dall'accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili". Tale motivazione ci dà lo spunto per anticipare come i risultati di recenti studi condotti negli Stati Uniti circa l'effettiva responsabilità degli amministratori privi di deleghe gestionali (c.d. *outside director* ai quali nell'ordinamento americano è affidato il medesimo compito di vigilanza raccomandato dall'OCSE) sembrano condurre, invece, in una direzione diametralmente opposta alle preoccupazioni espresse dal legislatore della riforma. Tali lavori, condotti sulla base di analisi empiriche estremamente esaustive, hanno permesso di evidenziare come, di fatto, l'*out of pocket liability*, ossia l'esborso "di tasca propria" di una sanzione pecuniaria, da parte degli amministratori privi di deleghe sia un evento rarissimo nel sistema americano, in quanto l'esistenza di molteplici incentivi a concludere transazioni extragiudiziali (*settlement*), nonché la pratica diffusissima da parte delle società di stipulare assicurazioni per la responsabilità civile ha favorito un fenomeno di deresponsabilizzazione degli *outside directors*; cfr. BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2003) E (2006). Gli Autori hanno inoltre effettuato una ricognizione comparatistica concernente il livello di *out of pocket liability* sostenuto dagli amministratori senza deleghe in numerosi altri paesi (Australia, Canada, Gran Bretagna, Germania, Francia e Giappone, oltre agli Stati Uniti), dalla quale emerge che il medesimo fenomeno di deresponsabilizzazione è, per varie ragioni, comune a tutte le giurisdizioni considerate; cfr. BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2005). Nello stesso ordinamento italiano l'esperienza indica una ridotta portata della diligenza nel valutare la responsabilità dell'amministratore, cfr. VISENTINI (2005-III), p. 104 ss. Il tema è ripreso più diffusamente nel prosieguo.

¹⁷⁰ Parla di "svuotamento del ruolo del consiglio" NUZZO (2003), p. 87. VISENTINI (2006-II), p. 293 ss., sottolinea come con la riforma si siano resi gli strumenti di conoscenza e la responsabilità dell'amministratore ancora meno adeguati di quanto già non lo fossero in passato. Per CASSOTTANA (2005), pp. 190-191 la responsabilità degli amministratori per omessa vigilanza vigente precedentemente la riforma aveva il pregio di sollevare l'attore da un onere probatorio diabolico in una situazione di evidente asimmetria informativa secondo un regime comparabile a quello previsto dagli ordinamenti tedesco, francese ed inglese; la riforma apre ora una lacuna difficilmente colmabile.

¹⁷¹ Cfr. il testo novellato dell'art. 2381(3) c.c.: "il consiglio di amministrazione determina il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio della delega (...). Sulla base delle informazioni ricevute valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società". Le informazioni che l'amministratore riceve sono quelle indicate al comma 5 del medesimo articolo, secondo cui: "Gli organi delegati curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e riferiscono al consiglio di amministrazione con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni centottanta giorni, sul generale andamento della gestione e sulla prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate". Se è pur vero che la riforma ha chiarito ed ampliato gli obblighi di informazione che gli amministratori esecutivi sono espressamente chiamati a fornire al consiglio (cfr. BONELLI (2003), p. 705), d'altro canto ne ha "chiuso" la portata, in quanto in assenza di un obbligo generale a carico degli amministratori di vigilare e di attivarsi per ottenere informazioni, essi saranno esonerati da responsabilità ogni qual volta non riceveranno dagli organi delegati informazioni complete e veritiere; a questo riguardo efficacemente VISENTINI (2006-II), p. 353, parla di "atrofizzazione del diritto di informazione", in quanto il diritto a ottenere informazioni non si accompagna ad un correlativo dovere di

sostanziale esautoramento del ruolo collegiale del consiglio favorisce una diretta relazione tra organi delegati e azionisti di controllo, che colloca ulteriormente ai margini la posizione degli azionisti di minoranza¹⁷².

Si aggiunga che la legge non enuncia esplicitamente una competenza collegiale del *board* di alta direzione e di propulsione del business; al contrario, la funzione di gestire l'impresa è assegnata agli "amministratori", mentre il consiglio di amministrazione si limita ad esaminare i piani strategici, industriali e finanziari quando elaborati (cfr. art. 2381 c.c., co. 3). In altre parole, nel codice non vi è traccia neanche indiretta del principio, opportunamente riconosciuto invece a livello di autoregolamentazione nel Codice Preda, secondo cui il c.d.a. ha "*quale sua primaria responsabilità quella di determinare gli obiettivi strategici della società e di assicurarne il raggiungimento*"¹⁷³.

Infine, il nostro codice civile non contempla espressamente la vigenza a carico degli amministratori di un obbligo di lealtà che giustifichi un vaglio sulla correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione conclusa in conflitto di interessi. Al contrario, come indicato nel precedente paragrafo, il tenore del nuovo art. 2391 c.c. rende tutt'altro che pacifica l'esistenza di un dovere a carico di ciascun amministratore di perseguire l'interesse sociale e anche laddove tale obbligo vigesse, sarebbe assai arduo per il socio ottenere un ristoro giudiziale a fronte della violazione. Alla stessa stregua, manca un obbligo generale a carico del consiglio di vigilare per prevenire i conflitti di interesse, considerato che – come si è detto – il consiglio si limita a valutare l'opportunità di un'operazione interessata laddove l'amministratore di sua iniziativa abbia comunicato la

chiederle. In assenza di un contestuale obbligo di vigilanza, il dovere di agire in modo informato, statuito all'ultimo comma dell'art. 2381, finisce per essere depauperato del proprio contenuto: esso diviene sinonimo di agire sulla base delle informazioni ricevute.

¹⁷² *Contra*, per un'analisi degli elementi normativi che fanno propendere per un'interpretazione del codice in favore della centralità al ruolo del c.d.a., v. ZAMPERETTI (2005), p. 56 ss.; il quale tuttavia conclude riconoscendo che la riforma ha introdotto una tendenziale libertà di impostazione del rapporto strutturale tra consiglio e organi delegati.

¹⁷³ Cfr. Codice Preda, 2006, criterio applicativo I.C.1.(a). Osserva sul punto ZANARDO (2005), p. 403 che la differenziazione tra il ruolo assegnato al consiglio dal codice civile rispetto a quello riconosciuto dall'autoregolamentazione è di difficile comprensione. Ugualmente inspiegabile è la diversa periodicità con la quale gli organi delegati devono riferire al consiglio, che è trimestrale nel Codice Preda e di 180 giorni nel codice. Si noti inoltre come negli ordinamenti francese, tedesco e svizzero il ruolo di alta direzione del consiglio è delineato in termini molto precisi; per una panoramica v. ZAMPERETTI (2005), p. 63 ss. In particolare, la L. 225-35 c.com. francese prevede che "*le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en oeuvre*"; il par. 76 Abs. 1 dell'AktG stabilisce che il consiglio di gestione determina l'orientamento strategico dell'impresa e l'art. 716° del Codice delle obbligazioni svizzero stabilisce che tra le attribuzioni non delegabili del consiglio vi è l'alta direzione della società e la definizione dell'organizzazione. In Spagna, invece, l'ordinamento lascia più ampio margine di scelta nella ripartizione dei compiti allo statuto, o nel silenzio di questo, al consiglio stesso (art. 141 del Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas). Anche il diritto societario portoghese consente di assegnare una piena centralità agli organi delegati. Si segnala infine che la Raccomandazione della Commissione del 15 febbraio 2005 (2005/162/CE) non ha preso una posizione netta sul ruolo strategico del c.d.a.

sussistenza di un proprio interesse *ex art. 2391 c.c.*¹⁷⁴. In altre parole, non compete al consiglio attivarsi per monitorare la presenza di conflitti o prevenirne l'insorgenza o lo sfruttamento. Solo per le società che adottino il Codice Preda è previsto un ruolo più incisivo del c.d.a., chiamato a valutare “*l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile generale dell'emittente e delle controllate aventi rilevanza strategica predisposto dagli amministratori delegati, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e alla gestione dei conflitti di interesse*”¹⁷⁵.

Il *board* contemplato nel codice civile è dunque lontanissimo da quello raccomandato dall'OCSE, la cui funzione principale dovrebbe essere proprio quella di definire le strategie di business e di controllare la gestione, ossia di valutare l'opportunità delle scelte operative ed il merito delle decisioni di impresa, nonché di svolgere controlli al fine di prevenire gli abusi da conflitto di interesse. L'eliminazione della competenza di vigilanza ad opera della riforma e la mancanza di un ruolo più incisivo del consiglio nell'alta direzione della società fanno vacillare la logica alla base del regime speciale di responsabilità in presenza di deleghe esecutive ed attenuano i compiti proprio di quegli amministratori non esecutivi che invece l'OCSE raccomanda di rafforzare¹⁷⁶. L'assenza di tali funzioni non fa che cristallizzare e legittimare una situazione – in cui il nostro paese versa da sempre – di sostanziale debolezza ed inutilità del consiglio di amministrazione, mancando con ciò una forma di garanzia contro una gestione inquinata da conflitti di interesse¹⁷⁷.

Né la presenza dell'organo di controllo vale a rimediare tale vuoto normativo, considerata innanzitutto il limitato accesso alle informazioni rispetto al consiglio, asimmetria che non rende possibile un'equiparazione funzionale dei due organi. Tale circostanza è tanto più vera con riferimento al consiglio di sorveglianza e al comitato del modello monistico, ai cui membri non è riconosciuto né dal codice civile né dal TUF il potere di procedere individualmente ed in qualsiasi momento ad atti di ispezione e di controllo, potere invece contemplato in favore dei sindaci ai sensi degli art. 2403*bis* c.c. e 151 del TUF.

¹⁷⁴ MACRI (2003), pp. 140-141, evidenzia a questo riguardo che anche nella nuova disciplina la trasparenza dell'azione dell'amministratore portatore di interessi particolari sarà condizionata da una valutazione preventiva che lo stesso amministratore farà che la delibera risulti dannosa per la società, ciò in quanto la mancata comunicazione dell'interesse non è sanzionata quando il danno potenziale è inesistente.

¹⁷⁵ Così il Codice Preda, 2006, al criterio applicativo I.C.1, lett. b). Si veda anche *infra*, par. relativo agli amministratori indipendenti ed al comitato interno.

¹⁷⁶ Cfr. RUGGIERO, PANZIRONI, CARRARA (2004), pp. 65-66.

¹⁷⁷ Cfr. particolarmente ROSSI (1999), p. 1315, che da anni evidenzia come i nostri consigli di amministrazione non siano altro che luoghi in cui si ratificano decisioni prese altrove, nei patti di sindacato che rappresentano i veri direttori politici della società e come tale situazione non fa che acuire il problema dei conflitti di interesse, che secondo l'Autore sono la causa principale del mancato sviluppo del nostro mercato dei capitali.

In secondo luogo, in tutti e tre i modelli di governance adottabili, le peculiari funzioni assegnate all'organo di controllo non prevedono una valutazione sul merito della gestione, ossia sull'opportunità dell'assetto strutturale dell'impresa e delle scelte di business (e dunque sulla valutazione di che cosa sia concretamente interesse sociale)¹⁷⁸. Sebbene, infatti, l'evoluzione normativa sia stata nel senso di ampliare la vigilanza dei sindaci su profili di legittimità che non si fermassero al mero riscontro formale del rispetto della legge, ma riguardassero anche la correttezza delle operazioni, il contenuto e l'estensione di tale controllo continua a doversi ricondurre ad un obbligo di salvaguardia della legalità (e non dell'opportunità) della gestione, in applicazione del principio di non ingerenza nelle decisioni del consiglio¹⁷⁹. Ne consegue che il sindacato sul merito non potrà intervenire se non limitatamente al rispetto dei principi di razionalità e dunque coinvolgere la sola valutazione della rispondenza dell'attività sociale ad oggettivi criteri di corretta amministrazione¹⁸⁰.

Se si applica questa considerazione alla materia dei conflitti di interesse, emerge un ruolo dell'organo di controllo relegato ad riscontro *ex post* sul mero rispetto delle procedure (la cui violazione, come si è detto, sarà sanzionabile esclusivamente al verificarsi di un danno attuale o potenziale). In altre parole, esso potrebbe ritenersi al più investito del dovere di valutare la correttezza dell'iter decisionale previsto dal codice e a tal fine di attivarsi per ottenere informazioni esaurienti dagli amministratori interessati. E non potrebbe essere altrimenti, in quanto la valutazione della compatibilità tra l'interesse sociale ed uno extrasociale è, di fatto, divenuta una decisione che coinvolge il merito dell'operazione e – salvo casi di eclatante irragionevolezza – essa inevitabilmente sfugge dalle

¹⁷⁸ Cfr. artt. 2403 c.c., 2409*terdecies*, co. 1 c.c. e 2409*octiesdecies*, co. 5, c.c. che limitano il ruolo di vigilanza del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza ad un controllo circa il “rispetto dei principi di corretta amministrazione e in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento” e quello del comitato per il controllo sulla gestione ad una verifica “sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo e contabile, nonché sull'idoneità a rappresentare correttamente i fatti di gestione”. Come osserva PREITE (2003), pp. 23-24, questo rinvio generalizzato alla disciplina relativa al collegio sindacale denota l'assai modesto sforzo del legislatore di disegnare sistemi realmente alternativi, anche per OLIVIERI (2003), pp. 63 e 68, il consiglio di sorveglianza non è che un collegio sindacale “rinforzato”, privo dei compiti di alta amministrazione che gli competono invece ai sensi della regolamentazione comunitaria delle Società Europee ed in Germania. Si richiama, infine, che con la riforma del 2003 anche per le società non quotate il legislatore distingue la vigilanza svolta dai sindaci dal controllo contabile, che può essere affidato ad un soggetto esterno (v. artt. 2403 e 2409-bis, co. 3 c.c.); COLOMBI (2006), p. 283 ss. parla a questo riguardo di “sistema bifocale” di controllo, ossia di un assetto fondato sulla giustapposizione tra un organo interno di vigilanza ed un revisore esterno.

¹⁷⁹ Sulle funzioni e responsabilità degli organi di controllo successivamente alla riforma e sui limiti al controllo di merito, v. BOSTICCO (2004), p. 588 ss. RABITTI BEDOGNI (2006), 299 ss. e particolarmente p. 310 ss.; FACCHIN (2004), p. 359.

¹⁸⁰ Cfr. in questo senso anche i “Nuovi principi di comportamento del collegio sindacale nelle società quotate e controllate delle quotate”, pubblicati nel 2001, la cui Norma 2.2 del Capo II legge: “la vigilanza sul rispetto dei principi di corretta amministrazione si sostanzia nel verificare la conformità delle scelte di gestione ai generali criteri di razionalità economica posti dalla scienza economica aziendale, senza mai sindacare sull'opportunità gestionale della scelta”.

competenze dell'organo di controllo. Infine, non sono configurabili neanche per l'organo di controllo compiti di prevenzione e di identificazione dei conflitti di interesse, come vorrebbero al contrario le raccomandazioni OCSE.

Considerato il diverso e più pregnante ruolo che i *Principles of Corporate Governance* assegnano al board, si ritiene di poter concludere che l'ordinamento italiano non risulta in linea con quanto raccomandato dalla *best practice* proprio sotto quello che è considerato dallo stesso OCSE il profilo cruciale dei principi, ossia la compiuta definizione degli obblighi fiduciari degli amministratori nei confronti della società e dei soci e dei doveri di vigilanza ed indirizzo strategico del consiglio, oltre che di prevenzione dello sfruttamento dei conflitti di interesse.

Certamente gioverebbe al nostro sistema di corporate governance un'interpretazione del codice civile che:

- (i) riconoscesse, sulla base di una lettura sistematica delle correnti disposizioni e particolarmente sulla possibilità del consiglio di impartire direttive ed avocare a sé competenze delegate, la vigenza di un dovere del c.d.a. di vigilare sulla scelte di gestione effettuate dagli organi delegati, nonché sulla presenza di conflitti di interesse che potrebbero inquinare la correttezza; e
- (ii) estendesse le competenze degli organi di controllo ad una vigilanza più pregnante sull'esistenza di conflitti di interesse, nonché ad una valutazione nel merito delle operazioni concluse in presenza di un interesse dell'amministratore, legittimando ad esempio l'impugnazione qualora la motivazione fornita in sede di delibera del c.d.a. non risulti adeguata in relazione alle ragioni ed alla convenienza per la società dell'operazione.

3.5 La figura degli amministratori indipendenti ed il ruolo degli investitori istituzionali

Con riferimento alla questione dell'obiettività ed autonomia di giudizio dei membri del consiglio, come sopra menzionato, l'OCSE raccomanda ulteriormente la nomina di amministratori indipendenti. Trattasi di un modello di regolamentazione del conflitto tipicamente volto a prevenire l'insorgenza stessa del conflitto, piuttosto che il suo sfruttamento, attraverso l'imposizione di requisiti soggettivi ed incompatibilità che dovrebbero garantire una migliore autonomia di giudizio dell'amministratore.

Si è detto che quella dell'amministratore indipendente è una figura che nasce e si sviluppa in contesti di proprietà dispersa, per favorire il monitoraggio del management, e si collega ai compiti di vigilanza che dovrebbero essere tipicamente assegnati al board. In questi contesti, l'indipendenza si manifesta come autonomia dai gestori dell'impresa.¹⁸¹

Negli assetti a proprietà concentrata, dove i costi di monitoraggio sono già esigui, questa figura è chiamata a svolgere un ruolo diverso, di tutela delle minoranze¹⁸². Questo aspetto è riconosciuto dall'OCSE che, se da un lato non fornisce specifici criteri di indipendenza, precisa come per le società in cui è presente un gruppo di controllo l'obiettività si concreta in indipendenza dalla maggioranza. Il senso della raccomandazione è, dunque, quello di funzionalizzare la governance del board all'obiettivo del perseguimento dell'interesse comune a tutti gli azionisti, inclusi quelli che non si riconoscono nel gruppo di comando.¹⁸³

Nel contesto italiano, dove gli intrecci tra maggioranza e dirigenti e tra questi e le banche ostacolano in modo strutturale l'indipendenza del board, la questione è prova emblematica dell'autoreferenzialità del nostro sistema. Innanzitutto, considerata la pervasività degli intrecci, non esiste definizione di indipendenza capace di catturare tutte le possibili colleganze tra amministratori e gruppo di comando (v. caso Parmalat)¹⁸⁴, e meno che mai vi riesce quella offerta dall'ordinamento italiano (cfr. art. 148(3) del TUF, più incisivi i requisiti al principio 3 del codice Preda, introdotti tuttavia solo nel 2006)¹⁸⁵. In questo senso, l'unico modo astrattamente possibile per limitare l'intreccio parrebbe quello di imporre la nomina dei consiglieri da parte delle minoranze. La presenza di

¹⁸¹ Cfr. LENER (2003), p. 117 ss., particolarmente p. 125 ss.

¹⁸² Cfr. SPAVENTA (2006), p. 15, il quale tuttavia è scettico sulla efficacia dell'istituto in assetti concentrati.

¹⁸³ Nella Metodologia (v. par. 318, p. 78) si dà conto del pericolo che l'individuazione dei criteri di indipendenza possa risolversi in un esercizio formalistico e facilmente aggirabile: *"However, even when mandated, the definitions has sometimes been so narrow as to be easily evaded. (...) In some cases, the concept has been implemented almost in the form of a legal transplant and, unlike the annotations of the principle, not adapted to the board and ownership structure of the country"*.

¹⁸⁴ Cfr. ROSSI (2001), p. 16, secondo cui nel caso di società controllate da un socio di riferimento forte non è dato trovare amministratori veramente indipendenti ed anche nel caso lo fossero saranno spesso indotti a dimettersi; ZANARDO (2004), pp. 410-411, che evidenzia come i requisiti di indipendenza non sono sufficienti a garantire reale autonomia se non vengono precisate le modalità di nomina e specificatamente determinati i poteri di tali amministratori.

¹⁸⁵ Prima delle modifiche introdotte nel 2006, i requisiti di indipendenza dettati dal Codice Preda erano tutt'altro che rigorosi, come sottolineato, *ex multis*, da BONELLI (2004), p. 110 ss.; Rossi (2001), p. 17. Tali requisiti infatti si limitavano a dettare incompatibilità basate su giudizi soggettivi degli amministratori con riferimento alla presenza di: (i) *"relazioni economiche"* (e non dunque di natura personale o di altro tipo) *"con la società, le sue controllate, i suoi amministratori esecutivi e i suoi azionisti di controllo"* tali da condizionare l'autonomia di giudizio (le collegate non sono menzionate), nonché (ii) in caso di titolarità di *"partecipazioni azionarie di entità tale da permettere loro di esercitare il controllo o un'influenza notevole sulla società"* o di partecipazione a patti parasociali per il controllo e (iii) *"stretti"* legami familiari con gli amministratori esecutivi o i soggetti indicati nei punti (i) e (ii) sopra. La nuova versione è non solo più restrittiva, ma sembra porre più attenta ai profili di sostanza (cfr. il criterio 3.C.1 del codice Preda del 2006); cfr. ZANARDO (2004), p. 406 ss.

amministratori di minoranza avrebbe il pregio di promuovere la dialettica nei consigli di amministrazione e favorire una maggiore rappresentatività delle minoranze. I benefici in termini di tutela contro gli abusi del gruppo di comando di questo modello supererebbero, secondo i sostenitori di tale istituto, i costi che potrebbero sorgere da una minore unitarietà del consiglio ed i rischi che siano promossi interessi particolari¹⁸⁶.

In questa direzione si è mossa, in effetti, la recente legge per la tutela del risparmio, introducendo (per le sole società quotate)¹⁸⁷ il voto di lista con quorum da stabilirsi negli statuti in misura non superiore ad 1/40 del capitale sociale (v. art. 147-ter) e la nomina da parte delle minoranze in almeno un amministratore consiglio¹⁸⁸.

E però, a ben vedere, una soluzione di tal fatta potrebbe risolversi in un presidio puramente formalistico e di scarsa rilevanza pratica in termini di tutela degli azionisti, data la strutturale incapacità delle minoranze azionarie a coordinarsi per gli elevati costi dovuti ai problemi di azione collettiva. Ciò è tanto più vero nel peculiare sistema italiano, in cui i soci con percentuali relativamente elevate sono in grado di coordinarsi e di incidere sulle nomine attraverso i patti parasociali, mentre le sole minoranze attive in grado di controbilanciare il peso degli azionisti di riferimento sono istituti finanziari o investitori istituzionali¹⁸⁹ per lo più ad essi strutturalmente collegati (cfr. cap. II). In questo contesto, la nomina di un amministratore da parte della minoranza finisce per favorire gli intrecci tra dirigenza ed enti creditizi amici della maggioranza e/o portatori di interessi propri, con la conseguenza rafforzare i conflitti o introdurre di nuovi, anziché favorire la gestione di quelli già presenti¹⁹⁰.

¹⁸⁶ Favorevoli all'istituto sono DENOZZA (2005), p. 767 ss. e STELLA RICHTER (2005), p. 163 ss.; *contra* BELCREDI (2005), p. 861 ss.

¹⁸⁷ La legge sul risparmio ha accentuato lo scalino normativo esistente tra società chiuse ed aperte, soprattutto in materia di controlli, cfr. OLIVIERI (2007), p. 412 ss.

¹⁸⁸ Sul voto di lista come strumento per minimizzare il rischio di estrazione di benefici privati dal controllo, cfr. FERRARINI, GIUDICI (2006), p. 584. Gli autori sostengono che considerata la difficoltà di valutare se i benefici dell'istituto siano superiori ai costi, sarebbe stato più opportuno lasciare la scelta all'autonomia privata. Favorevole all'introduzione invece OLIVIERI (2007), p. 413 ss. che sottolinea peraltro come il voto di lista favorirà una maggiore trasparenza circa l'identità ed i requisiti di professionalità dei candidati (secondo l'Assonime nel 2005 solo 66 su 248 società avevano regole che imponevano il deposito preventivo delle candidature). Favorevole anche BLANDINI (2006), p. 273.

¹⁸⁹ Rileva ENRIQUES (1998), p. 692 ss., che a confronto con l'esperienza angloamericana il ruolo degli investitori istituzionali italiani non è particolarmente attivo e ciò è spiegabile anche per via della mancanza di efficaci strumenti di *voice* (es. ai sensi dell'abrogato art. 125 del TUF gli amministratori potevano non procedere alla convocazione dell'assemblea dietro richiesta delle minoranze in nome dell'interesse sociale). Simili osservazioni sono in BIANCHI, ENRIQUES (2001).

¹⁹⁰ Nota infatti SPAVENTA (2006), p. 15, che circa 2/3 delle società quotate sono tutt'ora prive di un sindaco di minoranza. Inoltre, secondo recenti studi empirici le assemblee delle società quotate italiane rappresentano un luogo in cui l'attivismo degli investitori (incluso quelli istituzionali) è molto limitato; cfr. BARUCCI (2006), pp. 138 e 146; BLANDINI (2006), p. 273.

Emerge dunque la circolarità di un problema la cui soluzione richiede un ripensamento dell'intero sistema finanziario italiano, uno sviluppo della concorrenza tra diverse modalità di raccolta dei capitali, una rottura del legame tra investitori istituzionali e banche, una limitazione dei fenomeni di collusione tra gruppi di potere.

Un'occasione di rinnovo potrà di fatto intervenire per merito della crescente internazionalizzazione dei mercati finanziari, che favorisce l'entrata di investitori istituzionali stranieri nel capitale di società italiane. Considerato il maggiore attivismo di questi operatori e il loro genuino interesse alla valorizzazione dell'investimento, è possibile che una loro presenza incrementi la qualità dei controlli endosocietari. Evidentemente, per rendere il mercato italiano attraente agli occhi di investitori istituzionali esteri il legislatore italiano dovrebbe garantire efficaci strumenti di *voice*, oltre che più efficaci rimedi contro comportamenti espropriativi da parte del gruppo di comando.

Un modo ulteriore per limitare l'effetto di moltiplicazione dei conflitti di interesse avrebbe forse potuto essere quello di ripensare quantomeno l'organo di controllo, che abbiamo visto costituire secondo l'OCSE (almeno in potenza) un istituto funzionalmente equivalente al *board*. Una delle perplessità tradizionalmente espresse dalla dottrina a fronte della scarsa efficacia dei controlli svolti dal collegio sindacale è legata alla nomina assembleare dello stesso, circostanza che finisce per minare l'imparzialità della vigilanza. In effetti, nel nostro ordinamento, i sindaci sono espressione della medesima maggioranza che nomina gli amministratori e dunque derivano indirettamente i loro poteri dai soggetti che dovrebbero controllare¹⁹¹. Una soluzione più coerente con i principi OCSE sarebbe stata probabilmente quella di introdurre a carico dei membri dell'organo di controllo più stringenti criteri di indipendenza¹⁹² e, soprattutto, prevedere una presenza maggioritaria di sindaci eletti dai soci di minoranza.

Infine, sempre in tema di istituti volti a favorire un'equilibrata composizione del consiglio, si sottolinea che la separazione tra *chief executive* e *chairman* in Italia non è contemplata né raccomandata dal codice Preda (sebbene nell'ultima versione del 2006 il codice sembra averne riconosciuto quantomeno l'opportunità

¹⁹¹ Cfr. DOMENICHINI (1985), p. 536; in generale, sul ruolo ambiguo del collegio sindacale v. COTTINO (1994), p. 558.

¹⁹² Sottolinea MONTALENTI (2007), p. 557, che sempre più rigorosa è divenuta la disciplina delle incompatibilità dei componenti dei collegi sindacali delle società quotate; lo stesso non può dirsi tuttavia per quelle non quotate. Inoltre, nel caso in cui al consiglio di sorveglianza vengano statutariamente riconosciuti poteri di alta direzione, si pone il problema se sia possibile applicare in via analogica ai consiglieri le disposizioni dell'art. 2391, richiamato solo con riferimento al consiglio di gestione (p. 562).

per le società di dimensioni maggiori), lacuna che ha facilitato il compimento di abusi da parte della dirigenza della Parmalat¹⁹³.

Per quanto concerne la gestione dei conflitti attraverso l'intervento di comitati indipendenti, le uniche regole disponibili sono di fonte autoregolamentare. Il Codice Preda raccomanda l'istituzione di un comitato di controllo interno (principio 8.P.4) composto da amministratori privi di deleghe e la maggioranza dei quali deve essere indipendente. Il comitato, tra l'altro, ha il compito di identificare, misurare, gestire e monitorare i principali rischi d'impresa¹⁹⁴, nonché svolgere funzioni consultive in materia di conflitti, come si evince dal commento al principio 9¹⁹⁵.

Tuttavia, per le società che non adottano il Codice Preda, e comunque per le non quotate, manca una disciplina specifica sulla gestione dei conflitti ed il ruolo delle procedure è svilito, con il risultato che la decisione del consiglio può essere discussa in presenza dell'amministratore interessato (che non sarà neppure vincolato a non votare) e senza che venga applicato alcun particolare meccanismo di tutela. D'altronde, per le società quotate l'art. 150 del TUF introduce solo un obbligo a carico degli amministratori di riferire al collegio sindacale su base almeno trimestrale circa le operazioni intervenute in presenza di interessi propri o di terzi o dell'influenza da parte del soggetto che esercita la direzione e coordinamento.

3.6 La limitazione al cumulo di incarichi (cd. interlocking)

Per quanto riguarda la limitazione al cumulo di incarichi, fatta eccezione per le (generiche) raccomandazioni previste nel Codice Preda (v. 1.C.2)¹⁹⁶, manca una disciplina applicabile ai membri del consiglio di amministrazione. Con riferimento alle società quotate e a quelle con titoli diffusi, la legge sulla riforma

¹⁹³ Cfr. MELIS (2004).

¹⁹⁴ Si noti che il comitato di controllo interno della Parmalat non si conformava alla citata raccomandazione in quanto composto in maggioranza da amministratori esecutivi.

¹⁹⁵ La dottrina e gli stessi redattori del codice di autodisciplina non hanno mancato di osservare che la funzione assegnata dal Codice Preda al comitato di controllo interno va almeno parzialmente a sovrapporsi con quella del collegio sindacale. Il Codice raccomanda infatti che le società provvedano a coordinare i due organi. E' difficile tuttavia immaginare come questo coordinamento possa intervenire; notevoli sovrapposizioni sussistono anche tra i compiti degli amministratori non esecutivi ed i membri del collegio sindacale sia in materia contabile che con riferimento ai controlli interni, cfr. OLIVIERI (2007), p. 418 ss.

¹⁹⁶ Il principio legge come segue: "Gli amministratori accettano la carica quando ritengono di poter dedicare allo svolgimento diligente dei loro compiti il tempo necessario, anche tenendo conto del numero di cariche di amministratore o sindaco da essi ricoperte in altre società quotate in mercati regolamentati (anche esteri), in società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni. Il consiglio, sulla base delle informazioni ricevute dagli amministratori, rileva annualmente e rende note nella relazione sul governo societario le cariche di amministratore o sindaco ricoperte dai consiglieri nelle predette società."

del risparmio ha delegato la Consob ad introdurre limiti all'*interlocking*, ma per i soli componenti degli organi di controllo¹⁹⁷.

Si noti che questa lacuna appare critica nel contesto del mercato borsistico italiano dove, secondo recenti ricerche empiriche, il fenomeno del cumulo di incarichi è particolarmente forte e sembra associato a motivi che non sono legati al raggiungimento dello *shareholder value*, bensì all'estrazione di benefici privati degli amministratori ed alla necessità di stabilizzare il controllo della società¹⁹⁸.

In effetti, una delle caratteristiche del capitalismo all'italiana è proprio la presenza, stabile nel tempo, di un elevato grado di interconnessione tra poche storiche società quotate sul mercato di borsa italiano¹⁹⁹, che con un reticolo di partecipazioni di minoranza, intrecci azionari e cumulo di incarichi si pongono al vertice di un network volto ad esercitare un'influenza sulle principali società presenti sul listino di borsa²⁰⁰. Tra il 1999 ed il 2004 si è assistito ad una generale riduzione degli intrecci azionari tra società quotate e ad un parallelo aumento del cumulo degli incarichi, dovuto particolarmente alle ruoli di istituzioni finanziarie presenti da lungo tempo sul listino (es. Unicredit, Banca Intesa e Mediobanca) e rappresentanti l'élite (il salotto buono) del capitalismo italiano²⁰¹. Allo stato, l'*interlocking directorship* costituisce il collante del network in cui sono organizzate le principali imprese quotate italiane. Il fenomeno si spiega proprio con la circostanza che il cumulo di incarichi non è regolamentato in Italia, al contrario delle partecipazioni rilevanti, sottoposte ad obblighi di trasparenza, nonché delle partecipazioni reciproche e dell'acquisto di azioni nel capitale di banche, soggetti a limitazioni ai sensi del TUF e del TUB²⁰². Pertanto,

¹⁹⁷ V. nuovo art. 148-bis del TUF.

¹⁹⁸ Cfr. BARUCCI (2006), p. 133, secondo cui i dati statistici risultanti dallo studio effettuato inequivocabilmente conducono a questa conclusione. Sulle problematiche anticoncorrenziali derivanti dall'ampio uso del cumulo di cariche, nonché degli intrecci azionari, in quanto strumenti in grado di condizionare le strategie commerciali di imprese collegate e stabilizzare gli assetti proprietari, cfr. anche GHEZZI (2000), pp. 257 e 263 ss., e gli studi ivi citati; BERTONI, RANDONE (2006), p. 23.

¹⁹⁹ Nel 2004 le società al vertice del network sono, in ordine di importanza, Mediobanca, RCS Mediagroup, Italmobiliare, Capitalia, Fiat, Unicredit, Mittel, Assicurazioni Generali, Immobiliare Lombarda, IFIL (si noti che solo 2 delle 10 società non sono istituzioni finanziarie). Si noti come Mediobanca è presente sempre al primo posto in tutti gli anni dal 1999 al 2004; v. Table 9 in BERTONI, RANDONE (2006), p. 37.

²⁰⁰ Il fenomeno è tale per cui: "*Nearly half of the Italian listed firms have Ownership and Board interconnections with at least another listed firms. Moreover a relevant subset of these firms is connected with a "giant" component (...) [which] accounts, on average, for almost half of the total Stock Market capitalisation.*"; cfr. BERTONI, RANDONE (2006), p. 3.

²⁰¹ Questo è quanto emerge dall'analisi empirica condotta da BERTONI, RANDONE (2006). Gli Autori notano come il caso Rucchi sia stato sintomatico della difficoltà per nuovi imprenditori di accedere a questo ristretto ed influente gruppo elitario. D'altronde, anche talune grandi società quotate controllate da "nuove" famiglie (es. Caltagirone, Berlusconi), risultano relativamente isolate rispetto al vertice del network, a conferma che la centralità può essere conquistata solo a seguito di relazioni di lungo periodo (v. p. 22).

²⁰² V. rispettivamente l'art. 120 del TUF concernente gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, l'art. 121 del TUF relativo alle limitazioni alle partecipazioni reciproche (sul tema cfr. COLOMBO (2000) e COSTI, MARCHETTI, NOBILI (2001)) e il Titolo II delle Istruzioni di Vigilanza per le Banche che attua l'art. 19 del TUB sull'acquisto di partecipazioni nel capitale delle banche (come è noto, l'intervento della Banca d'Italia persegue l'obiettivo di garantire la sana e prudente gestione della banca o della capogruppo);

l'introduzione di una normativa che imponesse limitazioni all'*interlocking directorship* conformemente a quanto raccomandato dall'OCSE avrebbe potuto avere sul nostro capitalismo effetti dirompenti, a fronte dei quali il legislatore ha preferito ancora una volta rimandare.

3.7 *La remunerazione degli amministratori*

Si è detto come l'OCSE raccomandi un regime di trasparenza dei piani di remunerazione in favore di amministratori e dirigenti, nonché un coinvolgimento degli azionisti particolarmente nell'approvare piani di *stock option* che potrebbero determinare una riduzione della proprio percentuale di capitale. L'argomento è di notevole importanza soprattutto per gli ordinamenti a proprietà azionaria dispersa, perché in quel contesto la determinazione dei compensi in forma di *stock-option* (diritto a sottoscrivere nuovi titoli azionari ad un prezzo predeterminato) rappresenta una modalità attraverso cui incentivare i manager a perseguire l'interesse sociale, ossia a creare valore per la società, valore che poi verrà riflesso nel prezzo del titolo al cui innalzamento anche l'amministratore-proprietario sarà interessato. Si è detto anche come questa logica di fondo abbia tuttavia creato una serie di incentivi collaterali con effetti perversi che negli Stati Uniti hanno finito per acuire, anziché diminuire, il rischio di abusi e il perseguimento di logiche eccessivamente orientate a guadagni di breve periodo. A fronte di questa situazione, la stessa OCSE riconosce che i piani di incentivi a favore dei manager devono essere orientati al perseguimento di interessi di lungo periodo.

Nei mercati finanziari con proprietà concentrata in cui i gestori sono espressione del gruppo di comando il problema della remunerazione degli amministratori si pone in termini di rischio di abusiva estrazione dei benefici privati del controllo a discapito delle minoranze. In Italia la questione è stata per lungo tempo sottovalutata, così che sino all'entrata in vigore della legge sul risparmio le garanzie accordate alle minoranze erano del tutto insufficienti sia da un punto di vista sostanziale che sotto il profilo della trasparenza.

La norma del codice che disciplina i compensi degli amministratori è l'art. 2389 c.c., modificato con la riforma, che stabilisce: (i) la competenza dell'assemblea per quanto concerne la determinazione dei compensi spettanti ai membri del consiglio e (ii) la competenza del consiglio, sentito l'organo di controllo, per la statuizione delle remunerazioni dovute agli amministratori

oltre che la normativa prudenziale sulla composizione del patrimonio delle banche e sull'assunzione dei rischi (cfr. su quest'ultimo tema PERASSI (1997)).

investiti di particolari incarichi. Ove previsto dallo statuto, l'assemblea può anche determinare un importo complessivo, che comprende i compensi degli amministratori con particolari incarichi. La disposizione si presta ad interpretazioni divergenti riguardo la suddivisione di competenze tra assemblea e consiglio. È prevalsa l'opinione che consente al c.d.a. di determinare, dietro parere del collegio sindacale *ex art. 2389, co. 3, c.c.* sia la remunerazione degli amministratori titolari di particolari cariche che quella dei componenti il comitato esecutivo.

Si noti inoltre che la partecipazione dell'assemblea non è richiesta in alcune ipotesi importanti, identificate dalla dottrina nell'attribuzione agli amministratori delegati di *stock option* su azioni delle società controllate o controllanti, prassi seguita da talune società quotate italiane che comporta notevoli distorsioni nell'attività di gestione in quanto può indurre gli amministratori a prediligere l'interesse di società del gruppo su dei propri azionisti. In altri casi, l'intervento dei soci è limitato all'approvazione *ex art. 2441, co. 5 e 6* (o al conferimento di una delega *ex art. 2443, co. 2*) dell'aumento di capitale necessario a fronte dell'attribuzione delle azioni, senza alcun coinvolgimento nella determinazione degli elementi che compongono le remunerazioni, rimessa esclusivamente al c.d.a.²⁰³, Tale risultato è evidentemente in contrasto con le raccomandazioni OCSE in base al quale l'adozione dei piani di remunerazione in incentivi azionari deve essere sottoposta al preventivo consenso dell'assemblea degli azionisti, in modo che siano in grado di valutare l'impatto degli stessi sulla futura performance della società.

A porre rimedio a questa carenza è intervenuta con l'introduzione ai sensi della legge sul risparmio 262/2005 di un nuovo art. 114-*bis* un'importante novità del TUF, che prevede l'approvazione da parte dell'assemblea de “*i piani di compensi basati su azioni o strumenti finanziari a favore dei componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione*”. È prevista ulteriormente una loro idonea pubblicità. Si è delegato alla Consob il compito di adottare cautele volte ad evitare che detti piani inducano a comportamenti contrastanti con l'interesse della società.

Un profilo che ci distanzia dalla *best practice* internazionale è l'interpretazione della giurisprudenza maggioritaria che ha ritenuto valide le delibere (sia assembleari che consiliari) assunte con il voto determinante dell'amministratore, purché l'ammontare del compenso non sia stata irragionevole

²⁰³ Si veda ampiamente CAPPIELLO (2005), p. 142 e p. 146 ss.

o sproporzionata²⁰⁴. Si è detto invece come i Principi OCSE di Corporate Governance, proprio in una logica di prevenzione degli abusi raccomandano l'indipendenza dell'organo deputato alla determinazione delle remunerazioni. Proprio per avvicinare la normativa italiana agli standard internazionali, il Codice Preda invita le società quotate ad adottare le decisioni concernenti le remunerazioni in assenza dell'amministratore interessato²⁰⁵.

In linea con l'orientamento espresso dall'OCSE è anche la raccomandazione del Codice Preda, che prevede per le società quotate la costituzione di comitati per la remunerazione partecipati da una maggioranza di amministratori indipendenti (prima delle modifiche introdotte nel 2006 bastava una maggioranza di amministratori non esecutivi – v. art. 8 della versione del Codice Preda precedente il 2006). In passato, la scarsa rigosità dei requisiti di indipendenza vigenti precedentemente le modifiche al Codice introdotte nel 2006 e la facilità con cui essi potevano essere aggirati aveva condotto ad una sostanziale inutilità del presidio, in quanto gli amministratori chiamati a determinare i compensi erano di fatto collegati con gli amministratori esecutivi o comunque con il gruppo di controllo.

3.8 *Ulteriori disposizioni rilevanti: il conflitto di interessi del socio*

Passando al tema del conflitto di interessi tra azionista e società, la regola procedurale di prevenzione vigente prima della riforma del 2003 era all'art. 2373 c.c., secondo cui: *“il diritto di voto non può essere esercitato dal socio nelle deliberazioni in cui egli ha, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società”*. In caso di inosservanza della disposizione, la deliberazione – qualora potesse recare danno alla società – era impugnabile se si fosse dimostrato che senza il voto dei soci che avrebbero dovuto astenersi non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza (c.d. prova di resistenza). Il presidente dell'assemblea aveva inoltre il potere discrezionale di escludere dal voto i soci che in una determinata situazione, risultassero in conflitto di interessi con la società.

²⁰⁴ Cfr. Cass., 21 marzo 2000, n. 3312, in *Foro it.*, 2000, I, c. 2330; v. anche ulteriore giurisprudenza citata in BONELLI (2004), p. 127, nota 172; CAPPIELLO (2005), p. 175, v. part. bibliografia in nt. 295; SIMONETTI (2006).

²⁰⁵ Oltre che ai principi OCSE, la costituzione del comitato per le remunerazioni è coerente anche con le raccomandazioni contenute nel *Report on High Level Group of Company Law Experts* europeo.

Considerato l'ampio ambito di applicazione²⁰⁶, la norma avrebbe potuto (e dovuto) rivestire un'importanza centrale nella prevenzione del problema del conflitto di interessi in società a proprietà concentrata in quanto, oltre a prevedere il rimedio *ex post* dell'annullamento delle delibere dannose per la società (v. successivo paragrafo), imponeva al socio in conflitto di astenersi dal voto, riducendo *ab origine* il rischio che fosse approvata a livello assembleare una decisione contraria all'interesse sociale.

Inoltre, dalla regola era desumibile un principio di portata più generale che vieta alla maggioranza di vincolare la minoranza qualora si sia determinata sulla base di un interesse che è in contrasto con quello comune a tutti gli azionisti. In altre parole, nella norma poteva leggersi un limite al potere della maggioranza rappresentato dal divieto di non sacrificare ad interessi particolari quello comune all'esercizio di un'attività economica al fine di ripartirne tra tutti il lucro.²⁰⁷ Analogamente all'ipotesi trattata degli amministratori in conflitto, il dovere di astensione previsto all'art. 2373 c.c. poteva rappresentare il fondamento di un dovere degli azionisti di votare in conformità all'interesse sociale.

Al contrario, l'interpretazione della norma fornita da dottrina e giurisprudenza maggioritari aveva in pratica esautorato la stessa di ogni portata preventiva, in quanto l'obbligo di "astensione dal voto" non veniva considerato un divieto generale di votare in assemblea, ma un mero obbligo di non esprimere il voto in modo tale da non recare danno alla società. La *ratio* di questa soluzione interpretativa era di contemperare l'esigenza di tutelare la società contro possibili abusi di singoli soci con quello di non comprimere ingiustificatamente il diritto di voto del socio²⁰⁸. Tuttavia, tale lettura finiva per comprimere notevolmente la portata preventiva della norma.

A seguito della riforma l'obbligo di astensione dalla delibera assembleare a carico del socio interessato è definitivamente scomparso. Il nuovo art. 2373 c.c. si limita a prevedere che la delibera assembleare approvata con il voto determinante del socio in conflitto siano impugnabili qualora possano recare danno alla società. Di conseguenza, allo stato non esiste alcuna norma nel nostro ordinamento che valga a disciplinare *ex ante* il fenomeno del conflitto di interessi in seno all'organo assembleare, né in termini di trasparenza, né di obblighi di astensione. Infine, oggi risulta più difficoltoso che in passato ravvisare nell'art. 2373 c.c. un più generale dovere dei soci di deliberare tenendo conto del comune obiettivo consacrato nel contratto sociale.

²⁰⁶ Per una casistica delle ipotesi di conflitto di interessi del socio riconosciute dalla giurisprudenza v. STESURI (1999), p. 107 ss.

²⁰⁷ Cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (2006), p. 161.

²⁰⁸ Cfr. STESURI (1999), p. 106.

4. I rimedi successivi tra regole di invalidità e regole di responsabilità

4.1 La repressione dell'abuso derivante da conflitto di interessi

Per quanto concede i rimedi *ex post*, l'approccio funzionale adottato nei Principi non permette all'OCSE di fornire raccomandazioni dettagliate in tale ambito, in cui evidentemente le peculiarità di ciascun paese impediscono la formulazione di suggerimenti tecnici.

L'OCSE riconosce innanzitutto l'opportunità di un rafforzamento dei presidi *ex ante*, ed in generale dei diritti delle minoranze, in quei paesi in cui l'*enforcement* successivo è debole.²⁰⁹

I Principi indicano inoltre che elemento determinante nella valutazione del grado di tutela accordato agli azionisti è l'esistenza di strumenti che permettano ad essi di ottenere un effettivo ristoro dei danni subiti, ad un costo ragionevole e senza eccessive dilazioni di tempo. La fiducia degli investitori è infatti rafforzata quando l'ordinamento riconosce ai soci di minoranza la possibilità di esercitare un'azione nei confronti degli amministratori e dei dirigenti della società, quando ragionevolmente ritengano che sia occorsa una violazione dei loro diritti: "*The provision of such enforcement mechanisms is a key responsibility of legislators and regulators*".²¹⁰

L'OCSE conviene sull'esistenza del rischio che un ordinamento favorevole ad un ampio grado di tutela delle minoranze possa divenire pronò ad eccessiva litigiosità. A tale riguardo, è opportuno introdurre soluzioni che contemperino l'esigenza di limitare le azioni temerarie con quella di garantire un'effettiva tutela dei partecipanti al mercato. A questo fine è possibile prevedere misure volte a valutare *prima facie* la meritevolezza dell'azione o comunque presunzioni, quali

²⁰⁹ V. annotazione al principio III, p. 40.

²¹⁰ *Ibid.*

la *business judgment rule*, che valgono a limitare il rischio di intralciare l'autonomia decisionale e la discrezionalità dei gestori della società.²¹¹

Tra i possibili strumenti successivi di tutela delle minoranze si menzionano in via esemplificativa l'azione sociale di responsabilità (*derivative actions*), della tutela collettiva (*class action*).²¹² Il riferimento è anche in questo caso a istituti tipici degli ordinamento statunitense, che meritano dunque qualche breve cenno descrittivo.

La *derivative action* americana consiste nell'azione di responsabilità che ciascun azionista, indipendentemente dall'entità della partecipazione, può avanzare per conto della società e nell'inerzia di quest'ultima, in caso di violazione da parte degli amministratori o dei direttori generali degli obblighi di cui essi sono portatori²¹³. In quanto azione surrogatoria esercitata dal socio, il suo favorevole esito conduce ad una condanna al risarcimento dei danni in favore esclusivamente della società. Si tratta di un istituto che, sebbene originariamente di conio giurisprudenziale, trova oggi titolo nel diritto societario di fonte statale e rappresenta il principale rimedio di reintegrazione del patrimonio sociale in ipotesi di violazione da parte degli amministratori di un dovere fiduciario nei confronti della società²¹⁴.

²¹¹ *Ibid.* Nella letteratura americana il *manager* della società è un professionista che investe nell'impresa il proprio capitale umano. A differenza degli azionisti, questi non è in grado di diversificare il proprio investimento; egli è pertanto più avverso al rischio di quanto gli azionisti non vorrebbero (in quanto a maggiori rischi possono corrispondere maggiori guadagni) e ciò può indurlo a compiere scelte sub-ottimali. La *business judgement rule* serve ad aumentare la propensione al rischio degli amministratori sino al livello desiderabile per gli azionisti, per un'analisi più dettagliata cfr. *ex multis* EISENHARDT (1989), p. 57 ss.; EASTERBROOK, FISCHER (1991), p. 93 ss.

²¹² Cfr. annotazione al principio III.A.2, p. 42, nonché la Metodologia, par. 137, p. 39, che all'azione derivativa e a quella collettiva aggiunge l'ulteriore rimedio *ex post* rappresentato dall'intervento dell'autorità pubblica.

²¹³ La *derivative action* è contemplata anche nell'ordinamento del Regno Unito ed attualmente codificata alle sez. 260 ss. del *Company Act of 2006*. Un'ulteriore azione individuale esperibile dall'azionista di una società inglese particolarmente in situazioni di conflitto di interessi è la c.d. *action for unfair prejudice*, ai sensi della sez. 459 del *Company Act of 1985* (oggi sez. 994 del *Company Act of 2006*): l'azione individuale è esperibile quando il valore della partecipazione dell'azionista è seriamente diminuita in ragione della condotta scorretta (*unfair*) del soggetto che anche in via meramente di fatto esercita un controllo sulla società; cfr. LEADER E DINER (1998) in AA.VV. (1998). Anche in Francia i soci possono anche individualmente citare in giudizio gli amministratori per conto della società (*action sociale ut singuli*); cfr. art. L. 225-252 del codice di commercio francese. In Germanica invece è necessario che l'azione sia esercitata da tanti azionisti che rappresentino l'1% o €100.000 del capitale sociale; cfr. AktG par. 148(1), come modificato nel 2005.

²¹⁴ Sull'istituto della *derivative action* statunitense cfr. BLOCK, RADIN, MAIMONE (1993); EASTERBROOK, FISCHER (1991), p. 101 ss. In letteratura italiana v. particolarmente SEGATO (1996), p. 420 ss.; BISOGNI (1996), p. 191 ss. e MATERA (2005), p. 147 ss., il quale evidenzia bene (i) i *procedural steps* diretti ad evitare azioni vessatorie, ossia i presupposti procedurali che l'attore deve soddisfare preliminarmente per poter proseguire l'azione, nonché (ii) il ruolo giocato nel sistema statunitense dagli avvocati specializzati che, agendo in una prospettiva imprenditoriale, sono fortemente incentivati all'esercizio dello strumento derivativo e alla ricerca di casi di violazione, con ciò determinando un effettivo monitoraggio di tipo decentrato e privatistico. A tale riguardo, giova sin da ora anticipare che un tale sistema non è privo di costi, considerato il tipico problema di agenzia che esso presenta: il rischio che gli avvocati agiscano opportunisticamente in virtù di interessi non perfettamente allineati con quelli dei clienti o del mercato, es. concludano transazioni per un ammontare inferiore a quello che si sarebbe potuto ottenere andando in giudizio o prestando un maggior impegno nel corso della negoziazione, o promuovano azioni pretestuose al solo scopo di "estorcere" una transazione alla

La *securities class action* è l'azione collettiva per il risarcimento danni esercitabile da una classe omogenea di investitori in ipotesi di violazioni che hanno determinato loro un danno individuale (ad esempio in ipotesi di impedimento all'esercizio del voto, mancata corresponsione di dividendi, frode). Si tratta dunque di un'azione per danni diretti, avanzata generalmente nei confronti degli amministratori delegati, del *chief financial officer* e della società e talvolta –particolarmente in ipotesi di società insolventi - anche nei confronti degli amministratori non esecutivi, delle banche di investimento e dei revisori.²¹⁵ Sotto un profilo di analisi economica del diritto, l'istituto è volto a risolvere il problema di azione collettiva al quale i singoli investitori individualmente considerati sono soggetti per via del fatto che il costo privato dell'azione supererebbe il beneficio atteso. La *class action* rappresenta un meccanismo che permette al singolo di aggregare la propria pretesa con quella di soggetti ugualmente interessati all'azione ed in questo modo dividerne costi e benefici. Si noti come l'accesso al sistema giudiziario statunitense è favorito sia dal ruolo degli avvocati, incentivati ad attivare l'azione in quanto remunerati sulla base di una percentuale del risarcimento stabilito nella sentenza o transazione, che dalla regola per cui l'attore non deve anticipare le spese giudiziarie.

La dottrina e la giurisprudenza d'oltreoceano sono unanimi nel riconoscere ad entrambe le azioni dovrebbero rivestire un ruolo sia compensativo dei danni subiti dagli investitori, che di deterrenza di future violazioni. Tuttavia negli ultimi anni si è sviluppato un dibattito alquanto acceso circa l'effettiva utilità di tali strumenti²¹⁶. Sotto un profilo teorico, la dottrina ha osservato che il risarcimento liquidato in queste sedi non può giammai rappresentare un pieno ristoro dei danni sofferti dagli azionisti, in ragione di un fenomeno di circolarità. In particolare, per quanto concerne le *derivative action* - a beneficiare del risarcimento non è il singolo socio, bensì la società, mentre per quanto riguarda le *securities class action* è prassi prevalsa sul mercato che sia la società stessa a pagare il risarcimento a cui gli amministratori sono condannati, vuoi direttamente, in forza di accordi statutari o contrattuali intervenuti con gli attori, o indirettamente,

società e agli amministratori (a loro volta incentivati ad accettare anche per via dell'esistenza di assicurazioni per la responsabilità civile che andranno a coprire la liquidazione della somma transatta); la bibliografia sul tema è molto ampia, ci si limita a citare il recente studio empirico sulla responsabilità degli amministratori effettuato da BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2006), p. 1110 ss., con numerosi riferimenti; simili problematiche presenta anche l'istituto dell'azione collettiva, v. anche *infra*.

²¹⁵ V. BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2006), p. 1077 ss., in cui è ben esplicitato l'onere della prova a carico di ciascuna parte coinvolta nel giudizio.

²¹⁶ Il sasso nello stagno è stato lanciato da ROMANO (1991), che a seguito di ricerche empiriche ha dedotto, in modo tuttavia solo indiretto e presuntivo, la scarsa utilità dell'istituto. È bene precisare che sotto un profilo metodologico le conclusioni a cui l'Autrice giunge sono una sorta di forzatura di quanto effettivamente riscontrato statisticamente e che perciò sono da ritenersi tutt'altro che definitive. Al lavoro, infatti, va riconosciuto piuttosto il pregio di aver acceso un dibattito che continua sino ai giorni nostri attraverso l'ausilio dell'econometria.

quando a pagare sia l'assicuratore a fronte di una polizza stipulata dalla società. Si verifica in ambedue i casi la situazione paradossale per cui sono gli azionisti a pagare gli azionisti²¹⁷. Inoltre, l'esito finale della controversia raramente si risolve in una sentenza di merito: il procedimento, per via di incentivi perversi che operano nei confronti di tutte le parti in gioco, in quasi la totalità dei casi, si conclude con un accordo transattivo (*settlement*), il cui contenuto raramente riflette il danno sofferto.

La deterrenza è limitata dalla circostanza che l'amplessissimo numero di azioni esercitate negli Stati Uniti e la possibilità per i giudici americani di applicare sanzioni di ammontare molto elevato (si pensi all'istituto del *disgorgement* o ai *punitive damages*) ha spinto il 100% delle società quotate a stipulare accordi di indennizzo e/o assicurazioni per la responsabilità civile a copertura dei propri gestori ed amministratori. Il risultato finale in termini di *out of pocket liability*, ossia di risarcimenti effettivamente pagati dalla persona fisica che ha compiuto la violazione, è decisamente sconcertante: i casi in cui gli amministratori non esecutivi (c.d. *outside directors*) corrispondono di propria tasca i risarcimenti (o gli indennizzi delle transazioni) derivanti da violazione del dovere di diligenza (tipicamente dell'obbligo di svolgere la funzione di controllo sul *managment* della società) sono estremamente rari. Dal 1980 al 2005 si registrano appena 13 casi; nel numero sono inclusi anche i risarcimenti occorsi a seguito degli scandali finanziari del 2001.²¹⁸

Si noti, tuttavia, che le medesime problematiche non sono riscontrabili con riferimento alle violazioni del dovere di lealtà (tipicamente in caso di conflitto di interessi), in quanto esse vengono valutate più restrittivamente dall'ordinamento statunitense (*entire fairness test*) e non suscettibili di indennizzo o copertura

²¹⁷ Questi profili di circolarità sono ben evidenziati dalla dottrina statunitense; cfr. ARLEN, CARNEY (1992), p. 698 ss.; COFFEE (2006), con ampi riferimenti in nt. 96, il quale ne ricava che il ruolo fondamentale della *class action* è senz'altro quello della deterrenza. A questo fine sarebbe essenziale, anziché abolire l'istituto, fare in modo che esso vada a colpire i soggetti effettivamente responsabili degli abusi, secondo il grado di imputabilità della violazione. L'Autore suggerisce alcune possibili soluzioni interpretative delle norme correntemente in vigore negli Stati Uniti, che potrebbero favorire il raggiungimento di questo risultato, quali una maggiore trasparenza del processo di *settlement*, una revisione giudiziale più approfondita delle allocazioni tra le parti delle somme transatte, una trasparenza delle polizze assicurative per la responsabilità concluse dalla società, modifica della modalità di calcolo degli onorari degli avvocati.

²¹⁸ Lo studio empirico maggiormente sistematico e completo sul tema è quello di BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2006); la conclusione a cui giungono gli Autori è che anche sotto un profilo teorico la *outside director out-of-pocket liability* è un'ipotesi che si verifica solo in condizioni particolari, quando: (1) *the company is insolvent and the expected damage award exceeds those limits*, (2) *the case includes a substantial claim under section 11 of the Securities Act or an unusually strong section 10(b) claim*, and (3) *there is an alignment between outside directors' or other defendants' culpability and their wealth*.” Si conclude che: “Absent facts that fit or approach this “perfect storm” scenario, directors with state-of-the-art insurance policies face little out-of-pocket liability risk, and even in a perfect storm they may not face out-of-pocket liability. The principal threats to outside directors who perform poorly are the time, aggravation, and potential harm to reputation that a lawsuit can entail, not direct financial loss.”

assicurativa²¹⁹. Rispetto dunque alle violazioni derivanti da sfruttamento dei conflitti di interessi, le azioni di risarcimento avanzate dagli azionisti continuano ad esercitare un'importante funzione di disincentivo.

In ogni caso, i problemi - soprattutto in termini di costi processuali²²⁰ - connessi all'esercizio delle azioni collettive e derivative sono cospicui e di difficile soluzione. La relativa facilità con cui è possibile attivare tali procedure²²¹, il numero abnorme, particolarmente elevato nel settore finanziario²²², di azioni non meritorie promosse negli Stati Uniti specialmente su iniziativa di avvocati interessati e gli incentivi perversi a transigere le controversie anche se infondate (c.d. *strike suits*) hanno suscitato numerose critiche²²³ ed

²¹⁹ La legge del Delaware permette, infatti, l'indennizzo dell'amministratore da parte della società, anche in caso di transazione, solo laddove è dimostrato che questi abbia agito "*in good faith and in a manner [he] reasonably believed to be in or not opposed to the best interests of the corporation*"; cfr. sez. 145(a) della *Delaware General Corporation Law*. Si noti peraltro che il dovere di buona fede è stato recentemente considerato dalle corti del Delaware come espressione del dovere di lealtà, che dunque non trova applicazione limitatamente ai casi di conflitto di interessi, ma è più ampio; cfr. *Stone v. Ritter*, No. 93, 2006. Nel celebre caso *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, No. 15452, 2005 la corte del Delaware ha incluso nel concetto di malafede le operazioni concluse in conflitto di interesse, nonché un "*intentional dereliction of duty, a conscious disregard for one's responsibilities*". Inoltre, anche la SEC è intervenuta in materia, dichiarando che in ipotesi di frode l'indennizzo degli amministratori è "*against public policy as expressed in the [Securities] Act and is therefore unenforceable*"; v. Reg. S-K, 17 C.F.R., sez. 229.510 (2006). Similmente, le polizze assicurative non coprono le ipotesi fraudolente e dolose, come anche ogni caso in cui l'amministratore/dirigente abbia ricevuto "*any legal profit or advantage to which is not legally entitled*"; cfr. BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2006), p. 1086. E' pur vero che nella maggior parte dei casi le azioni non giungono a sentenza, ma vengono transatte ed in tale ipotesi le suddette limitazioni non trovano applicazione sotto un profilo strettamente giuridico. Tuttavia, nella pratica le società che accettano di transigere in ipotesi di violazione del diritto di lealtà ottengono sempre un regresso (quantomeno parziale) nei confronti dell'amministratore/direttore infedele, che ha incentivi a pagare alla società quanto richiesto perché in caso contrario rischierebbe di dover corrispondere un risarcimento ancora più elevato all'esito del giudizio; v. BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2006), p. 1099.

²²⁰ Oltre ai costi strettamente connessi alle spese del giudizio, vi sono quelli ulteriori a carico della società coinvolta in quanto: "*securities litigation entails the threat of extensive discovery and disruption of normal business activities for the target corporation. That disruption of normal business can have profound economic consequences for a business defending itself in a 10b-5 class action. In fact, the very nature of private securities class actions produces overwhelming incentives to avoid trial. Because of these incentives, many securities actions have potential settlement value for the plaintiffs' class far out of proportion to their merit*"; cfr. NEAS (2007), p. 361.

²²¹ In quanto gli avvocati possono concordare con i clienti di essere pagati solo una volta ottenuto il risarcimento del danno o la transazione attraverso una percentuale della somma ricevuta dalla classe, gli attori possono esercitare l'azione senza doverne sostenere i costi; inoltre gli avvocati hanno in questo modo incentivi a promuovere l'esercizio di azioni legali, talvolta anche su base non meritoria quando sono in grado di anticipare di poter ottenere quantomeno una transazione anche se di ammontare limitato; cfr. PINTO (1998), p. 276. D'altra parte, a fronte di questi costi, la possibilità di essere compensati "*on a contingent basis*" incentiva gli avvocati a svolgere essi stessi un'attività di controllo circa il rispetto delle norme e favorisce per tanto un monitoraggio decentrato. Il problema è che risulta alquanto difficile valutare se i costi derivanti da questa particolare forma di incentivi sono inferiori o meno ai benefici derivanti da un più attivo monitoraggio. Il punto è infatti oggetto di aspro dibattito.

²²² Cfr. i dati forniti da COFFEE (2006), p. 7, secondo cui dal 2002 al 2004, circa il 47% delle *class action* promosse negli Stati Uniti sono rappresentate da *securities class action*, che perciò comportano un notevolissimo aggravio dei costi giudiziali.

²²³ Tra le critiche sorte a seguito di studi empirici condotti a livello accademico sul carattere non meritorio delle pretese avanzate attraverso l'esercizio della *class action* v. BOHN, CHOI (1996). Un altro filone dottrinale ha criticato l'istituto in quanto comporta un risarcimento di ammontare superiore al danno sociale effettivamente patito dal mercato (c.d. *over-compensation*), in quanto alla perdita sofferta dagli investitori sul mercato secondario corrisponde un beneficio goduto da altri investitori, quindi una liquidazione di tutti i danni sofferti dai primi (che interviene evidentemente senza che siano considerati i benefici dei secondi) determina una situazione di inefficienza, cfr. EASTERBROOK, FISHEL (1985), argomento poi sviluppato

indotto il legislatore americano a ripensare l'istituto, restringendone l'accesso, attraverso l'emanazione del *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA) del 1995 che ha elevato gli standard probatori da soddisfare per esercitare la *securities fraud action* ed ha sostituito nei confronti dei *secondary defendant* l'istituto della responsabilità solidale con quella parziaria (ossia proporzionale al grado di colpa)²²⁴. Il problema è tuttavia ancora vivo, in quanto, nonostante gli sforzi, il numero di controversie intentate resta estremamente elevato²²⁵. Inoltre, le innovazioni in materia di responsabilità introdotte nella normativa citata trovano applicazione esclusivamente qualora la controversia giunga a decisione, ipotesi che, come si è detto, non si verifica se non in rarissimi casi. Pertanto, anche il problema della deterrenza in relazione al *duty of care* e particolarmente la difficoltà di sanzionare i membri del board che abbiano mancato di adempiere ai propri obblighi di monitoraggio restano questione aperte e aspramente dibattute²²⁶.

ulteriormente in LANGEVOORT (1996). La dottrina americana, tuttavia, è tutt'altro che unanime al riguardo e molti sono i sostenitori dell'istituto, cfr. COX (1997) e SELIGMAN (1994).

²²⁴ In particolare, il PSLRA ha (i) introdotto una serie di disposizioni procedurali volte ad appesantire gli oneri probatori a carico dell'attore che voglia intentare un'azione per *securities fraud*; (ii) riconosciuto ai giudici il potere di sanzionare l'esercizio di azioni pretestuose; e (iii) previsto il principio di responsabilità proporzionale (v. anche cap. III, nt. 30) secondo cui i partecipanti alla frode devono essere condannati a pagare la percentuale dei danni totali corrispondente al loro grado di responsabilità; la regola non trova applicazione nei confronti di coloro che avevano piena consapevolezza che la propria condotta avrebbe determinato un falso (c.d. *primary defendant*), nei cui confronti continua a trovare applicazione il principio di responsabilità solidale (v. in particolare sez. 21D, co. b-f, del *Securities Exchange Act of 1934*). L'obiettivo è di ottenere uno "*screening effect*", ossia di scoraggiare il numero di azioni non meritorie e ridurre i costi – ritenuti eccessivi – del processo civile e favorire una migliore deterrenza; sul tema cfr. per tutti SCUDDER (1997). In teresante il lavoro di CHOI, NELSON, PRICHARD (2007), pp. 4 ss.; gli Autori hanno condotto analisi empiriche per verificare l'ampiezza dello *screening effect* sinora determinato in concreto dal *Private Securities Litigation Reform Act* dalle quali è emerso che le azioni pretestuose sono effettivamente diminuite, al prezzo tuttavia di assistere ad una riduzione anche del numero di azioni che nella passata disciplina sarebbero risultate meritorie, con ciò determinandosi un abbassamento del livello di deterrenza; cfr. anche osservazioni nel Cap. III. D'altronde è noto come il *trade-off* tra falsi positivi e falsi negativi sia sostanzialmente inevitabile.

²²⁵ Il numero di azioni per frode risulta per la verità persino aumentato di circa il 20% negli ultimi 6 anni; gli avvocati hanno semplicemente spostato il foro di riferimento, intendendo più azioni di fronte al giudice statale, anziché federale, in modo da evitare l'applicazione della PSLRA. Da ciò l'esigenza sentita da alcuni giudici statunitensi (v. particolarmente caso *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, cit. in cap. II, nt. 271) di rendere ulteriormente più stringente l'onere probatorio in materia di dimostrazione del danno subito (c.d. *loss causation*) cfr. NEAS (2007), pp. 362-363 e FOX (2006) 845 ss., in senso fortemente critico dell'orientamento assunto dalla corte suprema.

²²⁶ Il principale problema per l'ordinamento statunitense è che le società hanno forti incentivi a transigere considerati i costi del processo in termini di *discovery*, durata e reputazione e pertanto manager fedeli agli interessi della società sono indotti a transigere la controversia. In una tale situazione, si potrebbe immaginare di introdurre una regola che imponga in una certa misura l'*out-of-pocket liability*, nonché le sopradescritte limitazioni del diritto di indennizzo/copertura assicurativa anche alle transazioni. Tuttavia, una tale norma avrebbe la conseguenza di disincentivare gli amministratori ad accettare di transigere, e ciò non farebbe che aumentare il grado di litigiosità ed i relativi costi a carico delle società. E' pur vero, d'altra parte, che ad una prima fase di accresciuto carico processuale potrebbe nel lungo periodo far seguito un sistema più equilibrato, in quanto meno le società saranno disposte ad accettare un *settlement*, meno gli avvocati e gli attori avranno interesse ad esercitare azioni temerarie. Per questa via, verrebbe inoltre ripristinato un miglior effetto di deterrenza sugli *outside directors*.

4.2 *La scelta di politica legislativa operata dalla riforma*

Una valutazione circa l'efficacia della tutela successiva e della repressione del conflitto di interessi nelle società per azioni deve partire dalla constatazione che in questo ambito la società non può considerarsi affare privato, in quanto ad investire le proprie risorse è un pubblico di investitori soggetto ai noti problemi di *free-riding*, di coordinamento e di asimmetria informativa. In tale contesto, si individua la necessità di stabilire presidi a tutela di interessi diffusi. Questa esigenza non sembra essere stata sufficientemente riconosciuta dal nostro legislatore, che con la riforma delle società non ha ritenuto opportuno favorire l'esercizio dei diritti di *voice* delle minoranze, bensì ha ulteriormente ridimensionato il controllo individuale del socio di s.p.a.²²⁷.

In particolare, la riforma delle società ha ridotto i rimedi reali a disposizione degli azionisti espropriati ed ha privilegiato quelli risarcitori, in questo modo dimostrando di ritenere più meritevole di tutela la stabilità delle decisioni prese dal gruppo di comando (ossia l'interesse della maggioranza) rispetto ad un più pieno riconoscimento dei poteri di intervento delle minoranze²²⁸. Invero, questo atteggiamento del legislatore ha preso l'avvio da un decreto legislativo del 1991 di

²²⁷ Cfr. PERRINO (2006), p. 647 ss. che rileva, fra l'altro, il limitato diritto di ispezione e copia dei libri sociali che in generale non consente all'azionista di accedere a notizie attinenti la gestione e l'amministrazione della società. Di declino dell'informazione assembleare e ridimensionamento dello stesso diritto di informazione del socio si parlava d'altronde già con riferimento alle novità introdotte con il TUF, cfr. MARCHETTI (2001), p. 124. L'insufficienza dei meccanismi di *voice* facilita la prevaricazione delle minoranze e determina fenomeni di selezione avversa che penalizzano lo sviluppo di un mercato efficiente. In un mercato di tal fatta l'*exit* non costituisce un'operazione priva di costi, in quanto il prezzo del titolo finisce per scontare gli effetti di una cattiva gestione. Pertanto, come è stato osservato, "gli strumenti di *exit* presuppongono quelli di *voice*, si avviano in un circolo virtuoso, o vizioso in caso di inadeguatezza, tale da suggerire l'adeguamento dei secondi a standards soddisfacenti laddove si aspiri ad un buon funzionamento anche dei primi." (MATERA (2005), p. 36, con riferimento allo strumento di *voice* rappresentato dall'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze).

²²⁸ Cfr. CASSOTTANA (2003), p. 152 ss., che critica la scelta di aver sostituito (anziché meramente aggiunto) il rimedio risarcitorio a quello reale sulla base di due principali profili: (i) oltre a numerosi limiti e vincoli che scaturiscono dagli artt. 2377 e 2378 c.c., costituisce un problema il consolidato orientamento che esclude la risarcibilità del danno "indiretto" o "riflesso" (problema che tipicamente si pone in ipotesi di conflitto di interessi, considerato che normalmente il pregiudizio derivante dalla delibera invalida è a carico della società, mentre il risarcimento può essere richiesto dal socio solo con riferimento al danno da esso subito); e (ii) il rimedio risarcitorio non garantisce la protezione a fronte di deliberazioni viziate da disparità di trattamento a danno dei soli azionisti di minoranza e nella neutralità dell'interesse sociale (effettività dell'obbligo di parità di trattamento che gli Stati Membri devono rispettare in virtù dell'art. 42 della II direttiva); SACCHI (2003-I), p. 159, che dopo aver passato in rassegna le varie ipotesi di tutela obbligatoria previste con la riforma evidenzia come talune irregolarità procedurali rischiano di non avere più sanzione, non solo sul piano reale, ma anche su quello obbligatorio (v. p. 163); inoltre, poiché nella tutela obbligatoria dei soci ex art. 2377 c.c. il risarcimento del danno interviene con danaro proveniente dal patrimonio sociale, il risarcimento integrale risulta impossibile e l'accoglimento dell'azione comporta un depauperamento dei beni della società (v. p. 165). Estremamente critico anche NIGRO (2006), p. 33 ss., il quale evidenzia, *inter alia*, che la tutela invalidante non può ritenersi equivalente a quella risarcitoria, in quanto le deliberazioni endosocietarie sono atti organizzativi idonei di per sé stessi a produrre in via immediata effetti pregiudizievoli di natura patrimoniale e che il potere di impugnare è in linea di principio indissolubilmente legato al carattere collegiale dell'organo deliberante. Anche WEIGMAN (2003), pp. 174-175, dubita dell'equivalenza tra i due modelli di tutela rispetto agli interessi in gioco, in quanto l'azione reale può essere paragonata ad un'azione di adempimento, possibilmente affiancabile (ma non sostituibile) con una tutela risarcitoria.

attuazione alle direttive europee di armonizzazione in materia di fusione e scissione²²⁹, con cui, nell'intento di assegnare stabilità alla delibera di fusione, si è introdotta la regola dell'inattaccabilità dell'atto di fusione o di scissione una volta iscritto nel registro delle imprese (è possibile tuttavia una tutela cautelare volta ad impedire che la fusione/scissione sia portata a compimento), facendo salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci e ai terzi danneggiati (art. 2504-*quater* e *novies*, oggi 2506-*ter*)²³⁰. Con la riforma tale regola limitativa della tutela reale ha rappresentato il modello esteso anche alle ipotesi di trasformazione della società (cfr. art. 2500-*bis* c.c.) e per le delibere di aumento e riduzione del capitale e di emissione di obbligazioni da parte di società aperte (art. 2379-*ter* c.c.). Sono inoltre ridotte le possibilità di impugnativa delle delibere assembleari invalide (v. *infra*, oltre che l'art. 2434-*bis* in materia di impugnazione della delibera di approvazione del bilancio)²³¹.

Una tale scelta di politica legislativa è tanto più criticabile se si considera che, come riconosciuto dalla letteratura gius-economica, il rimedio risarcitorio è meno disincentivante rispetto a quello reale. La ragione è nella circostanza che il compimento di un'operazione illegittima da parte del gruppo di comando è meno costoso in presenza di una regola di responsabilità rispetto ad una di invalidità, sia laddove del risarcimento beneficerà la società, come occorre nel caso dell'amministratore interessato ai sensi dell'art. 2391, co. 4, c.c., poiché di esso godrà indirettamente anche la maggioranza, sia quando andrà a vantaggio del singolo socio, come nell'ipotesi di cui all'art. 2377 c.c., poiché l'entità dell'obbligazione risarcitoria è ridotta proporzionalmente alla percentuale di capitale sociale detenuto dall'azionista e, in ogni caso, è corrisposta in prima battuta dalla stessa società e dunque anche dal socio danneggiato (c.d. rimedio circolare)²³².

Inoltre, considerata la difficoltà a quantificare il danno, l'azione di risarcimento ha elevati costi di aggiudicazione rispetto a quella di invalidità e pertanto può essere sconsigliabile in ordinamenti dove, come in Italia, la sanzione reputazionale non sembra giocare un ruolo deterrente sulle condotte

²²⁹ V. III direttiva Cee, n. 78/855 del 9 ottobre 1978, pubblicata nella Riv. soc., 1978, p. 1708 ss. Le fusioni sono soggette all'approvazione assembleare del relativo progetto (art. 7, III direttiva; art. 2502 c.c.) previa: (i) relazione da parte dell'organo amministrativo che illustri e giustifichi i termini dell'operazione sotto il profilo giuridico ed economico, particolarmente il rapporto di cambio (art. 9, III direttiva, art. 2501*quinquies* c.c.); (ii) relazione di un esperto indipendente che certifichi la congruità del rapporto di cambio (art. 10, III direttiva; art. 2501*sexies* c.c.).

²³⁰ Cfr. D'ALESSANDRO (2007), pp. 10-11. Sulla tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dall'atto di fusione v. il recente lavoro di GENOVESE (2007); l'Autore evidenzia che non si sono mai verificati casi di accoglimento della domanda di sospensione cautelare di una fusione (p. 65) ed anche in materia di tutela risarcitoria l'accoglimento ha riguardato un solo caso.

²³¹ Cfr. GENOVESE (2007), p. 66, che conclude osservando come l'art. 2504-*quater* abbia fatto da vero e proprio "apri pista" ad un trend più generale.

²³² Cfr. ENRIQUES, ZORZI (2006), p. 15 ss.

espropriative²³³ e l'*enforcement* privato è assai costoso e di incerto esito²³⁴. D'altronde, sotto un profilo più spiccatamente comparatistico, la tutela reale accordata in campo societario dai principali ordinamenti di *civil law* è più ampia rispetto a quella prevista odiernamente in diritto italiano²³⁵.

4.3 Impugnazione delle delibere assembleari ex art. 2377 c.c. ed ex art. 2373 c.c.

Passando all'analisi dei rimedi di invalidità offerti dalla normativa italiana, il novellato testo dell'art. 2377 c.c. subordina il potere degli azionisti di impugnare le delibere assembleari prese in modo non conforme alla legge o allo statuto (anche quelle assunte con il voto determinante del socio in conflitto di interessi) alla detenzione di una certa quota di capitale, modificando il precedente sistema che riconosceva tale diritto a ciascun socio assente o dissenziente²³⁶. Il socio non legittimato all'azione reale può solo domandare il risarcimento del danno individualmente subito²³⁷. Questo arretramento della tutela accordata al socio è stata aspramente criticata dalla dottrina italiana, che – correttamente – non vede nel rimedio risarcitorio offerto al socio escluso dal diritto di ottenere l'annullamento un valido sostituto all'azione reale, bensì un presidio puramente teorico, se non addirittura illusorio.²³⁸ Si tenga presente inoltre che

²³³ Cfr. ENRIQUES (2003-II), p. 915. La scarsa incidenza della reputazione è confermata da studi empirici sull'ammontare del premio di controllo, che sembrano confermare che i benefici privati sono in Italia estremamente elevati a confronto con ordinamenti dotati di un livello di tutela giuridica analogo al nostro; cfr. DYCK, ZINGALES (2002), l'analisi calcola il premio di controllo sulla base della differenza tra il prezzo di trasferimento fuori mercato dei blocchi di controllo e il prezzo delle azioni negoziate sul mercato (37%, numero che colloca l'Italia ai vertici della classifica mondiale); il dato è coerente con quello ottenuto nello studio di NENOVA (2000), che considera invece la differenza tra il prezzo delle azioni con diritto di voto e quelle di risparmio (tra 28% e 35%).

²³⁴ Cfr. ENRIQUES, ZORZI (2006), p. 11 ss. dove si critica la scelta del legislatore della riforma di aver ampliato le ipotesi in cui il giudice italiano, tradizionalmente deferente nei confronti dei soci di controllo, è chiamato a compiere complesse valutazioni, come impone la regola risarcitoria.

²³⁵ Per un confronto tra la normativa italiana con quella francese e tedesca, v. ENRIQUES (2007), p. 19 ss., dove si osserva che "*Other than in Italy, a percentage requirement for challenge of shareholder resolutions was not introduced.*" e che in Francia gli azionisti possono agire per l'annullamento delle delibere consiliari adottate in materia di operazioni con parti correlate.

²³⁶ Ai sensi dell'art. 2377 c.c. la legittimazione ad impugnare la deliberazione assembleare è anche in capo agli amministratori, al consiglio di sorveglianza e al collegio sindacale (nella loro collegialità). L'impugnazione può essere proposta esclusivamente entro il termine di 90 giorni dalla data della deliberazione, ovvero, se questa è soggetta ad iscrizione o deposito nel registro delle imprese, entro tre mesi dall'iscrizione/deposito.

²³⁷ Così il comma 3 dell'art. 2377. Anche l'azione di risarcimento è soggetta al termine di decadenza di 90 giorni dalla data della deliberazione o dalla sua iscrizione al registro delle imprese.

²³⁸ Così NIGRO (2006), p. 40; PERRINO (2006), p. 651 ss. Queste considerazioni hanno portato taluni Autori a sollevare immediatamente dubbi di costituzionalità della nuova disciplina dell'impugnazione delle delibere annullabili; cfr. NIGRO (2006), p. 46; WEIGMANN (2003), pp. 175-176, che sottolinea come "*i soci hanno acquistato azioni confidando nella legittimazione ad una tutela giudiziale che ora scompare ed è certo ben singolare che tutto ciò avvenga nell'ambito di una riforma, che ufficialmente proclama di voler potenziare l'autonomia e la libertà dei contraenti anche nelle società di questo tipo!*". Per ENRIQUES, ZORZI (2006), pp. 20-21 la norma, oltre ad offrire un grado insufficiente di garanzie per i soci di minoranza, può anche favorire

precedentemente la riforma delle società il contenzioso relativo a condotte espropriative ai danni della minoranza era costituito per lo più proprio da impugnazioni delle delibere assembleari *ex art. 2377 c.c.* La scelta del legislatore di limitare l'esperibilità di questo rimedio ha evidentemente un forte impatto sul grado di tutela giurisdizionale di cui azionisti di minoranza godono oggi nel nostro ordinamento²³⁹.

In caso di conflitto, la tutela offerta dall'ordinamento al socio leso è addirittura inferiore. A differenza che per l'ipotesi generale di impugnazione delle delibere assembleari, in cui l'azionista non legittimato all'impugnativa può quantomeno agire per ottenere il risarcimento del danno direttamente sofferto, in caso di conflitto di interessi (quantomeno su un piano letterale) non è prevista alcuna analoga regola di responsabilità²⁴⁰. Inoltre, come indicato nel precedente paragrafo, la riforma ha eliminato la garanzia preventiva offerta dall'obbligo di astensione (già esclusa dalla prevalente interpretazione di giurisprudenza e dottrina nel vigore della previgente normativa), per mantenere il solo rimedio successivo dell'impugnazione da parte della minoranza qualificata a norma dell'art. 2377 c.c. della delibera presa col voto determinante del socio interessato, esclusivamente laddove sussista un danno potenziale (v. art. 2373 c.c.). Questa scelta legislativa appare particolarmente criticabile, considerato che – come è stato osservato – la disciplina del conflitto di interessi tra socio e società dovrebbe rappresentare il principale meccanismo inteso ad assicurare che il gruppo di controllo si serva del proprio potere a beneficio dell'intera compagine azionaria²⁴¹.

Infine, per le società quotate l'art. 157 del TUF attribuisce alla Consob il potere di impugnare le delibere assembleari che approvano il bilancio per mancata conformità ai criteri di redazione. Si tratta di una forma di eterotutela funzionale alla garanzia della corretta e veritiera informazione al mercato, ma limitata evidentemente agli aspetti contabili.

4.4 Impugnazione delle delibere dell'organo amministrativo

la collusione tra maggioranza e minoranza legittimata all'impugnazione (interessata ad estrarre la massima utilità senza dividerne i vantaggi con gli altri soci), che una situazione di dilemma del prigioniero. Gli Autori mettono anche in evidenza che, laddove manchino soci legittimati all'azione, nessuna azione può essere esercitata laddove manchi un danno; ciò vuol dire che restano prive di sanzione tutte le violazioni meramente procedurali (p. 26 ss.).

²³⁹ Cfr. ENRIQUES (2007), p. 65, che analizzando la casistica dal 2000 al 2006 segnala come di 22 azioni esercitate dagli azionisti, 16 fossero rappresentate da impugnazioni *ex art. 2377 c.c.*

²⁴⁰ Cfr. D'ALESSANDRO (2007), p. 11.

²⁴¹ Cfr. D'ALESSANDRO (2007), p. 6.

In materia di consiglio, la riforma ha aggiunto un nuovo comma all'art. 2388 c.c. secondo cui le *deliberazioni dell'organo amministrativo* possono essere impugnate dall'organo di controllo (collegialmente) e dagli amministratori assenti o dissenzienti nel termine di 90 giorni; il socio è anche legittimato ad impugnare la delibera, ma solo in caso in cui abbia direttamente violato un proprio diritto²⁴² e con esclusione, dunque, di quelle lesive del mero interesse alla legalità delle deliberazioni, o comunque gravemente lesive dell'interesse e dell'integrità del patrimonio della società, ma non direttamente ed immediatamente dei diritti del socio.²⁴³ Sono in ogni caso fatti salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione della delibera.

In presenza di un conflitto di interessi, il codice prevede all'art. 2391 c.c. l'applicazione di un regime addirittura più restrittivo rispetto a quello generale espresso nel suddetto art. 2388 c.c.. Esso contempla l'impugnazione della delibera presa con il voto determinante dell'amministratore interessato, ovvero in violazione della procedura di trasparenza e dell'obbligo di adeguata motivazione solo:

- (a) su iniziativa dell'organo di controllo o degli amministratori che (in caso di previa informazione sull'interesse) non abbiano espresso voto favorevole. Pertanto, a differenza del rimedio generale *ex art. 2388 c.c.*, l'impugnazione non può essere proposta dall'amministratore che per ventura si sia ravveduto sulla propria scelta di voto, né dal socio neanche se direttamente pregiudicato, finendo per tutelare le minoranze solo in via mediata ed indiretta; e
- (b) qualora possa recare danno alla società; si è perciò lasciata in ogni caso priva di sanzione reale la violazione di natura meramente procedurale.

Alla luce delle considerazioni che precedono, emerge che il legislatore della riforma ha inteso rinunciare all'introduzione di forme di prevenzione volte a disincentivare lo sfruttamento del conflitto, per privilegiare al contrario – ancora di più di quanto non fosse già in vigore della trascorsa disciplina²⁴⁴ – le sole

²⁴² Ipotesi esemplificative sono la negazione del diritto di recesso, la scorretta applicazione dei criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso, immotivata o scorretta esclusione del diritto di opzione in caso di aumento autorizzato; cfr. PERRINO (2006), p. 653.

²⁴³ *Ibid.* Precedentemente la riforma mancava una disposizione che contemplasse l'impugnazione delle delibere consiliari al di fuori dell'ipotesi di conflitto di interessi. Tuttavia a partire dagli anni '80 una parte della dottrina e della giurisprudenza sostenne l'impugnabilità delle deliberazioni del consiglio prese in violazione della legge o dello statuto, ritenendo applicabili in via analogica gli artt. 2377 e 2379 c.c. in materia di invalidità delle delibere assembleari. La riforma ha dunque sostanzialmente recepito i risultati cui erano giunti dottrina e giurisprudenza più recenti. Sull'invalidità delle delibere consiliari v. BONELLI (2004), p. 118 ss.

²⁴⁴ L'insufficiente utilizzo nel precedente regime di strumenti di prevenzione del conflitto di interessi degli amministratori è la condivisibile tesi portante nel saggio di ENRIQUES (2000-I).

tecniche di repressione *ex post* degli abusi. Una tale decisione di politica legislativa appare senza dubbio in contrasto con le raccomandazioni OCSE e ci discosta dall'approccio seguito dagli altri ordinamenti aperti al mercato.

Si richiama, infine, che l'eventuale annullamento della delibera consigliare viziata comporterà l'annullamento del negozio stipulato in esecuzione della stessa solo laddove l'attore sia in grado di dare dimostrazione della malafede del terzo (v. art. 2391, co. 3). La norma, dettata per tutelare l'affidamento dei terzi e della sicurezza dei traffici, riduce ulteriormente l'ambito di applicazione della tutela reale. Qualora invece l'operazione sia conclusa dall'amministratore unico o delegato senza previa delibera del consiglio la giurisprudenza e la prevalente dottrina (formatasi ante riforma del 2003) ritengono applicabili le norme generali stabilite agli artt. 1394-1395. La società potrà pertanto richiedere l'annullamento dimostrando che il conflitto era "*conosciuto o conoscibile al terzo*".²⁴⁵

4.5 *L'impugnazione per abuso di potere da parte della maggioranza*

Tra le regole di invalidità bisogna poi menzionare l'"abuso di potere" ad opera della maggioranza, istituto di conio dottrinale, ma applicato da tempo anche da parte della giurisprudenza per determinare l'annullamento delle delibere assembleari²⁴⁶. In particolare, secondo detta teoria, la delibera di un'assemblea può essere annullata in presenza di un intento fraudolento da parte dei soci di controllo preordinato al solo perseguimento di fini extra-sociali o volutamente lesivi degli interessi di altri soci, e se la delibera è priva di una legittima giustificazione causale²⁴⁷.

La verifica della sussistenza del vizio passa per un'analisi degli interessi in gioco che è più ricca rispetto a quella tipica dell'istituto del conflitto ex art. 2373 c.c., in quanto non riguarda solo gli interessi della società e della generalità degli azionisti, ma si specifica in una contrapposizione a tre, che vede protagonista

²⁴⁵ Cfr. BONELLI (2004), p. 84 ss., con ampia bibliografia.

²⁴⁶ Cfr. SANTORO (2007), p. 400 ss., con numerosi riferimenti giurisprudenziali.

²⁴⁷ L'istituto è stato elaborato applicando al campo del diritto societario istituti desunti dal diritto pubblico, quali l'eccesso o lo sviamento di potere, ovvero dalla disciplina generale dei contratti e particolarmente dalle regole di correttezza e buona fede (art. 1375 c.c.), come anche il motivo illecito o ancora dai principi generali, quali il divieto di abuso del diritto; cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (2006), p. 162-163; D'ANGELO (2005), p. 110, con indicazioni giurisprudenziali; SIMONETTI (2000), p. 491 ss. Rileva TONELLO (1999), p. 289, che l'applicazione analogica della figura dell'eccesso di potere al campo societario era coerente con quella ricostruzione della società come persona giuridica secondo le teorie istituzionalistiche; con la decisione con cui la Cassazione ha ricondotto l'istituto dell'abuso della maggioranza all'art. 1375 c.c. e dunque al principio della buona fede contrattuale (Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in Giur. comm., 1996, II, p. 329) la giurisprudenza ha riabilitato la concezione contrattuale del fenomeno societario.

anche la minoranza²⁴⁸. L'abuso di potere è dunque volto a reprimere comportamenti vessatori da parte della maggioranza nei confronti della minoranza, anche in ipotesi in cui l'interesse sociale non venga direttamente pregiudicato²⁴⁹.

L'istituto, in altre parole, nasce dall'esigenza di rimediare all'appiattimento dell'interesse sociale su quello incarnato dal gruppo di controllo (tipico del nostro regime) e di riconoscere, come è opportuno in assetti proprietari concentrati, la contrapposizione tra azionisti di maggioranza e di minoranza. Da un punto di vista pratico, la difficoltà di rendere operativo un tale strumento di tutela delle minoranze dipende dall'applicazione rigorosamente restrittiva effettuata dalla giurisprudenza, che si è trovata ad applicare una figura priva di un referente normativo *ad hoc*, con il timore di generare forme di ingerenza nell'attività aziendale²⁵⁰.

Il rigore della giurisprudenza è nel caricare l'attore dell'onere di provare sia la non conformità della delibera all'interesse sociale, che la sussistenza dell'intento fraudolento della maggioranza²⁵¹. Pertanto, si registra di fatto una notevole difficoltà ad ottenere un accertamento dell'abuso ed un ristoro in favore del socio danneggiato²⁵².

Un migliore sistema di *governance* del nostro paese dovrebbe invece passare per un riconoscimento della centralità dell'istituto ai fini di un corretto spiegarsi delle dinamiche endosocietarie, in quanto numerose sono le ipotesi in cui il perseguimento di un interesse extrasociale si sottrae ad una disciplina specifica che ne riconosca espressamente l'illegittimità²⁵³. Con la riforma delle società si sarebbe potuto consentire un cambiamento in termini di maggiore apertura per questa forma di tutela delle minoranze²⁵⁴. Al contrario, in linea con il

²⁴⁸ Sulla differenza tra la fattispecie di cui all'art. 2373 c.c. e l'abuso della maggioranza, cfr. più ampiamente SIMONETTI (2000), p. 484 ss.

²⁴⁹ Cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (2006), p. 162.

²⁵⁰ Cfr. SANTORO (2007), p. 400.

²⁵¹ Cfr. Cass., 21 dicembre 1994, n. 11017; Cass., 5 maggio 1995, n. 4923 (in Soc., 1995, p. 1548); Cass. 11 giugno 2003, n. 9353 (in Soc., 2004, p. 188). Talune pronunce avevano tentato di alleggerire l'onere probatorio attraverso presunzioni, sulla scorta di indici gravi e manifesti delle reali intenzioni della maggioranza; permangono tuttavia notevoli difficoltà; cfr. riferimenti giurisprudenziali e bibliografici in MALAVASI (2004), p. 192 e nt. 21.

²⁵² Si registrano infatti un numero estremamente ridotto di pronunce che hanno rilevato nel caso concreto la sussistenza dell'abuso e ciò soprattutto in ragione dell'insufficienza della prova fornita dall'attore; cfr. SIMONETTI (2000), p. 479. Le ipotesi casistiche più frequenti sono l'ingiustificato aumento di capitale sociale, l'arbitrario scioglimento anticipato della società per estromettere il socio non gradito. In dottrina si indicano anche la fusione con sottovalutazione dei conferimenti, le ripetute deliberazioni assembleari di non distribuzione dei dividendi, l'azzeramento e la successiva ricostituzione del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione; cfr. SANTORO (2007), pp. 403-404.

²⁵³ Cfr. SIMONETTI (2000), p. 489.

²⁵⁴ Il legislatore avrebbe potuto, per esempio, prevedere come causa di impugnabilità della deliberazione assembleare l'eccesso di potere (cfr. su questo profilo PREITE (1993), p. 45 ss.) e/o codificare in modo

generale sfavore per i rimedi reali, il legislatore ha perso anche in quella sede un'occasione di codificare questo tipo di vizio²⁵⁵.

4.6 *La denuncia al Tribunale ex art. 2409 c.c.*

Anche l'istituto della denuncia al Tribunale ex art. 2409 c.c.²⁵⁶, il cui esercizio spetta come è noto alla minoranza qualificata, all'organo di controllo nonché per le società aperte al pubblico ministero, sembra essere stata sostanzialmente ridimensionata, essendo oggi azionabile solo in presenza di gravi irregolarità degli amministratori (e non più dei sindaci) nella "gestione" (e non più genericamente nell'adempimento dei propri doveri) e solo qualora possano "arrecare danno alla società o a una o più società controllate" (il requisito della potenzialità del danno era in precedenza assente)²⁵⁷.

Al contrario, favorevole alle minoranze è la novità di aver esteso il potere di iniziativa all'organo di controllo, sollecitazione che oggi può intervenire in via diretta e senza l'intermediazione del pubblico ministero, come era invece in passato, e la riduzione delle percentuali di minoranze qualificate. La regola è tuttavia pressoché neutralizzata dalla bislacca previsione che garantisce ai soci di maggioranza di interrompere il procedimento con la tempestiva sostituzione degli amministratori ed eventualmente dei sindaci, dunque apparentemente anche quelli denunzianti²⁵⁸. Si noti che la norma non indica le modalità e gli effetti di una tale

compiuto una norma di correttezza come principio regolatore dei rapporti endosocietari (cfr. MUSCOLO (2003), p. 537).

²⁵⁵ Tuttavia, nulla impedisce che l'istituto continui a trovare applicazione in sede interpretativa come sinora occorso, cfr. D'ANGELO (2005), p. 112 secondo cui persiste anche dopo la riforma e nonostante la loro mancata codificazione l'applicabilità ai rapporti sociali delle regole di correttezza e buona fede sinora riconosciute in giurisprudenza.

²⁵⁶ Sulle origini dell'istituto v. PATRONI GRIFFI (2001).

²⁵⁷ Cfr. CASSOTTANA (2003), p. 154, secondo cui il requisito del danno rappresenta una significativa restrizione alla tutela della corretta gestione, in quanto: (i) bisognerà ora effettuare un accertamento in concreto delle conseguenze dannose per la società che deriverebbero dalle gravi irregolarità, e (ii) il mezzo rischia di essere inutilizzabile in presenza di violazioni anche gravi di buona fede o di parità di trattamento e perpetrate ai danni delle sole minoranze, nella neutralità dell'interesse sociale; per NAZZICONE (2003), p. 152 ss. la nuova formulazione non ha modificato i presupposti essenziali del procedimento, ossia le violazioni di legge o di statuto; l'Autore ritiene invece innovativa la rilevanza della condotta anche nei confronti delle controllate. Sull'istituto come innovato a seguito della riforma cfr. anche RIVOLTA (2005), p. 751, che – pur criticando la formulazione del novellato art. 2409, considera le innovazioni introdotte meno rilevanti se la giurisprudenza darà alla norma un'interpretazione elastica, che riconosca rilevanza al danno patrimoniale indiretto da pregiudizio alla reputazione o all'immagine.

²⁵⁸ Per RIVOLTA (2005), pp. 761 e 764, il quale osserva l'illogicità di una norma che sembra rendere possibile la sostituzione dei sindaci denunzianti e ne auspica una rimediazione. In ogni caso, osserva SEGATO (2006), pp. 402-403, la giurisprudenza ha stabilito che il tribunale non può sospendere le prerogative dell'assemblea e pertanto, anche in caso di nomina di un amministratore giudiziario, l'assemblea può comunque esercitare tutti i poteri che le spettano e che non siano incompatibili con detta nomina, incluso a titolo esemplificativo la liquidazione anticipata della società volta a bloccare il procedimento; *contra* Trib. Lecce 6 maggio 1993, cit.

sostituzione, lasciando l'interprete di fronte a gravi incertezze. Per le società quotate, si riconosce anche alla Consob il potere di denunciare fatti al tribunale in occasione di gravi irregolarità ai sensi dell'art. 152 del TUF.

4.7 Azione sociale di responsabilità esercitata da parte delle minoranze e su proposta dal collegio sindacale

In materia di azione di responsabilità a carico degli amministratori, con l'art. 2393-*bis* c.c. introdotto dalla riforma si è riconosciuto anche per le società non quotate il diritto delle minoranze qualificate ad esercitare, in nome proprio e per conto della società, l'azione sociale, che in passato era riservata alla maggioranza dell'assemblea e dunque, contraddittoriamente, proprio al socio o ai soci di controllo di cui gli amministratori sono espressione (v. art. 2393 c.c.)²⁵⁹. Per le società quotate, la legittimazione delle minoranze qualificate era stata introdotta già nel 1998 con la legge Draghi, ma sinora mai esercitata.²⁶⁰ A differenza che nella configurazione prevista nel TUF l'azione di responsabilità contemplata nel codice civile riconosce alla minoranza attrice la facoltà di transigere o rinunciare alla lite ed ogni corrispettivo così ottenuto dovrà andare a vantaggio della società²⁶¹.

A differenza che in altre esperienze giuridiche tanto di *common law* che di *civil law*, in Italia la legittimazione a promuovere l'azione non è riconosciuta al socio *uti singuli*, bensì agli azionisti che rappresentino una percentuale del

da WEIGMANN (2001), p. 56, secondo cui la deliberazione della liquidazione non sarebbe sufficiente (lo sarebbe tuttavia la trasformazione in società di persone).

²⁵⁹ Sull'istituto dell'azione sociale di responsabilità esercitata dai soci di minoranza, v. BONELLI (2004), p. 199 ss.; MATERA (2005); DALMOTTO (2004); SAMBUCCI (2004). La norma è stata introdotta a fronte della delega ex art. 4, comma 2, lett. a), n. 2, legge-delega 3 ottobre 2001, n. 366, che prescriveva al Governo di "consentire l'azione sociale di responsabilità da parte di una minoranza dei soci". La soluzione codicistica precedente la riforma si è rivelata - come prevedibile - assai infelice, in quanto ha contribuito a creare una situazione di sostanziale immunità dell'organo di amministrazione. Né a migliorare la situazione in termini di tutela dei soci di minoranza poteva soccorrere l'azione individuale di cui all'art. 2395 c.c., in ragione del ristretto campo applicativo della stessa che comprende i solo danni c.d. diretti, ossia che ricadono in via immediata sul patrimonio del socio, e non come riflesso della perdita del patrimonio comune (c.d. danni indiretti, reintegrabili esclusivamente con l'esercizio dell'azione sociale). Tale *summa divisio* è oggi, peraltro, messa in discussione dalla circostanza che all'art. 2497 introdotto con la riforma in materia di direzione e coordinamento delle società riconosce al socio il diritto al risarcimento del "pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale"; cfr. GIORGIANNI (2006), pp. 116-117 e NIGRO (2006), pp. 51-52.

²⁶⁰ Cfr. art. 129 del TUF, ora abrogato, disposizione che il legislatore della riforma ha preso a modello nel redigere l'art. 2393-*bis*. Sull'articolo 129 TUF la bibliografia è molto ampia, cfr. OPPO (1998); MAVIGLIA (1998); BONELLI (1998); PICCIAU (1999); LIBONATI (2001); ANGELICI (1998).

²⁶¹ Su questi profili cfr. SAMBUCCI (2004), p. 100 ss. e p. 119 ss., che evidenzia come la norma potrebbe essere utilizzata in modo spregiudicato dalle maggioranze per mettere al riparo amministratori da essa stessa eletti da future azioni di responsabilità (c.d. esercizio improprio dell'azione sociale).

capitale sociale²⁶², ed in ciò il nostro istituto si differenzia dalla *derivative action* auspicata dall'OCSE, che è invece azione sociale individuale. Peraltro, i quorum stabiliti dal legislatore italiano risultano alquanto elevati, a testimoniare la volontà di indirizzare l'istituto agli investitori istituzionali, senza coinvolgere i risparmiatori e l'azionariato diffuso²⁶³.

Una scelta di tal fatta è comunemente motivata con l'esigenza di evitare le mere azioni di disturbo o strumentali o ricattatorie. Tuttavia, come emerge dalle riflessioni che stanno maturando in seno all'ordinamento statunitense, tali effetti - senza dubbio estremamente problematici - possono in realtà essere risolti attraverso una serie di soluzioni alternative e più moderate rispetto alla semplice cancellazione dell'azione. Ciò in quanto i vantaggi in termini di deterrenza che una *derivative action* comporta nei confronti degli amministratori è ritenuta dal legislatore americano di entità tale da non poter essere sottovalutata, particolarmente con riferimento alle ipotesi di abuso più significative, ossia quelle derivanti dalla violazione del dovere di lealtà. Al contrario, in Italia si è preferito considerare in via prevalente i possibili inconvenienti della *derivative action* rispetto ai possibili benefici ed introdurre quorum per l'esercizio dell'azione particolarmente elevati. Questa scelta finirà prevedibilmente per rendere l'azione di responsabilità un rimedio di difficile esercizio per almeno due ordini di ragioni.

Innanzitutto, nel contesto italiano gli investitori istituzionali non sono allo stato nella posizione di poter di svolgere un ruolo di monitoraggio che soddisfi interessi coerenti a quelli dell'azionariato diffuso. Come si è detto, infatti, la circostanza che essi siano da un lato massicciamente controllati da gruppi bancari che finanziano le imprese e dall'altro fiduciari degli investitori di cui curano le gestioni rende la loro condotta strutturalmente viziata dal conflitto di interessi. L'esercizio dell'azione sociale di responsabilità da parte degli investitori istituzionali difficilmente potrebbe condurre a risultati in linea con gli interessi della generalità degli azionisti. Fa sperare per un cambiamento in senso

²⁶² La percentuale è pari ad un quinto o a quella diversa stabilita dallo statuto, in ogni caso non superiore ad un terzo. Per le società che fanno ricorso al mercato dei capitali essa è pari ad un quarantesimo (prima della legge sulla riforma del risparmio la misura era di un ventesimo) o alla minore percentuale prevista dallo statuto. Si noti come il riferimento al capitale sociale comporta l'inclusione nel computo delle percentuali delle azioni con voto limitato o prive del voto. Come osserva VISENTINI (2006-II), pp. 356-358, la soluzione è coerente con la circostanza che è l'azionista a sopportare il danno, anche quando l'azione sia priva di voto; tuttavia, la disposizione non si coordina con il fatto che la percentuale che può opporsi in assemblea alla rinuncia o alla transazione è di azioni con diritto di voto; infine la riduzione della percentuale per le società aperte dal ventesimo al quarantesimo non è riflessa nella disciplina della transazione.

²⁶³ La percentuale per le società aperte è stata opportunamente abbassata con la legge sul risparmio (2,5%). Sul medesimo solco del nostro ordinamento si pongono (ma, quanto meno con riferimento alle società non quotate, con quorum più bassi del nostro) quello spagnolo (5%) e belga (1%). Seguono il modello della legittimazione individuale l'ordinamento francese, britannico e, come si è detto, statunitense. Nell'esperienza tedesca, l'azione deve passare in ogni caso per l'organo di gestione, vincolato ad esercitarla ove ciò sia richiesto da tanti soci che rappresentano almeno l'1% del capitale sociale e ne siano stati titolari per i tre mesi precedenti l'assemblea. Per uno studio comparato sull'azione sociale delle minoranze v. MATERA (2005), p. 141 ss.; v. anche *IOSCO Report on Board Independence of Listed Companies*, marzo 2007.

favorevole ad un maggior esercizio dei diritti di *voice* la crescente partecipazione al capitale di società italiane di investitori istituzionali stranieri.

In ogni caso, nel nostro ordinamento l'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze resta di difficile esercizio nella pratica per tutta una serie di ragioni che sono emerse nella vigenza dell'istituto per le società quotate e che il legislatore della riforma non affronta. Come evidenziato da tempo dalla dottrina, hanno favorito l'insuccesso dell'istituto la difficoltà di aggregare una minoranza qualificata particolarmente elevata, la mancanza di una prassi assicurativa che rendesse concreta la possibilità di ottenere un risarcimento dagli amministratori²⁶⁴, la circostanza che, sebbene i benefici derivanti dalla reintegrazione del patrimonio sono goduti dalla società, le spese del procedimento sono anticipate dai soli soci che esercitano l'azione (salvo eventuale rimborso in caso di esito vittorioso della causa), la mancanza di studi legali che operino “*on contingent basis*”, ossia di tutta una serie di istituti e di prassi tipiche degli ordinamenti angloamericani, ma pressoché assenti nel nostro²⁶⁵.

Il legislatore della riforma non sembra aver fatto alcunché per risolvere questi ostacoli, pur ben evidenziatesi nel corso di questi anni con riferimento alle società quotate. Soprattutto, gli interventi legislativi degli ultimi anni hanno mancato di introdurre incentivi di tipo processuale e/o sostanziale all'esercizio dell'azione e all'aggregazione dei risparmiatori, che permettessero – se non di superare quanto meno – di ridurre gli effetti dell'apatia razionale dei soci. A tale fine, si sarebbe ad esempio potuto introdurre un meccanismo di anticipazione delle spese a carico della società, magari subordinato ad un accertamento sommario della fondatezza dell'azione²⁶⁶.

Dunque, allo stato, la disciplina dell'azione sociale di responsabilità sociale è destinata a rappresentare un istituto sulla carta, di cui non si può non prevedere nuovamente l'insuccesso.

²⁶⁴ Si è detto tuttavia come un uso eccessivamente esteso delle assicurazioni professionali avrebbe l'effetto di ostacolare la deterrenza; un uso ampio dello strumento assicurativo rende allora opportuna l'introduzione di presidi che valgano a far ricadere almeno parzialmente il risarcimento del danno sul patrimonio dell'amministratore responsabile; v. *supra*.

²⁶⁵ Cfr. BONELLI (2004); FERRARINI (2004), p. 417; FERRARINI, GIUDICI (2005), p. 597; SEGATO (2006), p. 398 ss. che elenca tra gli ostacoli al funzionamento in Italia del rimedio la mancanza di strumenti processuali confrontabili alla “*discovery*” angloamericana, che rende impossibile o estremamente arduo per le minoranze soddisfare gli oneri probatori posti a loro carico, considerata la situazione di asimmetria informativa in cui versano; v. anche sulla *discovery* FERRARINI, GIUDICI (2006), p. 597 ss., secondo i quali il problema dell'asimmetria informativa sarà probabilmente mitigato dalla presenza di amministratori nominati dalla minoranza, in quanto tali soggetti hanno accesso ad informazioni che potrebbero essere utilizzate per esercitare un'azione di responsabilità, anche potenzialmente in modo distorto; VENTORUZZO (2006), p. 41 ss. che evidenzia come tra le difficoltà che si oppongono al successo dell'istituto vi è anche la circostanza che la durata media dei processi civili in Italia è quasi doppia rispetto alla media europea.

²⁶⁶ La proposta è di MATERA (2005), pp. 121-122.

Un'importante novità introdotta nel 2005 con la legge sulla riforma del risparmio è la legittimazione a deliberare l'azione sociale di responsabilità *ex art.* 2393 c.c. in favore dell'organo di controllo, con maggioranza dei due terzi. La disposizione, che si ispira ad una proposta avanzata da autorevole dottrina nel corso del dibattito precedente la riforma delle società che suggeriva l'attribuzione di una legittimazione ad agire da parte del collegio sindacale²⁶⁷, ha il pregio di superare i problemi di inerzia dell'azionariato, sia in ragione del fatto che non vi sarebbe più necessità di aggregare un quorum e sia in quanto si supererebbe il problema dell'anticipazione delle spese processuali.

Tuttavia, la norma va coordinata con l'art. 148, co. 2, TUF che permette alle minoranze di nominare un sindaco su tre. Pertanto, sebbene essa rappresenti un'innovazione per molti aspetti significativa, è prevedibile che verrà scarsamente utilizzata, considerato che per deliberare l'esercizio dell'azione sarà in ogni caso necessario raggiungere una maggioranza in seno all'organo di controllo, che presuppone l'accordo dei membri espressione del gruppo di comando. Pertanto anche questa novità introdotta dalla riforma è destinata presumibilmente a rimanere uno strumento di corporate governance meramente sulla carta.

5. *Il conflitto di interessi nei rapporti infragruppo*

5.1 *Gruppi, piramidi ed operazioni tra parti correlate: la tutela degli azionisti esterni*

Nel gruppo il conflitto di interesse si presenta in tutta la sua drammaticità, come fenomeno strutturale²⁶⁸. Ciò in quanto l'interesse dell'azionista di comando è legato alla performance complessiva, mentre quello dei soci di minoranza (e più in generale degli *stakeholders*) alla valorizzazione dell'investimento nella singola società. Evidentemente i due obiettivi possono divergere ed il potere di cui il socio di controllo è detentore può essere facilmente utilizzato per perpetrare lesioni

²⁶⁷ Cfr. JEAGER, MARCHETTI (1997).

²⁶⁸ Come osserva BIN (1993), p. 879, la disciplina codicistica del conflitto di interessi degli amministratori è "palesamente immaginata per ipotesi di singoli conflitti episodici e accidentali, mentre nei gruppi esiste per definizione un potenziale conflitto tra l'interesse (extrasociale) del gruppo e l'interesse sociale (delle singole società), sicché il conflitto d'interesse è sistematico, congenito, stabilmente insito nel modello organizzativo prescelto."

all'affidamento che gli azionisti di minoranza ripongono sulla corretta gestione sociale²⁶⁹.

D'altra parte, negare *in toto* la possibilità di perseguire politiche di insieme impedirebbe al gruppo di esistere e agli azionisti tutti, inclusi quelli di minoranza, della possibilità di poter beneficiare degli effetti. Il gruppo può rappresentare, infatti, una forma efficiente di gestione dell'impresa in quanto permette la diversificazione dei rischi, lo sfruttamento di sinergie e l'instaurazione di rapporti stabili di fiducia. Esso inoltre favorisce investimenti specifici di lungo periodo, altrimenti ostacolati dalla presenza di asimmetrie informative e razionalità limitata. Si configura in questo contesto un *trade-off* tra l'esigenza di tutela degli azionisti esterni e l'opportunità di garantire una certa flessibilità nella direzione unitaria di una pluralità di imprese²⁷⁰.

Come si è già sottolineato, nella realtà italiana il problema è aggravato dall'ampio utilizzo di gruppi piramidali, intrecci azionari e patti parasociali come strumenti per separare la proprietà dal controllo e favorire il finanziamento dell'impresa. Questo peculiare assetto proprietario delle nostre società quotate consente all'azionista principale da un lato di mantenere una posizione di controllo non contendibile e dall'altro di esercitare un potere di gestione su un patrimonio moltiplicato rispetto ai mezzi propri investiti²⁷¹. L'insieme di queste due circostanze rende particolarmente elevato il rischio di comportamenti opportunistici e di estrazione abusiva di rendite, in quanto né i soci di controllo,

²⁶⁹ Il conflitto di interessi è considerato per questa ragione il problema cruciale dei gruppi di società; cfr. SCOGNAMIGLIO (2003), p. 189.

²⁷⁰ Cfr. ENRIQUES (1997), pp. 699 e 706; BIANCHI, CASAVOLA (1996).

²⁷¹ Evidentemente l'effetto della separazione tra proprietà e controllo è tanto più forte quando più la catena di controllo del gruppo piramidale si allunga ed in essa partecipino società a loro volta quotate. La Consob ha recentemente rilevato che il mercato italiano ha subito una progressiva attenuazione del fenomeno dell'utilizzo del gruppo piramidale per separare proprietà e controllo. In particolare, secondo la Consob a fine 2006 il gruppo piramidale assume una rilevanza specifica solo per 16 società (quelle per cui la separazione tra proprietà e controllo è superiore a quella ottenibile attraverso l'emissione di azioni senza voto in assemblea ordinaria), che rappresentano complessivamente circa il 10% della capitalizzazione complessiva del mercato. Il fenomeno secondo la Consob ha raggiunto livelli sostanzialmente analoghi a quelli degli altri paesi europei che presentano caratteristiche simili a quelle del mercato italiano in termini di struttura del sistema finanziario e di sistemi di governo societario. La Consob spiega il risultato con le pressioni svolte dall'entrata sul mercato finanziario italiano di investitori esteri che hanno spinto affinché intervenisse una semplificazione delle strutture di controllo (cfr. i dati forniti dal vice direttore generale della Consob Antonio Rosati nel corso dell'Audizione di fronte al Senato relativa al disegno di legge n. 1624 "*Delega del Governo in materia di controllo delle società quotate e di contrasto al fenomeno delle cosiddette scatole cinesi*" del 25 ottobre 2007; conferme empiriche sul ridotto uso delle piramidi anche in BIANCHI, BIANCO (2006), p. 13 ss.). A diverse conclusioni è giunta invece la Commissione Europea, secondo la quale il mercato italiano registra un uso dei gruppi piramidali superiore ad altri paesi con condizioni finanziarie simili. La divergenza dipende dal diverso concetto di gruppo piramidale, in quanto la Consob limita le sue considerazioni a quelli con almeno due società quotate, perché è con riferimento specifico a tali gruppi che si verifica un fenomeno di separazione tra proprietà e controllo, mentre la Commissione utilizza una definizione di "piramide" più ampia. Sembrerebbe allora potersi concludere che allo stato si stia assistendo ad una riduzione dell'utilizzo delle scatole cinesi per separare proprietà e controllo, ma che comunque la struttura del gruppo verticale continui ad essere estremamente diffusa nel nostro paese. Sarà forse perché la normativa italiana permette di utilizzare il gruppo come strumento per estrarre benefici privati del controllo e rendere non contendibili le imprese?

né quelli esterni hanno i necessari incentivi alla massimizzazione del reddito di tutti i soggetti interessati²⁷².

Per questo motivo è ragionevole attendersi che il diritto delle società preveda soluzioni di sintesi, che contemperino l'esigenza di evitare eccessivi vincoli che possano compromettere il normale funzionamento dei gruppi, con quella di garantire alle minoranze – o comunque ai soci esterni – effettive forme di tutela contro possibili abusi da parte degli azionisti in grado di esercitare la direzione unitaria. In assenza di queste tutele, l'investimento da parte di soci esterni nel gruppo diventerebbe antieconomico e ciò impedirebbe la raccolta delle risorse finanziarie e la loro allocazione in investimenti efficienti che tipicamente occorre nelle moderne economie capitalistiche. A questi fini, si rileva la necessità di introdurre una regolamentazione efficace del conflitto di interessi e particolarmente delle operazioni infragruppo, in modo da permettere la formazione di sinergie ed economie di scala e di scopo, ma contemporaneamente prevenire e sanzionare l'estrazione di benefici privati del controllo.

5.2 Le raccomandazioni OCSE sul conflitto di interessi nell'ambito delle dinamiche dei gruppi: (i) dovere di lealtà esclusivamente nei confronti della società; (ii) le operazioni con parti correlate

(i) Dovere di lealtà esclusivamente nei confronti della società. Si è detto come in materia di responsabilità degli amministratori i Principi OCSE raccomandano che i membri del board agiscano sempre in modo informato, in buona fede, conformandosi ai doveri fiduciari di lealtà, diligenza e correttezza e nel miglior interesse della società e degli azionisti. A specificazione dei suddetti obblighi, i Principi sottolineano l'importanza che il dovere di lealtà sia correttamente formulato anche quando il board operi in una struttura di gruppo. Anche laddove una società sia soggetta al controllo di un'altra la lealtà dei membri del consiglio è fedeltà nei confronti di tutti gli azionisti e giammai nei confronti della controllante.²⁷³

Il tema è ulteriormente trattato nel contesto della tutela delle minoranze azionarie. In questo ambito, l'OCSE evidenzia il pericolo che in paesi dove è diffusa l'utilizzazione di strutture di gruppo il dovere di lealtà possa essere

²⁷² Su questi profili, si vedano per tutti ROSSI, STABILINI (2003), p. 29 ss.; BARCA (1996) ed ENRIQUES (1997), p. 705 ss. Questi profili di criticità sono riconosciuti anche a livello comunitario; cfr. Cap. I, par. 4.3.3 del *Report of the High Level Group of Company Experts on the Issues Related to Takeover Bids*, disponibile su www.europa.eu.in.

²⁷³ Cfr. annotazione al Principio V.A, p. 59.

interpretato in modo ambiguo, sino a significare fedeltà nei confronti dell'intero raggruppamento. L'OCSE valuta negativamente questo tipo di approccio e prende atto che in alcuni ordinamenti sono in atto modifiche della normativa volte a rimediare gli effetti negativi di una tale ricostruzione. In particolare, talune discipline specificano che l'operazione occorsa in favore di una società del gruppo è legittima fintantoché gli effetti negativi della stessa siano neutralizzati dal ricevere corrispondenti benefici da altre società del gruppo²⁷⁴. L'OCSE sembra dunque, seppur molto cautamente, riconoscere uno spazio alla teoria dei vantaggi compensativi. Si tratta evidentemente di una formulazione della teoria che si basa su criteri di giudizio alquanto stringenti e che perviene ad una lettura per così dire "atomistica" della fattispecie del conflitto di interessi infragruppo. Si richiede infatti che il danno sofferto dall'una società sia esattamente compensato da un vantaggio contestualmente maturato nell'ambito del gruppo.

Nella Metodologia si conferma lo scetticismo con cui l'OCSE guarda a qualsiasi formulazione del dovere di lealtà che possa discostarsi dal perseguimento esclusivo dell'interesse della specifica società che l'amministratore gestisce. Si dice, infatti, a tale riguardo che questo tipo di soluzioni compensative necessitano di essere valutate con estrema attenzione, considerata la loro recente introduzione, nonché il rischio che possano essere interpretate in sede giudiziaria in modo da limitare il pieno spiegamento dei doveri fiduciari e conseguentemente impedire la tutela delle minoranze azionarie²⁷⁵.

Da ultimo, l'OCSE precisa inoltre che l'azione nell'interesse della società dovrebbe impedire all'amministratore "*to become entrenched*" (cfr. princ. VI.A)²⁷⁶;

(ii) Operazioni con parti correlate. L'OCSE riconosce la particolare problematicità di queste transazioni, particolarmente in contesti di proprietà concentrata, in quanto rappresentano uno degli strumenti tipici di espropriazione delle minoranze. Una vigilanza sulle operazioni con parti correlate al fine di garantirne la congruità rappresenta dunque uno dei principali obiettivi a cui dovrebbero tendere le regole di governo societario laddove sia presente un azionista di comando.

A tal fine, i principi indicano l'opportunità che la competenza a valutare operazioni di tal fatta sia affidata a soggetti in grado di svolgere un giudizio obiettivo, quali gli amministratori indipendenti²⁷⁷, eventualmente organizzati in

²⁷⁴ Cfr. annotazione al Principio II.A.2, p. 49.

²⁷⁵ Cfr. metodologia, par. 136, p. 39.

²⁷⁶ Nella Metodologia il principio VI.A è considerato come il più importante dell'intero set di standard.

²⁷⁷ Cfr. par. 110 della Metodologia, p. 32.

comitati interni (cfr. princ. VI.D.6)²⁷⁸, ovvero l'assemblea degli azionisti²⁷⁹. Il cuore della disciplina delle operazioni con parti correlate va dunque rintracciata nel procedimento con cui esse vengono decise ed approvate, oltre che nelle responsabilità del *board*.

La materia si sovrappone a quella più generale dei doveri di lealtà degli amministratori, costituendone una specificazione²⁸⁰. Tuttavia, in presenza di un socio di comando, il ruolo del board e dei comitati interni nel vigilare sulla congruità delle operazioni, sebbene importante, potrebbe non essere sufficiente a tutelare gli investitori in quanto gli amministratori sono espressione delle maggioranze. In questi contesti, sarebbe utile prevedere ulteriori presidi volti a garantire la correttezza sostanziale delle transazioni²⁸¹.

L'OCSE raccomanda inoltre la previsione un regime di trasparenza delle operazioni più significative, sufficientemente ampio e dettagliato da permettere agli azionisti di minoranza di opporvisi prima del compimento; inoltre la definizione di parti correlate deve essere sufficientemente ampio (cfr. princ. V.A.5). In ogni caso, l'OCSE specifica che la trasparenza di per sé non è sufficiente a garantire un buon sistema di governance in quanto: *“The intent of the Principles (especially chapter III) is that such a vote should exclude interested shareholders and it would also be expected that interested board members would abstain from approving a transaction. Where there is simply a disclosure obligation and means of recourse are weak, the reviewer should be inclined to a judgement that the principle is either not or only partly implemented.”*²⁸²

5.3 La disciplina della direzione e coordinamento introdotta con la riforma

Sino a pochi anni fa, l'Italia era del tutto priva di una disciplina *ad hoc* dedicata al fenomeno del gruppo²⁸³.

Con la riforma delle società, il legislatore ha per la prima volta introdotto agli artt. 2497 e ss. c.c. una sezione dedicata all'attività di “direzione e coordinamento di società”²⁸⁴.

²⁷⁸ V. *supra*.

²⁷⁹ Cfr. par. 303 della Metodologia, p. 75.

²⁸⁰ Così il par. 301 della Metodologia, p. 74.

²⁸¹ Cfr. par. 304 della Metodologia, p. 75.

²⁸² Così il par. 303 della Metodologia, p. 75.

²⁸³ Cfr. STESURI (1999), p. 160, il quale sottolinea come sino alla fine degli anni '80 una disciplina dei gruppi di società era del tutto assente in Italia. Solo a partire dagli inizi degli anni '90 si è iniziato a disciplinare singoli profili dell'attività di gruppo, ad esempio con riferimento alla normativa tributaria, concorrenza e bilancio consolidato.

Da uno sguardo superficiale, essa potrebbe apparire una normativa posta a tutela delle minoranze contro l'indebita influenza del gruppo di controllo, in quanto garantisce al socio di agire contro il vertice del gruppo ogniqualvolta questi *“in violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale”*, abbia arrecato pregiudizio *“alla redditività ed al valore della partecipazione sociale”*; similmente, i creditori sociali possono esercitare l'azione a fronte di una lesione cagionata *“all'integrità del patrimonio sociale”*. Il codice prescrive inoltre disposizioni volte ad assicurare la trasparenza dell'attività di direzione e coordinamento.²⁸⁵ Si impone l'obbligo di motivazione delle decisioni da detta attività influenzate²⁸⁶, nonché la postergazione dei finanziamenti effettuati in favore di una controllata dalla società dominante o da altra società sottoposta alla direzione unitaria²⁸⁷.

Una più attenta lettura della norma evidenzia, invece, una disciplina che rischia di legittimare – anziché reprimere – comportamenti a danno dei soci esterni (e dei creditori).

Tralasciando la critica opportunamente sollevata da ampia parte della dottrina, per cui l'utilizzo così massiccio di clausole generali e locuzioni nuove e di difficile interpretazione renderanno gli esiti applicativi della disposizione assai incerti e assai difficoltoso soddisfare l'onere probatorio²⁸⁸, emerge innanzitutto che il regime di responsabilità previsto al comma 1 è applicabile solo alla *“società”* o all'*“ente”* posto al vertice del gruppo: ciò vuol dire che le persone fisiche detentrici in ultima istanza del comando saranno immuni da sanzione, o comunque potranno beneficiare della responsabilità limitata della società attraverso la quale esercitano la direzione.²⁸⁹ Né la norma trova applicazione nei

²⁸⁴ Ai sensi dell'art. 2497-*sexies* l'attività di direzione e coordinamento si presume, salvo prova contraria, sia esercitata dalla società o ente tenuto al consolidamento dei bilanci o che comunque eserciti un controllo ex art. 2359 c.c.; nonché se svolta sulla base di un contratto con le società medesime o di clausole statutarie. Un patto parasociale potrebbe dunque integrare gli estremi di una presunzione legale di attività di direzione e coordinamento ai sensi di detto articolo, in questo senso CARIELLO (2007), v. part. nt. 66, nonché p. 50 ss. (in cui si evidenzia l'esigenza di far riferimento ad un principio di effettività nel processo di ricostruzione della titolarità dell'attività di direzione e coordinamento).

²⁸⁵ Cfr. art. 2497-*bis*, co. 5, c.c.: *“gli amministratori devono indicare nella relazione sulla gestione i rapporti intercorsi con chi esercita l'attività di direzione e coordinamento e con le alter società che vi sono soggette, nonché l'effetto che tale attività ha avuto sull'esercizio dell'impresa sociale e sui suoi risultati”*.

²⁸⁶ Cfr. art. 2497-*ter* c.c.: *“Le decisioni delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento, quando da questa influenzate, debbono essere analiticamente motivate e recare puntualmente indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione (...)”*. Il tenore della norma farebbe propendere per un'interpretazione ampia, che include non solo le deliberazioni del cda, ma anche quelle dell'amministratore unico, di quello delegato e dell'assemblea dei soci; cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (2006), p. 425.

²⁸⁷ Cfr. art. 2497-*quinquies* c.c., che estende alla fattispecie la disciplina dell'art. 2467 c.c.

²⁸⁸ Cfr. *ex multis* VENTORUZZO (2004), p. 45, secondo cui l'ambiguità delle locuzioni utilizzate e la vaghezza della nozione di compensazione renderanno di fatto la regola scarsamente efficace ai fini della tutela delle minoranze.

²⁸⁹ In senso critico GUIZZI (2003), p. 208 ss.

confronti degli amministratori della società posta al vertice.²⁹⁰ Non è chiaro inoltre se debba considerarsi rilevante o meno l'esercizio congiunto dell'attività di direzione e coordinamento da parte di più enti, attraverso ad esempio la sottoscrizione di un patto di gestione²⁹¹. Tali problematiche sono in parte temperate dalla circostanza che i suddetti soggetti potrebbero comunque essere ritenuti responsabili ai sensi del comma 2 dell'art. 2497 qualora abbiano “*preso parte al fatto lesivo*” o “*nei limiti del vantaggio conseguito*” “*ne abbiano consapevolmente tratto beneficio*”²⁹². L'onere di dover provare le suddette circostanze ricade evidentemente sul socio o sul creditore che agiscano in giudizio²⁹³.

In ogni caso, l'aver limitato soggettivamente l'applicazione della normativa sulla direzione e coordinamento alle persone giuridiche comporta un ridimensionamento del grado di trasparenza circa la struttura del gruppo che viene a realizzarsi per effetto dell'art. 2497 bis c.c. Detta disposizione impone una pubblicità relativamente all'appartenenza al raggruppamento: la società sottoposta a direzione e coordinamento deve dare indicazione della società o ente a cui è soggetta: (i) negli atti e nella corrispondenza, e (ii) mediante iscrizione presso la sezione del registro delle imprese appositamente costituita. Per questa via la struttura complessiva del gruppo dovrebbe risultare più trasparente. Tuttavia, avendo escluso le persone fisiche dalla categoria dei soggetti che esercitano la direzione ed il coordinamento, i suddetti obblighi di informazione non saranno sufficientemente ampi da includere i beneficiari finali dell'attività, ossia le persone fisiche a cui da ultimo è imputabile l'attività di direzione e

²⁹⁰ Come osserva GIORGIANNI (2006), p. 111, in linea con le posizioni espresse anche da SACCHI (2003-II), p. 661 e ANGELICI (2003), p. 145 ss; il chiaro dettato della norma non consente di dubitare che tale lacuna non possa essere colmata estendendo alle s.p.a. l'applicazione dell'art. 2476, 7 co., cc.; *contra*, RESCIGNO (2003), p. 335.

²⁹¹ La problematica è più vasta, in quanto si collega anche ai dubbi interpretativi circa la possibilità di riconoscere la rilevanza del controllo congiunto e, in caso positivo, della difficoltà a stabilire i criteri di imputazione delle discipline di rilevanza del controllo congiunto, sul tema v. CARIELLO (2007), con ampie indicazioni bibliografiche, che propende per una soluzione favorevole alla configurabilità dell'attività congiunta di direzione e coordinamento (p. 37 ss.).

²⁹² Sul punto cfr. GIORGIANNI (2006), p. 111, secondo cui la disposizione è particolarmente rilevante alla luce della “normale” ingerenza che tali soggetti avranno nelle scelte gestionali della società soggetta a direzione e coordinamento. Tuttavia, ci si domanda come il socio di una società soggetta a direzione unitaria possa riuscire a provare il coinvolgimento del soggetto dominante non avendo neanche accesso ai libri sociali della società che esercita la direzione, dai quali tale coinvolgimento potrebbe emergere. ENRIQUES (2003), p. 250 ss., critica la disposizione per i suoi contorni eccessivamente vaghi; essa legittimerebbe anche l'infimo azionista a convenire in responsabilità gli amministratori della capogruppo, l'azionista al vertice, al limite persino il non azionista che in virtù ad esempio di rapporti familiari sia in grado di influenzare in modo decisivo la gestione del gruppo. A questa osservazione si può controbattere che il beneficio di preventiva escussione del patrimonio sociale e la difficoltà di dimostrare in giudizio l'ingerenza o la consapevolezza del vantaggio ottenuto rendono, purtroppo, particolarmente remoto l'effettivo riconoscimento di una responsabilità a carico di detti soggetti.

²⁹³ Si discute in dottrina se la responsabilità debba essere qualificata come extracontrattuale o contrattuale; prevale questa seconda interpretazione, cfr. PAVONE LA ROSA (2002); FIGÀ-TALAMANCA, GENOVESE (2004), p. 1204, i quali sottolineano che se la direzione ed il coordinamento si considerano svolte nell'adempimento di un dovere, si potrebbe ipotizzare una responsabilità anche per comportamenti omissivi.

coordinamento. Questa circostanza evidentemente delimita l'effettiva trasparenza e contrasta con le più stringenti raccomandazioni dell'OCSE.

Un ulteriore aspetto di criticità risiede nel fatto che ai sensi del terzo comma dell'art. 2497 a risarcire il danno sofferto dal socio e/o dal creditore è chiamata in prima battuta la società soggetta all'attività di direzione e coordinamento e solo laddove il socio o il creditore non siano pienamente soddisfatti, essi potranno agire contro il soggetto che esercita la direzione²⁹⁴. Non vi è chi non veda in questa soluzione una circolarità che comporta un ristoro inevitabilmente solo parziale del danno subito, oltre che un minor effetto di deterrenza a carico della società che esercita la direzione ed il coordinamento²⁹⁵.

Inoltre – e questo è il profilo di maggiore problematicità che presenta la disposizione – essa, a differenza di quanto esplicitamente prescritto dall'OCSE, incarna una teoria dei vantaggi compensativi assolutamente ambigua, in quanto nega la responsabilità del vertice non solo quando il danno sia “*integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette*”, ma anche quando risulti “*mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento*”. La disposizione sembra consentire una valutazione dell'interesse della società assoggettata alla direzione unitaria alla luce del più ampio contesto dei vantaggi di carattere *mediato e indiretto* complessivamente derivanti dall'appartenenza al gruppo, anche da ambiti diversi da quelli inerenti l'operazione pregiudizievole imposta dalla capogruppo e il cui godimento è anche solo ragionevolmente futuro e non necessariamente proporzionale al pregiudizio subito²⁹⁶.

²⁹⁴ Sulla responsabilità della capogruppo ai sensi dell'art. 2497 c.c., co. 3, v. per tutti MAGGIOLO (2006).

²⁹⁵ Cfr. *Ibid.*, p. 187 ss.; DI GIOVANNI (2004), p. 39; GUIZZI (2003), p. 214 ss. secondo cui con riferimento all'azione spettante ai soci esterni “*la norma appare (...) contraria ad ogni logica*”, in quanto il socio non può mai ottenere l'integrale ristoro del pregiudizio sofferto, né si comprende il titolo dal quale origina detta responsabilità essendo proprio la società controllata soggetto danneggiato.

²⁹⁶ Cfr. JAEGER, DENOZZA, TOFFOLETTO (2006), p. 391: “*le espressioni usate dal legislatore possono essere interpretate sia in un senso che tende a considerare fonte di responsabilità qualsiasi operazione che abbia volutamente arrecato ad una società un danno che non sia stato compensato (...), sia nel senso opposto per cui la responsabilità sorge solo quando il gruppo nel suo complesso è stato gestito in maniera scorretta (...)*”. L'ambiguità dell'espressione è similmente rilevata da ROVELLI (2005), p. 52 secondo cui il tenore dell'art. 2497 non chiarisce se il vantaggio compensativo possa essere considerato esimente o come fattispecie che esclude il verificarsi dell'evento dannoso. Secondo SCOGNAMIGLIO (2003), p. 197 ss., la norma non può che essere interpretata nel senso di considerare la rilevanza ai fini di un esonero di responsabilità della redditività del gruppo nel suo complesso. Sulla “teoria dei vantaggi (che non si sa se siano) compensativi” abbracciata dalla riforma, cfr. ampiamente AA.VV. (2002). Osservano FIGÀ-TALAMANCA, GENOVESE (2004), p. 1206, che la sussistenza del danno alla luce dei risultati complessivi dell'attività di direzione debba essere giudicata sulla base dei tempi di attuazione del progetto in cui si inserisce l'operazione che appare isolatamente dannosa (e non all'esito finale della più vasta strategia di gruppo).

Una tale lettura è rafforzata dalla nuova norma penale dettata all'art. 2634, co. 2²⁹⁷ dove, nell'ambito della disciplina del delitto di infedeltà patrimoniale, si stabilisce che “*non è ingiusto il profitto della società collegata o del gruppo, se compensato da vantaggi, conseguiti o fondatamente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo.*”²⁹⁸ La norma penale delinea un criterio di valutazione assai vago (sono rilevanti anche i vantaggi prevedibili, è sufficiente una mera colleganza al gruppo), in cui si verifica in modo paradossale la compensazione non con riferimento al danno subito dalla società sacrificata, ma al profitto della società collegata o del gruppo.²⁹⁹ Pertanto, anche la locuzione all'art. 2634, co. 2 sembra autorizzare esattamente ciò che l'OCSE raccomanda di impedire, ossia la conclusione di operazioni svantaggiose per la società e vantaggiose per il gruppo. Se applicata in questi termini, la norma diventerebbe fonte di legittimazione proprio di quelle operazioni di estrazione privata dei benefici da parte del/i soci di maggioranza che una buona *corporate governance* dovrebbe al contrario mirare ad ostacolare.

In questo senso sembra purtroppo andare parte della dottrina, che vede nelle disposizioni civilistiche sull'attività di direzione e coordinamento il riconoscimento di un vero e proprio diritto da parte della società a capo del gruppo di avocare a sé la gestione complessiva, operando scelte anche per conto delle altre società controllate o collegate e a loro svantaggio. A conferma di questa interpretazione sovengono, secondo tale ricostruzione: (i) l'art. 2497-*bis*, che si preoccupa di garantire idonea pubblicità all'esistenza di una direzione unitaria; (ii) l'art. 2497-*quater*, che risolve le problematiche nei rapporti tra singoli soci concedendo un diritto di recesso, anziché sanzionando il fenomeno; (iii) l'art. 2467 stesso, che escludendo la responsabilità in caso di eliminazione del danno dimostra una presa di posizione in favore della direzione unitaria³⁰⁰. Tale lettura

²⁹⁷ La norma è stata introdotta nel 2002 (cfr. d.lgs. 11 aprile 2002, attuativo della legge delega 2001, n. 366), dunque precedentemente la riforma delle società, con ciò determinando numerosi problemi applicativi dovuti alla mancanza di coordinamento tra le due normative; cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (2006), p. 465 ss.

²⁹⁸ GIORGIANNI (2006), p. 115, sostiene che l'art. 2497, co. 1, debba essere differenziato dalla norma penale. La disposizione richiede secondo l'Autore “*una rigida proporzionalità fra pregiudizio prodotto dalle singole operazioni infragruppo e vantaggio compensativo; mette in relazione il vantaggio compensativo con il pregiudizio derivante dall'operazione infragruppo e non con il profitto che questa operazione produce per la società collegata o per il gruppo*”.

²⁹⁹ Sul tema cfr. BELLACOSA (2006), p. 135 ss.; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (2006), p. 471, che osserva il paradosso di non criminalizzare proprio la forma di direzione più pericolosa: quella che pur penalizzando l'interesse sociale non persegue alcun profitto; RAINONE (2006), p. 454 ss. che similmente critica il criterio di compensazione di cui all'art. 2634, co. 3, rilevando come esso non pare ispirarsi al criterio di efficienza economica che giustifica il fenomeno dei gruppi e che poggia su una valutazione aritmetica e dunque oggettiva del bilanciamento tra danno e vantaggio secondo uno schema costi-benefici legato ad una determinata operazione.

³⁰⁰ Per questa ricostruzione cfr. per tutti BOSTICCO (2004), p. 744 ss.; in senso conforme anche SCOGNAMIGLIO (2003), p. 195 ss. secondo cui alla responsabilità da direzione e coordinamento deve far necessariamente riscontro il potere di gestione delle società che si trovino in stato di soggezione ed il contenuto di quel potere non è limitato all'emanazione di direttive strategiche di tipo generale, ma si estende all'assunzione di decisioni gestorie che riguardano le singole società del gruppo, anche in pregiudizio di queste e purché il risultato complessivo della direzione unitaria sia di segno positivo (l'Autore conclude tuttavia che a fronte di

sarebbe ulteriormente avallata da un'autorevole tradizione dottrinale che ha elaborato una teoria dei vantaggi compensativi estremamente elastica, secondo cui il conflitto di interessi tra società e gruppo si attua concretamente solo quando determinate operazioni siano tali da non comportare alcun vantaggio per la società controllata, nemmeno in termini mediati ed indiretti³⁰¹.

Tuttavia, la suddetta ricostruzione non può ritenersi condivisibile. Gli standard internazionali permettono di evidenziare tutta la limitatezza e la rischiosità in termini di buon governo societario di una siffatta teoria dei vantaggi compensativi, che va a detrimento del legittimo affidamento dei soci (e degli *stakeholder*) della singola società³⁰². Si auspica a questo proposito un'interpretazione della regola quanto più possibile conforme ai principi internazionali, ed in particolare che essa non venga applicata come fosse una forma di autorizzazione implicita dei soci di controllo al compimento di atti contrastanti con l'interesse della singola società.

Se letta alla luce degli standard internazionali, la norma dovrebbe operare come mera esimente dalla responsabilità, qualora *ex post* nessun danno alla singola società si sia verificato in ragione del buon esito dell'attività di direzione e coordinamento. Tuttavia, fintantoché il danno per la società (e non per il gruppo) non risulti pienamente ed "integralmente eliminato", colui che ha esercitato la direzione ed il coordinamento in senso non conforme all'interesse della singola società dovrà ritenersi responsabile per violazione dei principi di corretta gestione ai sensi del primo comma dell'art. 2497 c.c.

In quanto mera scriminante di una responsabilità a favore di chi esercita attività di direzione e coordinamento, la norma andrebbe poi applicata cumulativamente alla disposizione relativa al conflitto di interessi degli amministratori ex art. 2391 c.c.³⁰³. Ciò in quanto tale articolo disciplina un

un potere gestorio così accentrato la riforma non ha riconosciuto sufficienti misure di protezione in favore di azionisti esterni e creditori). *Contra*, tuttavia altra parte autorevole della dottrina, secondo cui la riforma non legittima un modello di gestione accentrata del gruppo che consenta la legalizzazione di una direzione penetrante; cfr. TOMBARI (2003), p. 239.

³⁰¹ Cfr. STESURI (1999), p. 186. I principali sostenitori in dottrina della teoria dei vantaggi compensativi sono stati MONTALENTI (1995), p. 710; BONELLI (1992), p. 219 e TERENGI (1996), p. 443. Per una critica a tali teorie fondata su considerazioni di analisi economica del diritto, cfr. ENRIQUES (1997), p. 725 ss.

³⁰² Uno sguardo comparatistico alla disciplina dei gruppi adottata in altri paesi di *civil law* fornisce indicazioni che confermano l'opportunità che la disciplina sulla direzione e coordinamento venga letta in termini maggiormente garantistici delle istanze dei soci estranei al gruppo di controllo. Basti far riferimento all'ordinamento tedesco, in cui a fronte del diritto del socio di comando di dare istruzioni ad altre società del gruppo anche a detrimento del loro interesse, vi sono regole decisamente più stringenti rispetto a quelle italiana a protezione delle minoranze, quali – a titolo non esaustivo - la corresponsione annuale di somme calcolate in base ai profitti attesi ovvero, in caso di controllo di fatto, la compensazione dei danni sofferti con vantaggi maturati al più tardi al termine del medesimo anno di bilancio (v. AktG parr. 304, 305 e 311); cfr. ENRIQUES (2007), p. 25 ss.

³⁰³ *Contra* ROVELLI (2005), p. 51, secondo cui l'attività di direzione e coordinamento non è sovrapponibile alla disciplina del conflitto di interessi, in quanto una coerente applicazione di questa finirebbe per paralizzare

diverso ambito soggettivo ed oggettivo, riguardando la responsabilità degli amministratori nei confronti della società di appartenenza in caso di mancato perseguimento dell'interesse sociale e/o mancato rispetto delle procedure con riferimento a singole operazioni interessate, che è certamente fattispecie diversa dalla responsabilità per *mala gestio* nell'esercizio di attività di eterodirezione nei confronti di soggetti che subiscono la situazione di soggezione³⁰⁴. E' pur vero, tuttavia, che considerando la scarsa capacità preventiva della disciplina sul conflitto di interessi degli amministratori anche a seguito della riforma, nel complesso la regolamentazione italiana, anche se interpretata in modo da avvicinarla il più possibile agli standard internazionali, resta inadeguata.

5.3 *Le operazioni con parti correlate*

Un ulteriore presidio contro lo sfruttamento dei conflitti infragruppo è all'art. 2391-*bis* c.c. che disciplina le operazioni con parti correlate, sia delle società quotate che di quelle con titoli diffusi. L'articolo, introdotto solo nel 2004 ed in vigore dal gennaio 2005, disciplina per la prima volta in Italia a livello di normazione primaria operazioni in realtà particolarmente numerose e significative sul nostro mercato³⁰⁵.

Come riconosciuto dall'OCSE, le operazioni con parti correlate rappresentano il mezzo più consueto e pericoloso di espropriazione delle minoranze, per cui l'introduzione (tardiva) di una disciplina *ad hoc* avrebbe dovuto rappresentare un'occasione importante per rafforzare la tutela delle minoranze. A ben vedere, così non è stato, perché la soluzione proposta all'art. 2391-*bis* è assai blanda e scarsamente innovativa rispetto al previgente regime, in quanto si limita a richiedere all'organo amministrativo la predisposizione di regole che, secondo principi generali indicati dalla Consob, assicurino la trasparenza e la correttezza sia sostanziale che procedurale dell'operazione, senza fornire al riguardo alcun criterio concreto³⁰⁶.

il gruppo; CARIELLO (2005), secondo cui manca il conflitto se l'amministratore persegue un interesse di gruppo (da distinguere tuttavia da quello della capogruppo o di altra società soggetta a coordinamento) e FIGÀ-TALAMANCA, GENOVESE (2004), p. 1213, secondo i quali non si ha interesse extrasociale dell'amministratore né conflitto di interessi del socio solo perché una decisione è influenzata dalla direzione e coordinamento che promana dalla capogruppo o quando si concludano operazioni infragruppo. Giova sottolineare a questo riguardo come, al contrario, tali decisioni ed operazioni siano nella tradizione angloamericana considerate ipotesi tipiche di conflitto di interessi.

³⁰⁴ Sono favorevoli all'applicazione cumulativa dell'art. 2391 c.c., come anche degli altri rimedi dettati in via generale dalla disciplina societaria, GIORGIANNI (2006), p. 109.

³⁰⁵ Casi esemplificativi di operazioni infragruppo sono in STESURI (1999), p. 170 ss.

³⁰⁶ Cfr. le critiche mosse da FERRARINI (2004), p. 418, secondo cui il problema centrale per questo tipo di operazioni è l'individuazione in concreto delle parti correlate e dei valori adeguati di transazione; nello stesso senso SPAVENTA (2006), p. 16, il quale reputa la disciplina introdotta con la riforma delle società all'art. 2391

La norma è inoltre poco chiara, in quanto potrebbe essere interpretata sia come un rinvio alla disciplina secondaria già emanata dalla Consob in materia, che come una delega alla Commissione a dettare nuovi principi³⁰⁷. Allo stato, le operazioni con parti correlate sono regolate all'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob³⁰⁸. La disposizione prevede un'informazione limitata alle operazioni "non ordinarie"³⁰⁹, ossia "estranee alla normale gestione dell'impresa"³¹⁰, e comunque di natura solo successiva³¹¹, per cui, contrariamente alle raccomandazioni dell'OCSE, attualmente i soci di minoranza non hanno alcuno strumento per impedirne il compimento³¹².

La Consob, inoltre, non detta principi di carattere sostanziale che valgano a fornire indicazioni utili a valutare la legittimità nel merito delle operazioni con parti correlate. L'unico riferimento ad una possibile tutela che si distacchi dal formalismo dell'art. 71-*bis* è al punto 2.4 della Scheda 4 dell'Allegato 3B al Regolamento Emittenti, in cui si stabilisce che il documento informativo sull'operazione deve indicare le modalità di determinazione del prezzo e le valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato³¹³. Né a porre rimedio a questa situazione è intervenuta la legge sulla tutela del risparmio, che non ha introdotto alcuna novità in materia³¹⁴.

Più vicina alla *best practice* internazionale, ma comunque ancora insufficiente, è il regime contemplato dal Codice Preda, in cui, oltre a richiedere che le operazioni con parti correlate siano rispondenti a criteri di correttezza sostanziale e procedurale, si raccomanda la predisposizione da parte dell'emittente

bis "assai blanda ed insoddisfacente", evidenziando come ben più stringente sia la normativa del Regno Unito in materia (capp. 10 e 11 delle regole della FSA, ripresi dalle precedenti *listing rules*).

³⁰⁷ Sul punto, cfr. BONZANINI, MARTELLONI (2005), p. 956.

³⁰⁸ La definizione di parti correlate è stata individuata dalla Consob con Comunicazione n. DEM/2064231 del 20 settembre 2002, intitolata "Individuazione della nozione di parte correlata". Essa si distacca solo marginalmente dal modello costituito dal principio contabile internazionale, precisandone i contenuti e riconducendoli a categorie del nostro diritto. In sintesi, per parti correlate si intendono quei soggetti (persone fisiche o giuridiche) che siano anche in via indiretta in rapporto di controllo o influenza con l'emittente. Si noti che non si considerano parti correlate due società non quotate sottoposte a comune controllo di una quotata (c.d. consorelle).

³⁰⁹ Così ai sensi dell'interpretazione autentica data dalla Consob con Comunicazione n. DEM/2064231 del 20 settembre 2002.

³¹⁰ Cfr. Comunicazione Consob n. DAC/98015375 del 27 febbraio 1998. La straordinarietà o l'atipicità dell'operazione va valutata alla stregua dei parametri dettati nel citato art. 71-bis.

³¹¹ L'emittente dovrà predisporre un documento informativo, il cui contenuto è dettagliatamente stabilito dalla Consob nell'allegato 3B al Regolamento Emittenti, e depositarlo entro 15 giorni dal termine dell'operazione presso la sede sociale, nonché a darne notizia mediante avviso su almeno un quotidiano a diffusione nazionale. Infine, l'operazione deve essere menzionata nella relazione del c.d.a. sulla gestione della società ex art. 2428 c.c. e nella relazione del collegio sindacale ex ar. 153 TUF e 2429 c.c.

³¹² Si pensi solo alla facilità con cui il gruppo di controllo della Telecom è riuscito ad espropriare le minoranze; cfr. sul tema MEOLI, PALEARI, URGÀ (2006).

³¹³ Cfr. BONZANINI, MARTELLONI (2005), p. 955.

³¹⁴ Parimenti insufficiente (e particolarmente distortivo) appare il regime speciale applicabile alle banche ai sensi dell'art. 136 del TUB.

di specifiche procedure volte ad assicurare in concreto che l'operazione sia corretta e non manifestamente incongrua dal punto di vista economico. Tra le procedure da costituire a questi fini vi è l'obbligo di informazione e di astensione da parte dell'amministratore interessato, nonché il ricorso ad esperti indipendenti ogniqualvolta la particolare natura, il valore o le caratteristiche dell'operazione lo rendono opportuno³¹⁵.

Il Codice Preda sembra dunque ricondurre la correttezza sostanziale alla mera congruenza economica della transazione, senza richiedere - come sarebbe stato opportuno - una vera e propria rispondenza di essa all'interesse della società. Inoltre, in sede applicativa numerose società hanno scelto di distinguere le operazioni significative da quelle tipiche o usuali o concluse a condizioni standard, prevedendo l'osservanza di specifiche procedure solo nel primo caso³¹⁶.

In conclusione, in diritto italiano manca al momento uno strumento o anche solo parametro normativo di riferimento attraverso cui garantire una tutela sostanziale degli azionisti esterni e dei creditori sociali contro gli abusi perpetrabili dal gruppo di comando attraverso operazioni con parti correlate, come anche una qualsivoglia forma di informazioni preventiva su di esse. Non resta che auspicarsi che la Consob eserciti al più presto la delega prevista all'art. 2391*bis* c.c. per rinnovare l'insoddisfacente regolamentazione oggi in vigore³¹⁷.

5.4 Uso di veicoli incorporati presso i c.d. centri off-shore

Un ulteriore utilizzo distorto dei gruppi di società, sul quale anche il *Report IOSCO* concernente le frodi finanziarie ha dedicato notevole attenzione, è quello della costituzione di strutture societarie (inclusi fondi di investimento) in *centri off-shore* al fine di sfruttare l'insufficiente livello di regolamentazione applicabile in questi paesi e compiere operazione di appropriazione di beni sociali attraverso operazioni fuori bilancio o, comunque, conferire maggiore opacità all'impresa.

³¹⁵ Cfr. ZANARDO (2004), p. 414 ss.

³¹⁶ Cfr. l'analisi sullo stato di adozione del Codice Preda svolta dall'Assonime nel 2006 e disponibile su www.borsaitaliana.it.

³¹⁷ La Consob sembra consapevole di questa assoluta necessità di rinnovare con urgenza la disciplina delle operazioni correlate ed ha dichiarato a tale riguardo di aver avviato uno studio per una nuova ipotesi di regolamentazione in attuazione dell'art. 2391-bis c.c.; cfr. conclusioni del vicedirettore generale della Consob nel corso dell'Audizione, cit.,: “*Resta pertanto aperto il problema di evitare che dal controllo delle società si traggano benefici privati a danno degli azionisti di minoranza. Un'area particolarmente critica riguarda le operazioni con parti correlate che presentano strutturalmente un rischio elevato di potenziali conflitti di interesse tra azionisti di controllo (ovvero manager) e azionisti di minoranza. La Consob ha avviato, e sottoporrà presto al confronto con il mercato, l'elaborazione di ipotesi di regolamentazione (in attuazione del 2391 bis c.c.) che, oltre a garantire condizioni di adeguata trasparenza, incidano sulla correttezza sostanziale e procedurale di tali operazioni.*”

Tali tecniche sono state ampiamente utilizzate nel corso degli anni settanta e ottanta negli scandali Sindona, Banco Ambrosiano e Ferruzzi, come anche in epoca recente, sia nei casi Cirio e Parmalat che nelle recenti scalate bancarie, così da eludere i controlli esterni e perpetrare operazioni fraudolente³¹⁸.

I centri *off-shore* si caratterizzano, infatti, per garantire un regime peculiare di esenzioni fiscali, normative e contabili in favore di tutte quelle società (incluse finanziarie e di investimento) ivi costituite, ma operanti esclusivamente all'estero. Tali paesi, dunque, sfruttano esternalità negative attraverso la previsione di una normativa speciale destinata ad entità formalmente stabilite in quei territori, ma i cui affari sono condotti al di fuori da quei confini. È inoltre vigente in questi ordinamenti il più rigido segreto bancario, elemento che ostacola ulteriormente la trasparenza, la tracciabilità delle operazioni finanziarie e, più in generale, la cooperazione internazionale. Questo lassismo normativo rende particolarmente difficile risalire ai beneficiari finali delle transazioni finanziarie compiute da questi schermi societari, come anche ricostruirne il patrimonio e più in generale l'operatività³¹⁹.

La questione è sentita evidentemente anche a livello internazionale e si intreccia difatti con le iniziative adottate dallo IOSCO (v. sopra, cap. I), dall'OCSE (in materia di antiriciclaggio e lotta al terrorismo), dalle istituzioni finanziarie internazionali e coordinate nell'ambito del *Financial Stability Forum*, volte a favorire il dialogo con i paesi c.d. non cooperativi ed incentivare una maggiore trasparenza di quegli ordinamenti³²⁰.

Alla problematica si è recentemente dedicato anche il legislatore italiano che, in occasione della riforma del risparmio, ha dettato un insieme di regole - tanto certosine quanto maldestramente rigide - in materia di "*rapporti con società*

³¹⁸ Sul tema cfr. particolarmente MIOLA (2005) e MALAGUTTI, ONADO (2005).

³¹⁹ Così il Financial Stability Forum esprime preoccupazione nei confronti del fenomeno nel report sugli *off-shore center* emanato nel 2000 (disponibile on-line su www.fsforum.org): "*Problematic OFCs (i.e., OFCs that are unable or refuse to adhere to international supervisory standards, resulting in weak supervisory practices or little or no cooperation and transparency) allow financial market participants to engage in regulatory arbitrage and constitute weak links in the supervision of an increasingly integrated financial system. The "loopholes" presented by some OFCs hinder efforts to improve the global supervisory financial system through the implementation of international standards more broadly, frustrating collective efforts to reduce overall exposures to global financial instability, and creating a potential systemic threat to the financial system.*" (v. par. 4, *Executive Summary*); tra i principali problemi identificati: "*Cross-border co-operation on information exchange, timely access to information, and the ability to verify information with OFCs are all critical to conduct effective supervision, as well as to engender the international co-operation necessary to enhance financial stability and fight financial fraud. The quality of the underlying supervision in an OFC is also of key importance. (...) The lack of due diligence with which financial institutions can be formed in many OFCs can facilitate inappropriate structures, or inappropriate ownership, that can impede effective supervision. The lack of availability of timely information on beneficial ownership of corporate vehicles (companies, trusts, partnerships and other vehicles with limited liability) established in some OFCs can thwart efforts directed against illegal business activities. The lack of comprehensive and timely data on OFCs' financial activity impedes effective monitoring and analysis of capital movements.*" (cfr. *Ibid.* par. 7).

³²⁰ V. Cap. I.

estere aventi sede legale in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria". Innanzitutto, l'art. 165-ter del TUF delega al Ministero della Giustizia il compito di individuare tali "paradisi legali" sulla base di un elenco di criteri di dubbia razionalità. Si pensi ad esempio all'indicatore della mancanza del requisito del capitale sociale minimo, che avrebbero l'effetto di condurre il Ministero ad includere nella lista nera la maggior parte dei paesi di *common law*, i quali - per tradizione - si affidano ad altre forme di tutela del patrimonio sociale.³²¹

La disciplina introdotta con la legge sul risparmio:

- (i) prevede un rafforzato regime di trasparenza per quanto concerne le informazioni finanziarie e contabili relative a società aventi sede legale in nei paradisi legali e legate da rapporti di controllo o di collegamento con società aperte italiane. Sono pertanto escluse da questo regime di trasparenza tutte le entità sprovviste di tali connotati, ma pur sempre riconducibili secondo criteri sostanziali sotto l'influenza di un'impresa italiana³²²;
- (ii) limita la possibilità per le società aperte italiane di acquisire il controllo in tali società con sede nella *black list*, delegando alla Consob – secondo una logica che non è eccessivo definire draconiana – l'individuazione dei criteri secondo cui l'acquisizione è ammissibile in base a ragioni "*di carattere imprenditoriale*".

In conclusione l'iniziativa, pur rappresentando nelle intenzioni un tentativo di limitare l'uso distorto dei gruppi, è criticabile sotto numerosi profili. Si aggiunga che i problemi emersi a seguito degli episodi fraudolenti occorsi in Italia non si fermano agli aspetti della trasparenza contabile, che hanno caratterizzato soprattutto gli scandali d'oltreoceano³²³, ma abbracciano più ampiamente la difficoltà di risalire ai beneficiari finali di questi veicoli *off-shore* e di ricostruirne le operazioni in ragione della generale opacità del regime societario ivi vigente. Un altro profilo di criticità riscontrato in occasione delle frodi nostrane è stata la scarsa disponibilità alla collaborazione (vuoi per mancanza di adeguati poteri e di risorse, vuoi per precisa scelta politica) dimostrata dalle autorità di vigilanza locali

³²¹ Cfr. ROSSI (2006), p. 7; l'Autore sottolinea anche il paradosso di un legislatore che indica tra i criteri per la redazione della lista nera la mancanza di sanzioni penali adeguate nei confronti di esponenti aziendali che falsificano la contabilità, sanzioni che ad opera del medesimo governo sono venute a mancare anche nel nostro ordinamento.

³²² Cfr. sul punto MIOLA (2005), nt. 27.

³²³ *Ibid.*, p. 202 ss., con ampia descrizione delle sofisticate tipologie di operazioni fuori bilancio ed escluse dal consolidamento compiute dalla Enron allo scopo di alterare i dati contabili muovendosi sul filo delle regole applicabili negli Stati Uniti. Per quanto concerne l'ordinamento italiano, l'Autore mette in guardia sul possibile uso distorto della s.r.l. alla luce della "privatizzazione" dei controlli accordata dalla riforma a questa forma societaria.

nel raccogliere tali informazioni su richiesta delle autorità italiane. Certamente la legge sul risparmio di per sé non è in grado di rimediare a questi veri e propri *loophole* della globalizzazione.

Invero, la risoluzione di tali problematiche richiede uno sforzo coordinato da parte delle principali economie capitalistiche, in quanto in un contesto di internazionalizzazione dei mercati finanziari e di liberalizzazione dei movimenti di capitali ogni iniziativa del singolo legislatore nel settore ha sapore velleitario ed è destinata all'insuccesso, poiché troppo facilmente eludibile. Si auspica pertanto che in questa materia l'Italia non si chiuda in infruttuosi unilateralismi, ma continui ad attivarsi per favorire forme di pressione internazionali.

5.5 *Le novità in materia di utilizzo di strutture piramidali*

Si è detto che un ulteriore elemento di opacità e di disallineamento tra controllo e rischio è l'ampio utilizzo di strutture piramidali da parte di uno o più soci di comando, che in questo modo sono in condizioni di poter gestire società con un minimo investimento, sfruttando l'effetto *leverage* derivante dalla partecipazione al capitale di catene e scatole cinesi.

A questo riguardo, si segnalano un intervento in sede autoregolamentare ed uno recentissimo in via eteroregolamentare. Si registra inoltre un'ulteriore proposta di legge attualmente in discussione alle camere attraverso cui si delegherebbe il Governo ad emanare una disciplina in materia di controllo delle società quotate e di contrasto al fenomeno delle "scatole cinesi".

Per quanto concerne la prima iniziativa, si tratta di una novità molto timida e poco incisiva, sebbene degna di nota. Specificatamente, a seguito delle modifiche introdotte nel 2002, il Codice Preda raccomanda che nei consigli delle società controllate da altra società quotata il numero di amministratori indipendenti sia tale da consentire la costituzione di un comitato per il controllo interno formato esclusivamente da indipendenti. In ogni caso, si precisa che la composizione del consiglio deve essere adeguato a garantire che la società controllata non venga utilizzata per realizzare l'interesse di altre società del gruppo, ma mantenga una propria autonomia gestionale e persegua i propri obiettivi di massimizzazione del profitto³²⁴.

³²⁴ Cfr. ZANARDO (2004), p. 409 ss.

Quanto al secondo, si tratta di intervento della Consob in attuazione del nuovo art. 62(3-*bis*) del TUF, introdotto con la legge sul risparmio, che ha attribuito ad essa il compito di determinare una serie di requisiti per la quotazione delle società, tra le quali spiccano le condizioni in presenza delle quali non possono essere quotate società sottoposte ad attività di direzione e coordinamento e i criteri di trasparenza per l'ammissione alla quotazione di società finanziarie il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni (c.d. scatole cinesi). La novità è importante, forse persino epocale, in quanto per la prima volta si legittima la statuizione nel nostro ordinamento di regole limitative della quotazione in borsa dei gruppi piramidali e si manifesta l'intento di regolamentare un fenomeno particolarmente delicato ai fini della protezione del risparmio.

La Consob, nell'emanare le modifiche al Regolamento Mercati (in vigore solo dal 15 maggio 2007), ha specificato di aver tenuto conto sia dell'esigenza di tutela degli investitori, che del principio costituzionalmente protetto di libertà di iniziativa economica (v. la relativa Relazione Illustrativa). A tal fine, la Commissione ha dichiarato di essersi limitata a dare rilievo a situazioni in cui è obiettivamente ravvisabile un pregiudizio alla tutela dei mercati, ossia:

- (i) il mancato adempimento degli obblighi pubblicitari concernenti l'attività di direzione unitaria ex art. 2497-*bis*;
- (ii) l'assenza di autonoma capacità negoziale;
- (iii) l'esistenza di un rapporto di tesoreria accentrata non rispondente all'interesse sociale;
- (iv) la mancata presenza di un numero sufficiente di amministratori indipendenti in base ai criteri generali determinati da Borsa Italiana (v. art. 37 del Regolamento Mercati)³²⁵.

Sulla stessa scia, la disposizione volta a dettare i criteri la quotazione delle holding si limita a prevedere un regime di trasparenza in merito alle politiche di investimento adottate dalla società specificando i criteri seguiti per la gestione

³²⁵ L'art. 37 richiede che ai fini della valutazione dell'indipendenza e dell'adeguatezza del numero dei predetti amministratori si faccia riferimento ai criteri generali stabiliti dalle società di gestione dei mercati regolamentati, tenuto conto delle migliori prassi disciplinate dai codici di comportamento redatti dalle medesime società o da associazioni di categoria. Le società controllate con azioni quotate che non adempiano ai suddetti obblighi di pubblicità forniscono nella relazione sulla gestione di cui all'articolo 2428 del codice civile puntuale indicazione delle motivazioni per cui non ritengono di essere sottoposte all'attività di direzione e coordinamento della controllante.

degli investimenti e la diversificazione del rischio³²⁶. Altra condizione per la quotazione è che tali società investano e gestiscano le proprie attività in conformità della politica di investimento resa pubblica (art. 38 del Regolamento Mercati).

A prima vista, la posizione presa dalla Commissione potrebbe apparire eccessivamente blanda rispetto all'esigenza di limitare un uso abusivo di scatole cinesi.

Ad una più attenta riflessione, invece, l'approccio della Consob sembra - quantomeno in parte - condivisibile, poiché l'introduzione di un divieto troppo rigido in materia avrebbe condotto a risultati rischiosi per il capitalismo italiano. Una limitazione all'utilizzo dello schema piramidale avrebbe potuto da un lato ostacolare la capacità di raccolta di capitale delle società in una fase in cui il nostro mercato finanziario non è ancora sufficientemente sviluppato, con l'effetto perverso di disincentivare ulteriormente le imprese a quotarsi e di ridurre ulteriormente il finanziamento delle attività produttive e la crescita, e dall'altro introdurre un elemento di rigidità che si sarebbe innestato in un processo evolutivo già in corso e che vede una semplificazione delle catene partecipative indotta dal mercato, ossia dall'entrata nel capitale delle società italiane di investitori istituzionali esteri sfavorevoli ad un uso distorto del gruppo piramidale³²⁷.

È pur vero, tuttavia, che la Consob avrebbe potuto favorire in modo più risoluto ed efficace la trasparenza, non limitandosi a pretendere l'indicazione dell'ente che svolge attività di direzione e coordinamento, ma prevedendo un più ampio obbligo di comunicazione delle persone fisiche al vertice della catena di controllo, la cui identità abbiamo visto non essere catturata dagli obblighi di pubblicità prescritti all'art. 2497-*bis*.

Infine, appare criticabile l'iniziativa legislativa attualmente in discussione davanti alle Camere, in cui si propone di delegare al Governo l'emanazione di misure volte ad impedire un uso distorto delle scatole cinesi. La delega contempla innanzitutto una disciplina orientata alla modifica della normativa sull'OPA obbligatoria, che avrebbe l'effetto di rendere ancora più costoso di quanto già non

³²⁶ Il Regolamento Mercati precisa che le informazioni fornite sulla politica di gestione devono consentire all'investitore di valutare le opportunità di investimento e di individuare le modalità con le quali l'obiettivo di distribuzione del rischio è conseguito. Esse hanno natura continua, nel senso che vengono comunicate anche nella relazione sulla gestione e nella relazione semestrale (e corredata da un'analisi quantitativa e una completa e significativa analisi del portafoglio di investimento).

³²⁷ Cfr. lo studio recentemente condotto da BIANCHI, BIANCO (2006).

lo sia il cambio del controllo di una società quotata, riducendo ulteriormente la contendibilità di un mercato già caratterizzato da uno spiccato immobilismo³²⁸.

Una seconda area di intervento propone la sterilizzazione del diritto di voto della società che controlla una quotata (anche attraverso un sindacato di voto) in misura proporzionale alla percentuale con la quale tale società controllante è a sua volta controllata da altra società (prevedendosi inoltre ulteriori riduzioni del diritto di voto per ogni successivo livello di controllo, che neutralizzerebbe la separazione tra proprietà e controllo.

Si prevede infine una rigida disciplina volta a limitare l'indebitamento delle società quotate, anche attraverso l'attribuzione alla Consob di specifici poteri regolamentari, che davvero non trova neppure lontani corrispondenti in regolamentazioni di altri paesi.

Il provvedimento, criticato sotto numerosi profili anche dalla Consob in sede di audizione davanti al Senato a cui si rimanda³²⁹, dimostra ancora una volta la miopia del legislatore italiano, incapace di identificare - e quindi di colmare - le reali lacune normative del nostro sistema di corporate governance e pronò invece all'introduzione di misure draconiane (se non populistiche), al di fuori delle logiche di mercato aperto e di esiti senza dubbio distorsivi, similmente a quanto già occorso con riferimento a taluni interventi previsti nella legge sul risparmio e di cui si è dato conto.

La soluzione al problema degli abusi e delle frodi finanziarie non è, infatti, nella prevenzione secca e ad ogni costo dell'insorgere del conflitto, che sappiamo essere un tipico costo di agenzia caratteristico del fenomeno societario ed in sé ineliminabile. L'approccio deve essere quello di disincentivare lo sfruttamento dei conflitti attraverso un mix di strumenti preventivi e successivi in grado di produrre

³²⁸ Si propone in particolare, una modifica all'articolo 106 TUF al fine di aggiungere un'ipotesi di OPA obbligatoria a carico di coloro che si trovino a detenere una partecipazione di controllo realizzata attraverso due o più società appartenenti alla medesima catena di controllo, nonché a carico di tutti i soggetti che, pur detenendo singolarmente partecipazioni inferiori alla soglia del 30%, si presume agiscano di concerto, con ciò detenendo in via di fatto una partecipazione complessiva superiore alla soglia del 30%. Ai fini dell'accertamento di tali fattispecie, si prevede l'introduzione di compiti di verifica preventiva da parte della CONSOB, da svolgersi con l'ausilio di un collegio indipendente di esperti, appositamente costituito presso la stessa CONSOB, con il compito di monitorare e analizzare tutte le acquisizioni e le fusioni che avvengono sui mercati finanziari nazionali, sul modello del *Panel on Takeovers and Mergers* previsto dall'ordinamento britannico. Si prevede infine l'attribuzione alla Consob del potere di indicare con proprio regolamento una soglia OPA inferiore al 30%, ma non inferiore al 15% per le società ad elevata capitalizzazione ed azionariato particolarmente diffuso. L'obiettivo del legislatore sarebbe quello di impedire episodi analoghi alla cessione della partecipazione in Telecom detenuta da Olimpia (Pirelli e Benetton) occorsa senza che scattasse l'obbligo di OPA, in conseguenza della struttura piramidale del gruppo.

³²⁹ Vd. rif. nt. 272. La Consob avanza interessanti proposte alternative, al fine di limitare un uso distorto del gruppo attraverso misure più consone alle filosofie di mercato che dovrebbero informare il legislatore italiano.

anche un efficace effetto di deterrenza, oltre che un ristoro in favore delle minoranze azionarie e dei creditori sociali.

Pertanto, meglio avrebbe fatto il legislatore ad introdurre una più seria disciplina generale del conflitto di interessi degli amministratori e dei soci, nonché criteri volti a garantire la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate, in modo da prevenire e reprimere non il fenomeno di gruppo in sé, ma gli abusi perpetrabili dai soci di comando che intendono estrarre abusivamente benefici privati a danno delle minoranze. Purtroppo così non è stato e inevitabilmente all'esito di queste analisi emerge un sistema finanziario – il nostro – che, nonostante le dichiarazioni di principio su supposte riforme attuate per esaltare le miracolose virtù del mercato, resta impantanato nell'autoreferenzialità.

1.	Il conflitto di interessi nelle società di capitali – tassonomia di un problema complesso	246
1.1	Conflitto di interessi e strutture proprietarie delle società	246
1.2	La questione dei conflitti di interesse alla luce delle peculiarità del sistema italiano	256
2.	Gli strumenti di governo societario raccomandati dagli standard internazionali	261
2.1.	Conflitto di interessi e tutela delle minoranze azionarie. Premesse... ..	261
2.2	I rimedi generali raccomandati dall’OCSE con riferimento alle società con proprietà concentrata: gli obblighi di trasparenza circa gli assetti proprietari	263
2.3	Imposizione di doveri fiduciari a carico degli amministratori	265
2.4	I rimedi specifici: prevenzione dello sfruttamento del conflitto di interessi degli amministratori	271
2.5	Segue. Funzione di monitoraggio del board.....	272
2.6	Ulteriori raccomandazioni attinenti la composizione e le funzioni del board: (i) obiettività ed indipendenza del board, (ii) istituzione di comitati interni, (iii) interlocking directorship	273
2.7	Disciplina delle remunerazioni degli amministratori e dei dirigenti... ..	276
2.8	La funzione di governance degli investitori istituzionali	279
3.	I rimedi preventivi disponibili nell’ordinamento italiano	281
3.1	La trasparenza degli assetti proprietari: i patti parasociali	281
3.2	I doveri fiduciari degli amministratori. Una premessa.....	284
3.3	Prevenzione dello sfruttamento del conflitto di interessi dell’amministratore	285
3.4	La responsabilità degli amministratori e le funzioni del consiglio	295
3.5	La figura degli amministratori indipendenti ed il ruolo degli investitori istituzionali	302
3.6	La limitazione al cumulo di incarichi (cd. interlocking).....	306
3.7	La remunerazione degli amministratori	308
3.8	Ulteriori disposizioni rilevanti: il conflitto di interessi del socio.....	310
4.	I rimedi successivi tra regole di invalidità e regole di responsabilità	312
4.1	La repressione dell’abuso derivante da conflitto di interessi	312
4.2	La scelta di politica legislativa operata dalla riforma.....	318
4.3	Impugnazione delle delibere assembleari ex art. 2377 c.c. ed ex art. 2373 c.c.	320
4.4	Impugnazione delle delibere dell’organo amministrativo.....	321
4.5	L’impugnazione per abuso di potere da parte della maggioranza.....	323
4.6	La denuncia al Tribunale ex art. 2409 c.c.	325
4.7	Azione sociale di responsabilità esercitata da parte delle minoranze e su proposta dal collegio sindacale.....	326
5.	Il conflitto di interessi nei rapporti infragruppo	329
5.1	Gruppi, piramidi ed operazioni tra parti correlate: la tutela degli azionisti esterni.....	329
5.2	Le raccomandazioni OCSE sul conflitto di interessi nell’ambito delle dinamiche dei gruppi: (i) dovere di lealtà esclusivamente nei confronti della società; (ii) le operazioni con parti correlate.....	331
5.3	La disciplina della direzione e coordinamento introdotta con la riforma	333

5.3	Le operazioni con parti correlate.....	339
5.4	Uso di veicoli incorporati presso i c.d. centri off-shore	341
5.5	Le novità in materia di utilizzo di strutture piramidali.....	344

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV. (1980) *Abuse on Wall Street. Conflicts of Interest in the Securities Markets, A Twentieth Century Fund Report*, Westport, Connecticut, London, England, 1980.
- AA.VV. (1996) *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, Tavola rotonda con interventi di Jeager, Angelici, Gambino, Costi e Corsi, in *Giur. comm.*, 1996, p. 329.
- AA.VV. (1998) *Comparative Corporate Governance*, Oxford, 1998.
- AA.VV. (2001) *The Control of Corporate Europe*, a cura di Barca e Becht, Oxford, 2001.
- AA.VV. (2002) *Una tavola rotonda sui vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 613/I.
- AA.VV. (2003) *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca, Presti, Milano, 2003.
- AA.VV. (2003-II) *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di Scognamiglio, Milano, 2003.
- AA. VV. (2004-I) *Convergence and persistence in corporate governance*, a cura di Gordon and Roe, Cambridge University press, 2004.
- AA.VV. (2004-II) *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2004.
- AA.VV. (2004-III) *La tutela del risparmio: l'efficienza del sistema*, Convegno Alba, 20 novembre 2004, in *Le soc.*, n. 3/2005, p. 277.
- AA.VV. (2005) *I controlli esterni nelle società quotate. Ordinamenti ed esperienze a confronto*; a cura di Amatucci, 281 Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 2005.
- AA.VV. (2005-II) *Principi civilistici della riforma del diritto societario*, a cura di Afferni, Visentini, Milano, 2005.
- AA.VV. (2006) *Libertà e responsabilità nel nuovo diritto societario*, a cura di Nigro, Milano, 2006.
- ABBADESSA (2002) *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni*, in Associazione Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 163.
- ABI (2007-I) *Class Action*, Audizione del Presidente dell'ABI - Commissione giustizia della Camera, 4 aprile 2007, su www.abi.it.
- ABI (2007-II) *Recepimento della direttiva MiFID*, Audizione del Direttore generale ABI - Commissione Finanze della Camera, 25 luglio 2007, su www.abi.it.
- ABRAMS, BUCHALTER, FREEMAN, JR. (2007), *Basics of Broker-Dealer Supervision*, in Practising Law Institute Corporate Law and

- Practice Course Handbook Series PLI Order No. 11303, Maggio 2007, p. 75.
- AFFINITO, REVIGLIO (1998) *Banche d'Italia. La genesi dei conglomerati finanziari e la nuova mappa delle relazioni banca-impresa*, Milano, 1998.
- AGRAWAL, CHADHA (2003) *Corporate Governance and Accounting Scandals*, 2003, su www.ssrn.com.
- AJANI (2003) *Navigatori e giuristi, a proposito del trapianto di nozioni vaghe*, in *Io comparo, tu compari egli compara: che cosa, come e perché?*, a cura di Valentina Bertorello, Milano, 2003.
- AKYÜZ (2000) *The debate on the International Financial Architecture: reforming the reformers*, Discussion Paper n. 148, 2000, UNCTAD.
- ALBERTAZZI (2006) *Incentives in universal banks*, Banca d'Italia, Temi di discussione del Servizio Studi n. 572, gennaio 2006.
- ALFORD (2005) *Core Principles for Effective Banking Supervision: An Enforceable International Financial Standard?*, in 28 B.C. Int'l. & Comp. L. Rev., 2005 p. 237.
- ALLEN, HERRING (2001) *Banking Regulation versus Securities Market Regulation*, The Wharton Financial Institutions Center, 2001, su www.ssrn.com.
- ALMEIDA, WOLFENZON (2004) *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, 2004, su www.ssrn.com.
- ALPA (1998-I) *Commento all'art. 21*, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia finanziaria*, diretto da Alpa, Capriglione, Padova, 1998, p. 212.
- ALPA (1998-II) *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in BBTC, 1998, p. 375.
- ALPA, GAGGERO (1998) *Profili della tutela del risparmiatore*, in *Le soc.*, 1998, p. 520.
- AMATORI, BRIOSCHI (1997) *Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni*, in *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*, Roma, 1997, p. 118.
- AMATORI, COLLI (2000) *Corporate governance: the Italian story*, Corporate Governance, Innovation and Economic Performance in the EU, 2000.
- ANDERSON (2005) *Squaring the Circle? Reconciling Sovereignty and Global Governance through Global Government Network*, in 118 Harv. L. Rev., 2005, p. 1255.

- ANDERSON, REEB (2003) *Founding Family Ownership and Firm Performance*, in 58 Jour. Of Fin., 2003, p. 1301.
- ANGELICI (2006) *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in Riv. dir. comm., 2006, p. 675.
- ANGELICI (1998) *Le “minoranze” nel decreto 58/1998: “tutela” e “poteri”*, in Riv. dir. comm., 1998, I, p. 207.
- ANNUNZIATA (2004) *“Governance” delle banche e conflitti di interesse. Il difficile equilibrio tra la disciplina bancaria e dei servizi di investimento*, in AGE, 2004, 1, p. 177.
- ANNUNZIATA (1993) *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993.
- ANNUNZIATA (1994) *Intermediazione immobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni*, in BBTC, 1994, p. 634.
- ANOLLI, BIANCHI, VENTURINO (2004) *Evoluzione della normativa comunitaria sui mercati e le nuove regole contabili*, Intervento nel seminario su “Banche e mercati italiani nella prospettiva internazionale”, Perugia, 19-20 Marzo 2004, Quaderno n. 212.
- ARLEN, CARNEY (1992) *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, in U. Ill. L. Rev., 1992, p. 691.
- ARROW (1971) *Essay in the Theory of Risk Bearing*, Markham, Chicago, 1971.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (2006) *Il diritto delle società*, Milano, 2006.
- ASSONIME (2005) *Amministrazione e controllo nel modello tradizionale della società per azioni: il commento dell’Assonime*, Circolare n. 18/2005, in Riv. soc., 2005, p. 891.
- ASSONIME (2006) *L’azione collettiva per il risarcimento del danno: elementi di riflessione*, Note e studi, 13 novembre 2006.
- BAGHELLA, AUCI, D’AGOSTINO (2005) *I servizi di revisione contabile in US e EU. Convergenza delle regole e asimmetria di impatto*, in An. Giur. dell’econ., 2005, p. 125.
- BAGLIONI, GRASSO (2006) *Nuovo Codice di autodisciplina nelle società quotate*, in Le Soc., n. 9/2006, p. 1061.
- BALANDI, BANO (2003) *Chi ha paura del soft law*, in Lav. e dir., 2003, p. 5.
- BALDINELLI (2002) *Caso Enron: analisi e questioni aperte*, Luiss, Cerdadi, giugno-settembre 2002, su www.archivioceradi.luiss.it.
- BANO (2003) *Diritto del lavoro e nuove tecniche di regolamentazione: il soft law*, in Lav. e dir., 2003, p. 49.
- BARCA (1996) *On Corporate Governance in Italy: Issue, Facts and Agenda*, paper presented at the Workshop on “Corporate Governance and Property Rights”, 16-17 June 1995.

- BARCA (1997) *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, in Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi, Roma, 1997, p. 4.
- BARCA, BERTUCCI; CAPELLO, CASAVOLA (1997) *La trasformazione proprietaria di Fiat, Pirelli e Falck dal 1947 a oggi*, in Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi, Roma, 1997, p. 155.
- BARCA E TRENTO (1997) *La parabola delle partecipazioni statali: una missione tradita*, in Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi, Roma, 1997, p. 185.
- BARCELLONA (2003) *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, 2003.
- BARONTINI, CAPRIO (2005), *The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe*, ECGI Finance Working Paper no. 88/2005.
- BARONTINI, SICILIANO (2003) *Equity prices and the risk of expropriation: an analysis of the Italian stock market*, ECGI Working Paper Series in Finance, Working paper no. 24/2003, settembre 2003, disponibile on line su www.ssrn.com.
- BARONE (2004) *Economia del mercato mobiliare*, vol. 1, Roma, 2004.
- BARRETT (1998) *A Theory of International Cooperation*, Working Paper, Johns Hopkins University School of Advanced International Studies, 1998, su www.ssrn.com.
- BARUCCI (2006) *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia. Convergenza o path dependance?*, Roma, 2006.
- BEARL, MEANS (1932) *The modern corporation and private property*, New York, 1932 (edizione italiana: *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966).
- BEBCHUK (1992) *Federalism and the Corporation: The Desiderable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 *Harv. L. Rev.* 1991, p. 1435.
- BEBCHUK (1998) *A Theory of Choice Between Concentrated and Dispersed Ownership of Corporate Shares and Votes*, Harvard Law School Paper, 1998.
- BEBCHUK (1999) *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, Working Paper no. 260, Harvard L. Sch. Olin Ctr. L. & Econ., 1999, su www.ssrn.com.
- BEBCHUK (2005) *The case for increasing shareholder power*, Harvard Law Review, vol. 118, 2005, p. 833, anche su www.ssrn.com.
- BEBCHUK (2006) *Letting shareholders set the rules*, Harvard Law Review, vol. 119, 2006, p. 1784, anche su www.ssrn.com.

- BEBCHUK, COHEN, FERRELL (2004) *What Matters in Corporate Governance?* Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 491, settembre, 2004, su www.ssrn.com.
- BEBCHUK, HAMDANI (2002) *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Debate on State Competition over Corporate Charters*, 112 *Yale L. J.*, 2002, p. 553
- BEBCHUK, KRAAKMAN & TRIANTIS (2000) *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, in *Concentrated Ownership*, (Randall Morck ed., 2000).
- BEBCHUCK, FRIED (2004) *Pay without performance*, Cambridge (MA) – London, 2004.
- BEBCHUK, ROE (1999) *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, in 52 *Stanford Law Review*, 1998, su www.ssrn.com.
- BECHT, MAYER (2001) *Introduction*, in F. Barca e M. Becht, in *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001.
- BECK, DEMIRGÜÇ-KUNT, LEVINE (2001) *Law, Politics, and Finance*, april 2001, su www.ssrn.com.
- BECK, LEVINE (2002) *Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter?*, NBER Working Paper n. 8982, 2002, su www.ssrn.com.
- BECK, LEVINE, LOYAZA (2000) *Finance and the sources of growth*, in 58 *J. Fin. Econ.*, 2000, p. 261.
- BELCREDI (2005) *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. delle Soc.*, 2005, p. 853.
- BELLACOSA (2006) *Obblighi di fedeltà dell'amministratore di società e sanzioni penali*, Roma, 2006.
- BELLANTUONO (2001), *Contratti incompleti e norme sociali*, *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, p. 261.
- BELLINI E PONZANELLI (2006) *I limiti delle class actions nell'esperienza nordamericana. Un monito per il legislatore italiano*, in *Trattato Galgano*, vol. XLIII, Padova, p. 337.
- BELLO (2001) *L'investment banking: descrizione dell'attività e caratteristiche degli operatori*, Roma, Ceradi-LUISS, in www.archivioceradi.luiss.it
- BENEDETTO, DI CASTRI (2005) *Il "caso Parmalat" e l'indipendenza dei controllori: amministratori, sindaci e revisori alla prova del crack*, in *Banca impr. e soc.*, 2005, p. 211.
- BERNACONI-MARRELLI (2004) *Diritti, regole, mercato. Economia pubblica ed analisi economica del diritto*, Milano, 2004.

- BERTONI-RANDONE (2006) *Ownership interconnections and board interlocks amongst Italian listed companies*, 1 marzo 2006, disponibile su www.ssrn.com.
- BERTRAND, MULLAINATHAN (2001) *Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals are*, in *Quart. J. of Econ.*, August 2001, p. 901.
- BESSONE (2005) *Mercato mobiliare e tutela degli investitori*, in *Econ. Dir. terz.*, n. 2, 2005, p. 417.
- BIANCHERI (1999) *Obiettivi e norme di regolamentazione dei titoli*, in *Banca Impresa Società*, 1999, p. 161.
- BIANCHI, BIANCO (2006) *Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?*, ECGI Working Paper N° 144/2006, su www.ssrn.com.
- BIANCHI, BIANCO, ENRIQUES (1998) *Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy*, 1998, reperibile su www.ssrn.com.
- BIANCHI, CASAVOLA (1996) *Piercing the Corporate Veil: Truth and Appearance in Italian Listed Pyramidal Groups*, paper presented at the Workshop on “Corporate Governance and Property Rights”, 16-17 June 1995.
- BIANCHI, ENRIQUES (2001) *Corporate Governance in Italy after the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?*, *Quaderni di Finanza Consob*, n. 43, 2001.
- BIANCHI, FABRIZIO, SICILIANO (1998) *La proprietà “circolare” nei gruppi quotati italiani*, in *Rapporto IRS sul mercato azionario*, Milano, 1998, p. 203.
- BIANCHI, LUCENTI (2006) *Una “chirurgia” legislativa invasiva: la riforma dell’art. 136 del Testo Unico bancario*, in *AGE*, 2006, p. 77.
- BIANCO, CASAVOLA (1996) *Corporate governance in Italia: alcuni fatti e problemi aperti*, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 426 ss.
- BIANCO, GOLA, SIGNORINI (1996) *Dealing with Separation Between Ownership and Control: State, Family, Coalitions and Pyramidal Groups in Italian Corporate Governance*, paper presented at the Workshop on “Corporate Governance and Property Rights”, 16-17 June 1995.
- BIRDTISTL (2006) *Compensating Power: an Analysis of Rents and rewards in the Mutual Fund Industry*, in *80 Tul. L. Rev.*, 2006, p. 1401.
- BISOGNI (1996) *La derivative action nel sistema di governo della public corporation*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, p. 191 e ss.

- BLACK (2001) *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, in 48 UCLA Law Review 781, 2001, su www.ssrn.com.
- BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2003) *Outside Directors, Liability Risk and Corporate Governance: A Comparative Analysis (English Version)*, ECGI - Law Working Paper No. 48, U. of Texas law, Law and Econ Research Paper No. 31, su www.ssrn.com.
- BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2005) *Outside Director Liability (Before Enron and WorldCom)*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 250, su www.ssrn.com.
- BLACK, CHEFFINS, KLAUSNER (2006) *Outside Director Liability*, in 58 Stanford Law Review 1055, 2006, su www.ssrn.com.
- BLACK, KRAAKMAN (1996), *A Self-Enforcing Model of Corporate law*, in 109 Harv. L. Rev., 1996, p. 1911 ss.
- BLANCO, CARRASCO (1999) *The Functions of the IMF and the World Bank*, 9 Transnat'l L. & Contemp. Probs., p. 67.
- BLANDINI (2003) *Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori di società per azioni: prime riflessioni*, in Riv. dir. priv., 2003, p. 77.
- BLANDINI (2006) *Riforma del risparmio e società quotate: voto segreto, voto di lista, e dintorni*, in Le Soc., n. 3/2006, p. 269.
- BLOCK, BARTON, RADIN (1998), *The Business Judgment Rule. Fiduciary Duties of Corporate Directors*, New York, 1998.
- BLOCK, RADIN, MAIMONE (1993), *Derivative litigation: Current Law versus The American Law Institute*, in Bus. Law, 1993, n. 48, p. 1443.
- BOCCHI. LUSIGNANI (2004) *Le nuove regole di "Basilea 2": prime valutazioni di impatto sul rapporto banca-impresa in Italia*, in Banca impr. e soc., 2004, p. 367.
- BOCHICCHIO (2003) *Conflitto di interessi nella prestazione dei servizi finanziari: contributo all'elaborazione del conflitto di interesse nei rapporti contrattuali d'impresa*, in Dir. Fall., 2003, I, p. 777.
- BOCHICCHIO (2007) *Ancora sul conflitto di interessi nella prestazione dei servizi finanziari: il conflitto d'interesse nei rapporti contrattuali d'impresa*, in Contr. e impr., 2007, p. 306.
- BOHN, CHOI (1996) *Fraud in the New-Issues Markets: Empirical Evidence of Securities Class Actions*, 144 U. Pa. L. Rev., 1996, p. 903.
- BOLTON, FREIXAS E SHAPIRO (2004), *Conflicts of Interest, Information Provision and Competition in Banking*, NBER Working Paper No. W10571, su www.ssrn.com.

- BONELLI (1998) *L'art. 129 legge Draghi: l'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza dei soci e l'assicurazione contro i rischi incorsi nella gestione*, in *La riforma delle società quotate*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 1998.
- BONELLI (2002) *Conflitto di interessi all'interno dei gruppi di società*, in *Diritto dell'economia*, Atti dei seminari tenuti nell'Auditorium della Cassa Forense in Roma, 11 ottobre 2001 – 8 febbraio 2002, p. 189.
- BONELLI (2003) *L'amministrazione delle spa nella riforma*, in *Giur. comm.*, I, 2003, p. 701.
- BONELLI (2004) *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004.
- BONELLI (1992) *Conflitto di interesse nei gruppi di società*, in *Giur. comm.*, I, p. 219.
- BONELLI, JAEGER (1993) *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993.
- BONZANINI, MARTELLONI (2005) *Le operazioni con "parti correlate" di società "aperte"*, in *Le soc.*, n. 8/2005, p. 950.
- BORIO, HUNTER; KAUFMAN E TSATSARONIS (2004) *Market Discipline Across Countries and Industries*, Cambridge (MA) – London, 2004.
- BOSSI, GIUDICI (2006) *La reazione del mercato borsistico italiano ad annunci relative a patti parasociali*, giugno 2006, su www.sa.unibo.it.
- BOSTICCO (2004) *La responsabilità degli organi di controllo nelle società di capitali*, Milano, 2004.
- BOYRD (2003) *Real economies and financial sector in industrializing countries*, in *The structural foundations of international finance*, 2003, p. 210.
- BOWLES (1985) *Diritto e economia*, trad. it., Bologna 1985.
- BRADLEY (2005) *Private International Law-Making for the Financial Markets*, ExpressO Preprint Series, 2005 e in *29 Fordham Int'l L.J.* 127.
- BRATTON (2003) *Enron, Sarbanes-Oxley and Accounting: Rules Versus Principles Versus Rents*, 48 *Vill. L. Rev.*, p. 1023.
- BRESCIA MORRA (2006) *Troppe regole in Italia sui rapporti tra industria e banca? Un'analisi comparata*, in *AGE*, 2006, p. 91.
- BROWN, CAYLOR (2006) *Corporate Governance and Firm Valuation*, in *25 J. Acct & Pub. Policy*, 2006, p. 409.
- BRUNELLO, GRAZIANO (2007) *Retribuzione e turnover del Top Management in Italia*, Working Paper n. 07-01-eco, Università degli studi di Udine, disponibile online su

http://web.uniud.it/dse/working_papers/working_papers_eo.ht

- BRUTTI (2007) *Codici di comportamento e società quotate*, in *Giur. Comm.*, 2007, p. 236/I.
- BUCK, BOWEN (1999) *Interbank Conflicts of Interest*, in 3 *N.C. Banking Inst.*, 1999, p. 31.
- BUCKLEY (2001) *A Tale of two Crises: the search for the Enduring reforms of International Financial System*, in 6 *UCLA J. Int'l L. & Foreign Aff.*, 2001, p. 1.
- BULLARD (2006) *The Mutual Fund as a Firm: Frequent Trading, Fund Arbitrage and the SEC's Response to the Mutual Fund Scandal*, in 42 *Hous. L. Rev.*, 2006, p. 1271.
- BUSH, FEARNLEY, SUNDER (2007) *Liability Reforms in the UK and the US: A Comparative Review*, August 27, 2007, su www.ssrn.com.
- BUSSOLETTI (2002) *L'indipendenza del revisore nella revisione volontaria (e in quella obbligatoria)*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 863.
- BUTA (2005) *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle s.p.a.*, Torino, 2005.
- CACCHI PESSANI (2003) *Corporate Governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il Caso Enron*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 765.
- CAFAGGI (2005) *Organizational Loyalties and Models of Firms: Governance Design and Standard of Duties*, EUI Working Paper Law No. 2005/05.
- CAIN, LOWENSTEIN E MOORE (2005) *The dirt of coming clean: Perverse effects of disclosing conflicts of interest*, *Journal of Legal Studies*, vol. 34, 2005, su www.ssrn.com.
- CALARI, INGVES (2003) *Financial Sector Assessment Program-Review, Lessons, and Issues Going Forward*, IMF and WB, 2003, su www.imf.org.
- CANALS (2003) *Financial institutions and financial markets: the emerge of a new class of universal banks*, in *The Structural Foundations of International Finance*, 2003, p. 66.
- CAPOLUPO, CELI (2004) *Il finanziamento dello sviluppo: Teoria ed evidenza empirica*, Quaderni del Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università degli studi di Bari n. 9, 2004, su www.dse.uniba.it/Quaderni/SERIES/WP%20finanza-Capolupo-Celi.pdf
- CAPPIELLO (2005) *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, 2005.
- CAPPIELLO (2007) *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale" e il ruolo della class action: l'esperienza*

- statunitense e le iniziative italiane*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 40.
- CAPRIGLIONE (2002) *Gestioni patrimoniali, asset management, tutela del risparmiatore*, Banca e Borsa, parte I, 2002, p. 443.
- CAPRIGLIONE (2006) *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (l. n. 262 del 2005)*, in *BBTC*, 2006, p. 141.
- CARBONE (2005) *Corporate governance, internazionalizzazione dei rapporti economici e accountability dell'impresa*, in *Dir. Comm. Int.*, 2005, p. 311.
- CARIELLO (1999) *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 718.
- CARIELLO (2005) *Amministrazione delegata di società per azioni e disciplina degli interessi degli amministratori nell'attività di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. dir. priv.*, 2/2005, p. 387.
- CARIELLO (2007) *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1.
- CAROZZI *I patti parasociali: efficacia e inadempimento delle convenzioni di voto. Spunti di riflessione sulla disciplina dettata dalla riforma delle società di capitali*, in VISENTINI (2006).
- CARRESI (1987) *Il contratto*, in *Tratt. Dir. civ. comm.* (a cura di Cicu e Messineo e continuato da Mengoni), vol. XXI, t. 1, Milano, 1987.
- CARRIERO (2004) *Revisione contabile e interessi in conflitto*, 2004, su www.ambientediritto.it.
- CARTAPANIS, HERLAND (2000) *The reconstruction of the International Financial Architecture: Keynes' Revenge?*, 2000, su <http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/colloquedugdr2000/pdf/d4-1.pdf>.
- CARUSO (2007) *Private Law and State-making at the Age of Globalization*, in *Int. Law & Pol.*, vol. 39, 2007, p. 2.
- CARY (1974) *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, 83 *Yale L. J.*, 1974, p. 663.
- CASSELLA (1996) *Il conflitto di interessi nell'attività bancaria*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 1996, p. 793.
- CASADEI (2000) *La responsabilità della società di revisione*, Milano, 2000.
- CASSESE (2002) *La crisi dello Stato*, Roma-Bari, 2002.
- CASSESE (2003) *Lo spazio giuridico globale*, Roma, 2003.
- CASSESE (2004) *Conflitti di interessi: il fiume di Eraclito*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2004, 235.

- CASSOTTANA (2003) *Tutela delle minoranze azionarie: prospettive di riforma*, in AA.VV. (2003), p. 147.
- CASSOTTANA (2005) *Responsabilità degli amministratori nella crisi d'impresa*, in AA.VV. (2005-II), p. 185.
- CAVANNA (2006) *Ancora in tema di compensi degli amministratori e conflitto di interessi*, in Foro It., 2006, p. 2111.
- CAVAZZUTI (1989) *Conflitti di interessi e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in Banca, impr. e soc., 1989, p. 358.
- CAVAZZUTI (2004) *La trasparenza dei mercati finanziari*, in Banca, impr. e soc., 2004, p. 405.
- CERA (2002) *Quotazione di nuove società e tutela del pubblico investitore: il ruolo delle società di revisione*, in AGE, 1/2002, p. 201.
- CERA (2004) *Le fondazioni e la gestione delle banche fra luoghi comuni ed interessi*, in AGE, 1/2004, p. 31.
- CERA (2006) *Le banche e i loro azionisti nella nuova legge per la tutela del risparmio*, in AGE, 2006, p. 63.
- CERVELLATI, DELLA BRINA (2004) *Analisti finanziari: conflitti di interesse o eccessivo ottimismo. Evidenza empirica dal mercato italiano delle IPO*, in Banca, impr. e soc., 2004, p. 367.
- CERVELLATI, DELLA BRINA, GIULIANELLI (2004) *Il valore dell'informazione prodotta dagli analisti finanziari. La reazione del mercato azionario italiano ai cambi di raccomandazione*, in Banca impr. e soc. 2004.
- CERVONE (2004) *L'evoluzione delle regole e della vigilanza nel contesto internazionale*, 23 ottobre 2004, su www.consob.it.
- CHEFFINS (2001) *Tendenze attuali di corporate governance: da Londra a Milano, via Toronto*, in Giur. comm., 2001, p. 161.
- CHEMLA, HABIB, LJUNGQVIST (2004) *An Analysis of Shareholder Agreements*, 9 giugno, 2004, su www.ssrn.com.
- CHIARLONI (2006) *La tutela del risparmiatore alla luce delle recenti iniziative legislative*, in Trattato Galgano, vol. XLIII, Padova, 2006, p. 319.
- CHOI (2004) *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, 1 Berkeley Business Law Journal, 2004, 1.
- CHOI, FISH (2003) *How to Fix Wall-Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries*, 113 Yale, L. J., 2003, p. 269.
- CHOI, NELSON, PRICHARD (2007) *The Screening Effect of the Private Securities Litigation Reform Act*, John M. Olin Center for Law & Economics, Working Paper No. 07-008, su www.ssrn.com.

- CICCARELLI (2005) *Gli amministratori indipendenti: spunti di riflessione*, Riv. dei dott. comm., 4/2005, p. 731.
- CIOPPA (2005) *The Efficient Capital Market Hypothesis revisited: implications of the economic model for the United States Regulator*, Global Jurist Advances, 2005, vol. 5, article 3.
- COASE (1937) *The Nature of the Firm*, in 4 *Economica*, 1937.
- COASE (1988) *The problem of social cost*, in Id., *The firm, the Market, and the Law*, Chicago, 1988 (tradotto in italiano in *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, 1995).
- COFFEE (1999) *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, 93 *Northwestern Un. L. Rev.*, p. 641, 1999.
- COFFEE (2002) *Understanding Enron: "It's about the Gatekeepers, Stupid"*, Columbia Law School, Working Paper No. 207, 2002, su www.ssrn.com.
- COFFEE (2001-I) *The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control*, in *Yale Law Journal*, Columbia Center for Law and Economics, Working Paper n. 182, 2001.
- COFFEE (2001-II) *Do norms Matter? A cross Country Examination of the Private Benefit of Control*, Columbia Law School, Working Paper, n. 183, gennaio 2001.
- COFFEE (2003) *What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 214, 20 gennaio 2003.
- COFFEE (2004) *A Course of Inaction: Where Was the SEC When the Mutual Fund Scandal Happened*, in *Legal Aff.*, 2004, p. 46.
- COFFEE (2005) *A Theory of Corporate Scandals: Why the US and Europe Differ*, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 274, su www.ssrn.com.
- COFFEE (2006) *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation*, Columbia Law and Economics Working Paper no. 293, su www.ssrn.com.
- COHEN (2005) *SEC Concept of "Culture of Compliance" in connection with Rule 38a-1 under the Investment Company Act of 1940 and as Applicable to Life Insurance Companies Issuing Variable Insurance Products and Underlying Mutual Funds*, in *Practising Law Institute Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, PLI Order, Number 6369, April, 2005, p. 307.

- COLANGELO (2002) *C'era una volta in America. Gli insegnamenti presunti e i fallimenti reali dell'affare Enron*, in *Mercato concorrenza regole*, 2002, p. 455.
- COLOMBI (2006) *Corporate governance e valore di mercato delle azioni*, in AA. VV. (2006), p. 263.
- COLOMBO (2000) *Per una disciplina "comune" delle partecipazioni reciproche*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 813.
- COMBA (1987) *Il neoliberalismo internazionale*, Milano, 1987.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Raccomandazione della Commissione Europea del 14 dicembre 2004 in tema di amministratori*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 624.
- COMPORITI (2005) *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, in *Diritto della banca e de mercato finanziario*, 2005, p. 593.
- COMPORITI (2004) *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2004, p. 269.
- CONFORD (2004) *Key financial codes and standards: different views and their role in a new financial architecture*, Paper prepared for the Multi-Stakeholders Consultations on Systemic Issues, 2004.
- CONFORTI (2002) *Diritto internazionale*, Napoli, 2002.
- CONSOB (2004) *La diffusione in Italia di obbligazioni pubbliche argentine*, Roma, 27 aprile 2004, reperibile su www.consob.it.
- CONSOB (2002) *Fondi di fondi e accordi di retrocessione. Analisi degli effetti di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, Quaderni di finanza, a cura di Linciano e Marrocco, n. 49, Roma, 2002.
- CONTI E FERRI (1997) *Banche locali e sviluppo economico decentrato*, in *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*, Roma, 1997, p. 429.
- COOTER (1989) *Punitive Damages For Deterrence: When and How Much?*, in *40 Alabama Law Review*, 1989, p. 1143.
- COOTER, ULEN (2004) *Law and Economics*, Boston – San Francisco, 2004.
- CORNFORD (2004) *Key financial codes and standards: different views of their role in a new financial architecture*, su <http://www.new-rules.org/docs/ffdconsultdocs/cornford04-2.pdf>.
- COSSU (2006) *Società aperte e interesse sociale. Considerazioni introduttive*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, I, p. 55.
- COSTI (1994) *L'ordinamento bancario*, Bologna, 1994.
- COSTI (1998) *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 313.

- COSTI (2005) *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in AA. VV. (2005-II), p. 69.
- COSTI, MARCHETTI, NOBILI (2001), *Tre pareri sull'“elevazione” del limite alle partecipazioni reciproche*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 242.
- COSTI, MESSORI (2005) a cura di, *Per lo sviluppo. Un capitalismo senza rendite e con capitale*, Bologna, 2005.
- COTTINO (2006) *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, p. 537.
- COTTINO (2005) *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 693.
- COX (1997) *Making Securities Fraud Class Actions Virtuous*, 39 *Ariz. L. Rev.*, 1997, p. 497.
- CRANSTON (2007) *Theorizing Transnational Commercial Law*, in 42 *Texas Int'l L. J.*, 2007, p. 597.
- CROCKETT (2003) *International standard setting in financial supervision*, Institute of Economic Affairs/Cass Business School Lecture, febbraio 2003.
- CROCKETT, HARRIS, MISHKIN, WHITE (2003) *Conflicts of interests in the financial services industry*, GENEVA REPORTS ON THE WORLD ECONOMY, Ginevra, 2003.
- CRONIN, EVANSBURG, RAE GARFINKLE-HUFF, (2001) *Securities Fraud*, in 38 *Am. Crim. L. Rev.*, 2001, p. 1277.
- CUNNINGHAM (2002-I) *The Serban-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (And It may Just Work)*, ottobre 2002, reperibile su www.ssrn.com.
- CUNNINGHAM (2002-II), *Behavioral Finance and Investor Governance*, Washington & Lee Law rev., vol. 59, 2002 p. 767, su www.ssrn.com.
- CUNNINGHAM (2006), *Too big to fail: moral hazard in auditing and the need to restructure the industry before it unravels*, in 106 *Colum. L. Rev.*, 2006, p. 1698.
- CURZON, KASWELL, ROSENBLAT (2007) *SEC proposes rules for registration of credit rating agencies*, in 124 *Banking L.J.*, 2007, p. 438.
- DAINES (1999) *Does Delaware Law Improve Firm Value?*, N.Y. Univ. Ctr. L. B. Working paper no. 159, 1999, su www.ssrn.com.
- DAM (1982) *The rules of the game. Reform and evolution in the International Monetary System*, Chicago, 1982.
- D'ALESSANDRO (2007) *Il conflitto di interessi nei rapporti tra socio e società*, in *Giur. Comm.*, 2007, p. 5/I.
- D'ALESSANDRO (2002) *Un nuovo ruolo per l'assemblea per la società per azioni*, in Associazione Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 163.

- D'AMICO (2002) *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in Riv. dir. civ., 2002, I, p. 37.
- D'ANGELO (2005) *Il nuovo diritto societario e la clausola generale di buona fede*, in AA. VV. (2005-II), p. 109.
- D'ATTORRE (1990) *Il Piano Marshall: politica, economia e relazioni internazionali nella ricostruzione italiana*, in L'Italia e la politica di potenza in Europa (1945-1950), a cura di Di Nolfo, Rainero e Vigezzi, Milano, 1990.
- DALLEY (2006) *Shareholder (and Director) Fiduciary Duties and Shareholder Activism*, bepress Legal Series, Paper 1746, 2006.
- DALMOTTO (2004) *Artt. 2392-2393-bis. Commento*, in Il nuovo diritto societario, a cura di Cottino et al., Bolohna, 2004, vol. 2, p. 785.
- DEASAI (2003) *Financial crisis, contagion, and containment*, Princeton, 2003.
- DELLACASA (2006) *Negoziazione di titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato?*, in NGCC, 2006, I, p. 599.
- DELONIS (2004) *International Financial Standards and Code: Mandatory Regulation without Representation*, in 36 N. Y. U. J. Intn'l L. & Pol., 2004, p. 563.
- DE LORENZI (1993) *Il mandato alla luce dell'analisi economica del diritto*, in Contratto e Impresa, 1993, p. 965.
- DE LORENZI (2002) *Rappresentanza diretta volontaria nella conclusione dei contratti e analisi economica del diritto*, Milano, 2002.
- DE MARI (2003) *Corporate governance e nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in Riv. dir. priv., 3/2003, p. 541.
- DENARDIS (2004) *Fondi comuni: market timing, late trading, doveri fiduciari e conflitto d'interessi*, CERADI Working Paper, 2004, su www.archivioceradi.luiss.it.
- DENOZZA (2002) *Norme efficienti – L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002.
- DENOZZA (2004) *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in Giur. Commerciale, 2004, p. 331/I.
- DENOZZA (2005) *L'"amministratore di minoranza" e I suoi critici*, in Giur. Comm., I, 2005, p. 767.
- DENOZZA (2006) *Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso dei modelli di corporate governance*, in Giur. Comm., 2006, p. 167/I.

- DE NOVA (2002) *Conflicts of interests and the fair dealing duty*, in Riv. dir. priv., 2002, p. 479.
- DE NOVA (2004) *Gli interessi in conflitto e il contratto*, in Riv. dir. priv., 2004, p. 241.
- DENTERS (1996) *Law and policy of IMF conditionality*, The Hague-London-Boston-Kluwer, 1996.
- DE POLI (2005) *“Interessi” e “conflitto di interessi” degli amministratori nella società per azioni*, in Riv. dir. bancario, 2005, su www.dirittobancario.it.
- DEVALERIO, DONOVAN-MAHER, SMITH (2007) *The interplay of the U.S. financial markets, securities fraud class actions and auditor liability*, in SM086 ALI-ABA, 2007, p. 1039.
- DIALTI (2005) *Principali differenze e somiglianze tra standards e norme aventi valore di legge nel settore della regolamentazione finanziaria*, in Dir. del Comm. Intern., 2005, p. 535.
- DI AMATO (2006) *I reati societari*, in Dir. pen. impr., Milano, 2006, p. 317.
- DI BERNARDO, MATTIA (2005) *Il conflitto di interessi degli amministratori nella nuova s.p.a.*, in Le Soc.5/2005, p. 557.
- DI CASTRI (2004) *I conflitti di interesse degli analisti finanziari: disciplina statunitense, evoluzione della normativa comunitaria e prospettive nell’ordinamento italiano*, in Banca impr. soc., 2004.
- DI CHIO (1998) *Gli intermediari: il sistema di vigilanza e l’esercizio dei servizi di investimento*, in Le soc., 1998, V, p. 502.
- DI CIOMMO (2000) *Clausole generali e responsabilità civile dell’intermediario mobiliare*, nota a sent. Cass. n. 426 del 15 gennaio, 2000, in Foro it., I, 2000, p. 1173.
- DI GIOVANNI (2004) *La responsabilità della capogruppo dopo la riforma delle società*, in Riv. dir. priv., n. 1/2004, p. 31.
- DI MAJO (1992) *La correttezza nell’attività di intermediazione mobiliare*, in BBTC, 1992, p. 289.
- DI MAJO (1993) *L’adempimento dell’obbligazione*, in Comm. Cod. Civ. Scialoja Branca, Bologna, 1993.
- DI MAJO (2005) *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in Le soc., n. 9/2005, p. 1282.
- DI MARCELLO (2003) *La responsabilità delle società di revisione nei confronti dei terzi tra violazione di obblighi e lesione di interessi protetti*, in Giur. comm., 2003, II, p. 449 ss.
- DI MASCIANDARO, PORTOLANO (2002) *It takes two to Tango: International Financial Regulation and Off-Shore Centres*, Centro di Economia Monetaria e Finanziaria “Paolo Baffi”, Università Bocconi, Milano, marzo 2002, n. 151.

- DI NANNI (2005) *Competenze e responsabilità della società di revisione*, in AA. VV. (2005), p. 143 ss.
- DI STASO (2003/2004) *La tutela dell'investitore: i casi Lloyd's TSB e Cirio*, Ceradi, 2004, su www.archivioceradi.luiss.it.
- DI STASO (2004) *Il caso Parmalat*, Ceradi, 2004, su www.archivioceradi.luiss.it.
- DI STEFANO (2003) *Origini e funzioni del soft law nel diritto internazionale*, in *Lav. e dir.*, n. 1, 2003, p. 21.
- DRIGO (2006) *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.*, 2006, p. 488.
- DOLMETTA (1998) *Exceptio doli generalis*, in *BBTC*, 1998, I, p. 170.
- DOMENICHINI (1985) *Il collegio sindacale nella società per azioni*, in *Tratt. dir. priv.* diretto da Rescigno, 1985, p. 535.
- DONATO (1998) in AA. VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia finanziaria*, diretto da Alpa, Capriglione, Padova, 1998, p. 1531.
- DUFF (2001) *Profile of Telecom Italia S.p.A. (Telecom Italia)*, Institute for Japanese-European Technology Studies, University of Edinburgh, 2001.
- DUGGAN (2005) *Exemplary Damages in Equity*, University of Toronto, Faculty of Law, Legal Studies Research Paper n. 05/05, su www.ssrn.com.
- DUMAIN (2007) *Class Action Suits, Auditor Liability, and the Effect of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, in *SM076 ALI-ABA*, 2007, p. 137.
- DYCK, ZINGALES (2002) *Private Benefits of control: an International comparison*, NBER, W.P. n. 8711, 2002, su www.ssrn.com.
- DI STEFANO (2003) *Origini e funzioni del soft law in diritto internazionale*, in *Lav. e dir.*, a. XVII, n. 1, 2003, p. 17 ss.
- EASTERBROOK, FISHEL (1985) *Optimal Damages in Securities Cases*, in *52 U. Chi. L. Rev.*, 1985, p. 611.
- EASTERBROOK, FISHEL (1991) *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass., 1991.
- EASTERBROOK, FISHEL (1993), *Contract and Fiduciary Duties*, *36 Journal of Law and Economics*, 1993, p. 425.
- EATWELL (2001) *The challenges facing international financial regulation*, 2001, su internet www.financialpolicy.org/DSCEatwell.pdf
- EATWELL (2002) *The New International Financial Architecture: promise or threat?*, Cambridge Endowment for Research in Finance (CERF), 2002, su internet www.cerf.cam.ac.uk

- EISEMBERG (1995) *An introduction to Agency and Partnership*, Westbury, New York, 1995.
- EISENHARDT (1989) *Agency theory: An assessment and review*, in 14 *Ac. Man. Rev.*, 1989, p. 57.
- ENRIQUES (1995) *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in Banca, Impr. e soc., 1995.
- ENRIQUES (1996) *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in BBTC, 1996, p. 651.
- ENRIQUES (1997) *Gruppi piramidali, operazioni infragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 698.
- ENRIQUES (1998) *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 680/I.
- ENRIQUES (2000-I) *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000.
- ENRIQUES (2000-II) *The Law on Company Directors Self Dealing: A Comparative Analysis*, 2 *International & Comparative Corporate Law Journal* 297 (2000).
- ENRIQUES (2000-III) *Il conflitto di interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 509.
- ENRIQUES (2003-I) *Gruppi di società e gruppi d'interesse*, in AA. VV. (2003), p. 247.
- ENRIQUES (2003-II) *Bad Apples, Bas Oranges: A Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reform*, in 38 *Wake Forest Law Review*, p. 911.
- ENRIQUES (2004) *Dum Romae consulitur...verso una nuova disciplina comunitaria del conflitto di interessi nei servizi di investimento*, in Banca, Impr. e Soc., 2004, p. 447.
- ENRIQUES (2005) *Conflicts of interest in investment services: the price and uncertain impact of MiFID's Regulatory Framework*, su www.ssrn.com.
- ENRIQUES (2005) *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They?*, ECGI Working Paper Series in Law No. 39/2005, su www.ssrn.com.
- ENRIQUES (2005) *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 845/I.

- ENRIQUES (2007) *Enforcing Self-Dealing Constraints on Dominant Shareholders in Europe*, Law and Economics Workshop, University of California, Berkeley, 2007, su www.ssrn.com.
- ENRIQUES, VOLPIN (2007) *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journ. Econ. Persp.*, Vol. 21, No. 1, Winter 2007, p. 117.
- ENRIQUES, ZORZI (2006), *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle delibere assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 1.
- FABBRI-FIORENTINI-FRANZONI, *L'analisi economica del diritto*, Roma, 1997.
- FABRIZIO (2002) *Gli "studi" prodotti dagli analisti finanziari. Conflitti di interessi, prime evidenze empiriche*, in *Diritto dell'economia*, Atti dei seminari tenuti nell'Auditorium della Cassa Forense in Roma, 11 ottobre 2001 – 8 febbraio 2002, p. 163.
- FABIANO (2007) *La negoziazione dei bond e le conseguenze della violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario tra responsabilità per inadempimento e nullità del contratto*, in *BBTC*, 2007, II, p. 338.
- FACCHIN (2004) *Il controllo nelle società per azioni: concorrenza tra ordinamenti*, in *Contr. impr.*, 2004, p. 359
- FACCI (2007) *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profile di responsabilità*, in *Resp. civ.*, 2007, p. 679.
- FACCIO, LANG (2001) *The Separation of Ownership and Control. An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations*, 2001, reperibile su www.ssrn.com.
- FAMA, JENSEN (1983-I) *Separation of Ownership and control*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, disponibile su www.ssrn.com.
- FAMA, JENSEN (1983-II) *Agency problems and residual claims*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, disponibile su www.ssrn.com.
- FARRAL (1999) *The new financial architecture and effective corporate governance*, in *33 Int'l Law*, 1999, p. 927.
- FERRARINI (2004) *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca Impr. Soc.*, 2004, p. 405.
- FERRARINI (2002) *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 49, 2002, p. 462.
- FERRARINI (2005) *Grandi paghe, piccoli risultati: "rendite" dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)*, in *Riv. delle soc.*, 2005, p. 879.
- FERRARINI (2005) *Corporate Governance Changes in the 20th Century: A View from Italy*, in *ECCI Working Paper Series in Law No. 29/2005*, su www.ssrn.com.

- FERRARINI, GIUDICI (2005) *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: the Parmalat Case*, ECGI Law Working Paper n. 40, 2005, disponibile su sito: www.ecgi.org/wp.
- FERRARINI, GIUDICI (2006) *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in Riv. soc., 2006, p. 573.
- FERRARINI, MOLONEY (2005) *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in Riv. soc., 2005, p. 588.
- FERRARINI, RECINE (2006) *The Market in Financial Instruments Directive (MiFID) and Internalization*, in Ferrarini, Wymeersch (Eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, The MiFID and Beyond*, Oxford University Press, 2006.
- FERREL (2004) *The Case for Mandatory Disclosure In Securities Regulation Around The World*, Harvard Law School, 10/2004, su www.ssrn.com.
- FERRI (2003-I) *Diritto societario e corporate governance: modelli assoluti o storicamente determinati?*, in AA. VV. (2003-I), p. 279.
- FERRI (2003-II) *Ripartizione delle funzioni gestorie e nuova disciplina della responsabilità degli amministratori di S.p.A.*, in AA. VV. (2003-II), p. 41.
- FERRI E TRENTO *La dirigenza delle grandi banche e delle grandi imprese*, in *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*. A cura di F. Barca, Roma, 1997.
- FERRO-LUZZI (1993) *La conformità delle delibere assembleari alla legge e all'atto costitutivo*, Milano, 1993.
- FERRO-LUZZI (2006) *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori; profili di sistema*, in Riv. dir. comm., 2006, p. 661.
- FICI (1997) *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in Riv. crit. dir. priv., 1997, p. 311.
- FIGÀ-TALAMANCA, GENOVESE (2004), *Riforma del diritto societario e gruppi di società*, in Vita not., 2004, p. 1189.
- FIMMARÒ (2004) *I gap di informazione e controllo nel crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in Società, 2004, p. 401, anche disponibile su www.dirittobancario.it.
- FIORIO (2004) *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in Giur. ital., 2004, p. 2125.
- FISCHEL (1982) *The "Race to the Bottom" Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation law*, 76 Nw. U. L. Rev., 913, 915, 1982.

- FISCH, SALE (2003) *The securities analyst as agent: rethinking the regulation of analysts*, in 88 Iowa L. Rev., 2003, p. 1035.
- FLEISCHER (2005) *Legal Transplants in European Company Law – The Case of Fiduciary Duties*, in ECFR, 2005, p. 378.
- FOHLIN (2000) *Economic, political and legal factors in financial system development: international patterns in historical perspective*, Social Science Working Paper 1089, maggio 2000.
- FORTUNATO (2004) *I fallimenti nel sistema dei controlli sui mercati finanziari (a margine del d.d.l. sulla tutela del risparmio)*, in Le Soc., 2004, p. 929.
- FOSS-LANDO-THOMSEN (1999) *The theory of the firm*, no. 5610, 1999, Encyclopedia of Law and Economics, disponibile anche online.
- FOX (2006) *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, in J. Corp. L., 2006, p. 829.
- FRANKEL (1998) *Fiduciary duty*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, New York, 1998.
- FRANKEL (2007) *United States Mutual Fund Investors, Their Managers and Distributors*, in *Conflicts of Interest, Corporate Governance and Financial markets* (edited by Thevenoz and Bahar), Kluwer Law International, 2007.
- FRATANGELO (2002) *La legislazione comunitaria in materia finanziaria: linee evolutive e prospettive di cambiamento*, in *Studi e note di economia*, 2002/2, p. 107 ss.
- FRISCHMANN (2003) *A Dynamic Institutional Theory of International Law*, in Buffalo Law Rev., vol. 51, 2003, p. 679.
- FROST (2006) *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies*, 15 marzo 2006, su www.ssrn.com.
- FSF (2000) *Background notes on the Financial Stability Forum and the Bank for International Settlements*, presentato alle Nazioni Unite dal Segreteriato del FSF, 12 maggio 2000, disponibile su internet www.fsf.org.
- FSF (2005) *Ongoing and recent work relevant to sound financial systems*, Note by the FSF Secretariat for the FSF meeting on 8-9 September 2005.
- GABRIELLI (2007) *Il conflitto di interessi autorizzato*, in *Contr. e impr.*, 2007, p. 97.
- GAGGERO (2001) *I contratti di gestione mobiliare (a proposito di un libro di Carlo Lombardini)* in *Contr. e impr.*, 2001, p. 704.

- GALGANO (2005) *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e impr.*, 2005, I, p. 889.
- GALLARATI (2005) *La delega di funzioni per la gestione patrimoniale nell'interesse altri: un modello efficiente*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, p. 941.
- GARD (2006) *George Bailey in the Twenty-First Century: Are We Moving to the Postmodern Era in International Financial Regulation with Basel II?*, in 8 *Transactions: Tenn. J. Bus. L.*, 2006, p. 161.
- GARDNER (1978) *Politica economica e ordine internazionale, l'evoluzione delle organizzazioni economiche internazionali*, Milano, 1978.
- GENIRS (2005) *Managing Conflicts of Interests*, American Law Institute - American Bar Association Continuing Legal Education ALI-ABA Course of Study, January 13-14, 2005, p. 199.
- GENOVESE (2007) *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, in *Riv. delle soc.*, 2007, p. 63.
- GENTILI (2004) *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, n. 3/2004, p. 555.
- GERSHENKRON (1962) *Economic backwardness in historical perspective*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1962.
- GHEZZI (2000) *Intrecci azionari e concorrenza. Il caso Generali/Ina*, in *Mercato e conc. reg.*, II, 2000, p. 245.
- GHEZZI (1996) *I "doveri fiduciari" nei "Principles of Corporate Governance"*, in *Rivista delle Società*, 1996, p. 465.
- GIANNI (2002-I) *La tutela delle minoranze*, in *Diritto dell'economia*, Atti dei seminari tenuti nell'Auditorium della Cassa Forense in Roma, 11 ottobre 2001 – 8 febbraio 2002, p. 189.
- GIANNI (2002-II) *I conflitti di interesse nel mercato finanziario*, in *Diritto dell'economia*, Atti dei seminari tenuti nell'Auditorium della Cassa Forense in Roma, 11 ottobre 2001 – 8 febbraio 2002, p. 231.
- GIANNINI (2001) *Broad in scope, soft in method, international cooperation and the quest for financial stability*, 2001, su <http://www.hnb.hr/dub-konf/e7-konf.htm?tsfsg=7e471c85c2865dcd6d97e4302e371276>
- GIANVITI (2002) *Legal aspects of the Financial Sector Assessment Program (FSAP)*, 2002, disponibile su www.imf.org.
- GIANVITI (2001) *Evolving Role and Challenges of the International Monetary Fund*, in 35 *Int'l Law.*, 2001, p. 1371.

- GILSON (2005) *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in ECGI Law Working Paper No. 49/2005, su www.ecgi.org.
- GILSON, KRAAKMAN (1984) *The mechanism of market efficiency*, 70 Va. L. Rev., 1984, p. 549.
- GILSON, KRAAKMAN (2003) *The mechanism of market efficiency twenty years later: the hindsight bias*, Harvard Olin Center for Law, Economics, and Business, Discussion Paper n. 446, in 28 J. Corp. L., 2003, p. 715, disponibile su www.ssrn.com.
- GIORGIANNI (2006) *La responsabilità nei gruppi*, in AA. VV. (2006), p. 107.
- GIORGIANNI (1960) voce *Causa* in *Enc. dir.*, Milano, 1960, p. 573 ss
- GIOVANOLI (2000) *International Financial Architecture, Legal Aspect of International Financial Standards Setting*, in *International Monetary Law*, a cura di Giovanoli M., New York, 2000, p. 33.
- GIUDICI (2005) *L'azione di responsabilità contro gli amministratori esercitata dai soci di minoranza: I problemi di un legal transplant*, in NGCC, 2005, p. 473.
- GIULIANO (1978) *La cooperazione degli Stati e il commercio internazionale*, Milano, 1978.
- GOBBO (2006) *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento: tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. comm.*, 2006, p. 103/
- GOBBO-SALODINI (2006) *I servizi d'investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, p. 5/II.
- GODDARD (2003) *Modernising Company Law: The Government's White Paper*, in *Mod. L. Rev.*, 2003, vol. 66, n. 3., p. 402.
- GOFORTH (1989) *Stockbrokers' Duties to Their Customers*, 33 St. Louis U. L. J., 1989, p. 407.
- GOLD (1996) *Interpretation: the IMF and international law*, Washington, 1996.
- GOLDBERG (1988) *Accountable accountants: is third party liability necessary?*, in *J. Legal. Stud.*, 1988, 17, p. 295
- GOLD (1983) *Strengthening the Soft International Law of Exchange Arrangements*, in 77 *Am. J. Int'l. L.*, 1983, p. 443
- GOLD (1980) *The rule of law of the International Monetary Fund*, Washington, 1980.
- GOLD (1977) *International capital movement under the law of the IMF*, Washington, 1977.
- GOLDSTEIN (2000) *IMF Structural Conditionality: How much is too much?*, Paper presented at the NBER Conference "Economic and

- Financial Crises in Emerging Market Economies”, 19-21 ottobre 2001.
- GOMEL (2001) *Crisis prevention and the Role of IMF Conditionality*, Paper prepared for the Guido Carli Association and the G-8 Research Group Conference "Assembling a new international financial architecture: the deeper challenges", Roma, 17 luglio 2001, su <http://www.g7.utoronto.ca/conferences/2001/rome/gomel.pdf>
- GOMELLINI (2004) *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di rating e i Modelli di prevenzione dei reati*, Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 2004, p. 589.
- GOMPERS, ISHII, METRICK (2003) *Corporate Governance and Equity Prices*, in 118 Q. J. Econ., 2003, p. 107.
- GORDON (2002) *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, in 69 U. Chi. L. Rev., 2002, p. 1233.
- GORMAN (2004) *Are Chinese Walls the Best Solution to the problems of Insider Trading and Conflicts of interest in Broker-dealers?*, in 9 Fordham J. Corp. & Fin. L., 2004, p. 475.
- GOSHEN (2005) *Conflicts of Interest in Publicly-Traded and Closely-Held Corporations: A Comparative and Economic Analysis*, in Theoretical Inquiries in Law, p. 278, 2005.
- GOSHEN, PARCHMOVSKY (2004) *The essential role of securities regulation*, Columbia Law & Econ. W.P. 2004, p. 259, su www.ssrn.com.
- GRASSINI (2004) *C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?*, in Merc. conc. reg., 2004, p. 437.
- GRAZIANO-BRUNELLO (2007) *Retribuzione e Turnover del Top Management in Italia*, Working Paper No. 07-01-eco, 2007 disponibile on line.
- GROS-PIETRO, REVIGLIO, TORRISI (2001) *Assetti proprietari e mercati finanziari europei*, Bologna, 2001.
- GROSS (2002) *Securities Analysts' Undisclosed Conflicts of Interest: Unfair Dealing or Securities Fraud?*, in Col. Bus. L. Rev., 2002, p. 631.
- GRUNDFEST (1990) *Internationalization of the World's Securities Markets: Economic Causes & Regulatory Consequences*, 4 J. Fin. Services Res., 1990, p. 349.
- GUERINONI (2005) *Negligenza e giudizio di responsabilità degli intermediari finanziari*, in Contratti, 2005, p. 113.

- GUERRIERI (2001) *Disciplina delle società con azioni quotate, Sub. Art. 159, in Le nuove leggi civili commentate, 2001, fasc. 1-2, p. 369.*
- GUIISO (2004) *Conflitti di interesse nell'industria bancaria. Come limitarne lo sfruttamento in Banca impr. e soc., 2004, p. 455.*
- GUIISO, JAPPELLI, PADULA, PAGANO (2004) *Financial Market Integration and Economic Growth in the EU, 19 Economic Policy, 2004, 523.*
- GUIZZI (2003) *La responsabilità della controllante per non corretto esercizio del potere di direzione e coordinamento, in AA. VV. (2003-II) p. 205.*
- GUIZZI (2007) *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione, in corr. giur., 2007, p. 1.*
- GUTIÉRREZ, TRIBÒ (2004) *Private Benefits Extraction in Closely-Held Corporations: The case for Multiple Large Shareholders, ECGI Finance Working Paper no. 53/2004, ottobre 2004, disponibile on line su www.ssrn.com.*
- HANSMANN, KRAAKMAN (2000) *The End of History for Corporate Law, Yale Law School, Law and Econ. Working Paper No. 113, Jan. 2000.*
- HANSMANN, KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, in *Anatomy of Corporate Law*, su www.ssrn.com.
- HANSMANN, KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in *Anatomy of Corporate Law*, su www.ssrn.com.
- HANSMANN, KRAAKMAN, SQUIRE (2006) *Law and the Rise of the Firm, Harvard Law School Discussion Paper no. 546, 2/2006, su www.ssrn.com.*
- HEALY, PALEPU (2003) *The fall of Enron, 17 J. Economic Perspective, 2003, p. 3.*
- HOFSTETTER (2005) *One size Does Not Fit All: Corporate Governance for "Controlled Companies", Harvard Law School, June 2005, su www.ssrn.com.*
- HOLMSTROM (1974) *Moral Hazard and Observability, in Bell Journal of Economics, 1979, p. 74.*
- HOPT (2002) *Modern Company and Capital Market Problems, Improving European Corporate Governance after Enron, ECGI Working Paper n. 05/2002, su www.ecgi.org.*
- HOPT (2002) *Takeover, Secrecy and Conflict of Interest: Problems for Boards and Banks, ECGI Working Paper n. 03/2002, su www.ecgi.org.*
- HOPT (2005) *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?, ECGI Working Paper n. 05/2002, su www.ecgi.org.*

- HOPT (2006) *Company Law Modernization: Transatlantic Perspectives*, in Riv. soc., 2006, p. 906.
- HOPT, LEYENS (2004) *Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, ECGI Working Paper n. 18/2004, su www.ecgi.org.
- HUANG (2003) *Trust, Guilt, and Securities regulation*, in Un. Penn. L. Rev., Vol. 151, No. 3, 2003, p. 1059.
- HU, BLACK (2007) *Hedge funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, Journal of Corporate Finance, 2007, anche disponibile on line su www.ssrn.com.
- IMF *Italy: Financial Stability Assessment*, 2006 disponibile su internet www.imf.org
- IMPERATORI (1994) *Introduzione all'edizione italiana di "Manager forti azionisti deboli" (Roe)*, Princeton, 1994, versione italiana del 1997.
- IRTI (2004) *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 2004.
- JEAGER (1963) *L'interesse sociale*, Milano, 1963.
- JEAGER (2000) *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in Giur. comm., 2000, I, p. 805.
- JAEGER, DENOZZA, TOFFOLETTO (2006) *Appunti di diritto commerciale, Impresa e società*, Milano, 2006.
- JEAGER, MARCHETTI (1997) *Corporate Governance*, in Giur. comm., 1997, p.638.
- JENSEN (2005) *The agency costs of overvalued equity*, 2005, disponibile on line su www.ssrn.com.
- JENSEN (2002) *Just say no to Wall Street*, in Journal of Applied Corporate Finance, vol. 14, n. 4, 2002, p. 41, disponibile anche on line su www.ssrn.com.
- JENSEN (2001) *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, in 7 Europ. Fin. Man. Rev., 2001, p. 297.
- JENSEN (1985) *Stockholder, manager, and creditor interests: application of agency theory*, 1985, disponibile on line su www.ssrn.com.
- JENSEN (1985) *Self-interest, altruism, incentives & agency theory*, 1994, Journal of Applied Corporate Finance, vol. VII, no. 2, su www.ssrn.com.
- JENSEN-MECKLING (1976), *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in Journal of Financial Economics, 1976, disponibile on line su www.ssrn.com
- JENSEN-SMITH (1984) *The theory of corporate finance: a historical overview*, 1984, disponibile on line su www.ssrn.com.

- JOHNSON, LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER (2000), *Tunneling*, in 90 Am. Econ. Rev. (Proc. Am. Econ. Assoc.), 2000, p. 22.
- JORDA, MAJNONI (2002) *Financial Regulatory Harmonization and the Globalization of Finance*, in World Bank Policy Research Working Paper 2919, ottobre 2002.
- JORDAN (2005) *Additional Article: the Conundrum of Corporate Governance*, in 30 Brooklyn J. Int'l L., 2005, p. 983.
- KAHAN E KAMAR (2002) *The Myth of State Competition in Corporate Law*, in Stanf. L. Rev., 2002, p. 679.
- KANAREK, COLLIER (2004) "*Knew or Should Have Known?*" – *Lessons for the EU Securities Fraud Regime*, in 10 Colum. J. Eur. L., 2004, p. 561.
- KAPLAN (2004) *The Mother of All Conflicts: Auditors and Their Clients*, in J. of Corp. Law, 2004, p. 362.
- KAPSTEIN (2006) *Architects of stability? International cooperation among financial supervisors*, BIS Working Papers No 199, 2006, disponibile su internet [ww.bis.org](http://www.bis.org)
- KARMEL (1995) *Is the Shingle Theory Dead?*, in 52 Wash. & Lee L. Rev., 1995, p. 1271.
- KARMEL (2005) *Mutual Funds, Pension Funds, Hedge Funds and Stock Market Volatility - What Regulation by the Securities and Exchange Commission is Appropriate?*, 80 Notre Dame L. Rev., 2005, p. 909.
- KARPOFF, LEE, MARTIN (2005) *The Legal Penalties for Financial Misrepresentation*, Working paper, su www.ssrn.com.
- KARPOFF, LOTT (2000) *On the determinance and the importance of punitive damages awards*, University of Washington - Business School and University of Maryland Foundation, University of Maryland, Working paper, su www.ssrn.com.
- KELLEY (2007) *Exporting Western Law to the Developing World: the Troubling case of Niger*, in 39 Geo. Wash. Int'l L. Rev., 2007, p. 321.
- KIRKPATRICK *Improving corporate governance standards: the work of the OECD and the Principles*, Boardroom Adviser Series, OECD, disponibile su internet www.oecd.org.
- KIM (2001) *Taking International Soft Law Seriously: Its Implications for Global Convergence in Corporate Governance*, in 1 Journal of Korean Law 1, 2001.
- KITCH (1999) *Regulation of the Securities Market*, no. 5660, 1999, Encyclopedia of Law and Economics, disponibile anche on-line.

- KLAUSNER (2003) *The Limits of Corporate Law in Promoting Good Corporate Governance*, John M. Olin Program in Law and Economics, Stanford Law School, Working Paper No. 300, December 2004, su www.ssrn.com.
- KLAUSNER (2007) *The Contractarian Theory of Corporate Law: A generation Later*, John M. Olin Program in Law and Economics, Stanford Law School, Working Paper No. 334, January 2007, su www.ssrn.com.
- KLEIN (1999) *New institutional economics*, no. 0530, 1999, Encyclopedia of Law and Economics, disponibile anche on-line.
- KLEIN, COFFEE (2004) *Business Organisation and Finance. Legal and Economic Principles*, New York, 2004.
- KLEIN E ZOELLER (2003) *Universal Banking and Conflicts of Interests: Evidence from German Initial Public Offerings*, CORI Working Paper No. 2003-06, disponibile on line su www.ssrn.com.
- KNEPPER, BAILEY (1998) *Liability of Corporate Officers and Directors*, Charlottesville, Virginia, 1998.
- KRAAKMAN (1986) *Gatekeepers: the anatomy of third party enforcement strategy*, in *J. Law econ. & Org.*, 1986, 2, p. 53.
- KROGER (2005) *Enron, Fraud and Securities reform: An Enron Prosecutor's Perspective*, in 76 *U. Colo. L. Rev.*, 2005, p. 57.
- KROPP (2007) *Corporate Governance, executive Compensation, Corporate Performance, and Worker Rights in Bankruptcy: Some Lessons from Game Theory*, in 57 *DePaul L. Rev.*, 2007, p. 1.
- KROSNER (1998) *Rethinking Bank Regulation: A Review of the Historical Evidence*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1998, p. 48, disponibile on line su www.ssrn.com.
- KRUTHOF (2005) *Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate?*, Financial Law Institute, Universiteit Gent, Working Paper Series, WP 2005-07, 2005.
- LANGEVOORT (1996) *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, in 38 *Ariz. L. Rev.*, 1996, p. 639.
- LANGEVOORT (2005) *Managing the "Expectations Gap" in Investor Protection: the SEC and the Post-Enron Reform Agenda*, 2002, su www.ssrn.com.
- LANGEVOORT (2005) *Structuring Securities Regulation in the European Union: Lessons from the U.S. Experience*, ECGI Working Paper No. 41/2005, su www.ecgi.com.

- LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER (2003) *What works in securities law?*, Tuck School of Business at Dartmouth, Working paper no. 03-22, giugno 2003, disponibile on line su www.ssrn.com.
- LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER E VISHNY (1999) *Corporate ownership around the world*, in the *Journal of Finance*, 1999, p. 471.
- LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER E VISHNY (1997) *Legal determinants of finance*, in the *Journal of Finance*, 1997, p. 1131.
- LA ROSA (2005) *Black-out dei controlli: stato dell'arte e prospettive di riforma in tema di revisione contabile*, in *Giur. Comm.*, 2005, p. 183.
- LASTRA (2000) *The International Monetary Fund in historical perspective*, *Journal of International Economic Law*, 2000, p. 507.
- LASTRA (2001) *IMF Conditionality*, Paper presented at London Memorial Tribute to Sir Joseph and Ruth Gold, Londra, 2001.
- LEADER, DINE (1998) *The United Kingdom*, in *The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations. A Comparative Approach*, ed. by Pinto and Visentini, The Hague, London, Boston, 1998, p. 219.
- LECKOW (2002) *Conditionality in the International Monetary Fund*, maggio 2002, disponibile su www.imf.org.
- LENER (2003) *Gli amministratori indipendenti*, in *AA. VV. (2003-II)*, p. 115.
- LENER (2004) *Appunti sui patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. priv.*, n. 1/2004, p. 45.
- LENER (2005) *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in *Giur. Comm.*, 2005, I p. 269.
- LENER, GALANTE (1998) *D.lgs 58/1998, prime riflessioni sulla società di gestione del risparmio*, in *Le soc.*, 1998, p. 530.
- LEVINE (2002) *Bank-Based or Market-Based Financial System: Which is Better?*, William Davidson Institute Working Paper No. 442, 2002, su www.ssrn.com.
- LEVINE, MATHEWS, LEE (1990) *An Overview of Compliance Policies and Procedures for Multiservice Financial Institutions*, Practising Law Institute Corporate Law and Practice Course Handbook Series PLI Order No. B4-6927 June 7, 1990, p. 731.
- LEVINSON (1999) *The International Financial System: a Flawed Architecture*, in 23-SPG Fletcher F. World Aff., 1999 p. 1
- LIBONATI (2001) *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 86.
- LIBONATI (2006) *Il paradosso del consiglio di sorveglianza dopo la legge 262/2005*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 655.

- LICHT (1999) *Games Commissions Play: 2x2 Games of International Securities Regulation*, Yale Journal of International Law, Vol. 24, 1999.
- LINCIANO (2005) *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, in Banca, impr. e soc., 2005, p. 175.
- LOMBARDI (2003) *Questioni in tema di durata dei patti parasociali*, in Giur. comm., 2003, I, p. 267.
- LONDON ECONOMICS (2002) *Quantification of macro-economic impact of EU financial markets*, London, 2002, disponibile sul sito della Commissione Europea.
- LORDI (2005) *Corporate governance e prezzo contrattuale. Contributo allo studio delle regole formanti la giustizia contrattuale. Profili comparativi*, in Contr. e impr., 2005, p. 338.
- LUCARINI (2004) *La separatezza tra industria e banca: il punto di vista di un giurista*, in AGE, 2004, p. 63.
- LUCCARELLI (1998), in *Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria – Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, 1998, p. 911.
- LUCHENA (2005) *I controlli della Consob e la revisione contabile obbligatoria*, in Riv. dir. comm., 2005, p. 1061.
- LUMINOSO (1984) *Mandato, commissione, spedizione*, in Trattato di diritto Civile e Commerciale, vol. XXXII, Milano, 1984.
- MACCABONI (2005) *Frodi finanziarie, azioni di gruppo e risarcimento del danno non patrimoniale: il caso del Banco Ambrosiano*, in Danno e resp., 7/2005, p. 755.
- MACEY (2002) *Efficient Capital markets, Corporate Disclosure & Enron*, in Giur. Comm., 2002, p. 754/I.
- MACEY (2003) *Regulatory Globalization as a Response to Regulatory Competition*, in 52 Emory L. J., 2003, p. 1353.
- MACEY (2006) *The Nature of Conflicts of Interests Within the Firm*, in Journ. of Corp. Law, 2006, p. 613.
- MACRÌ (2003) *Interessi degli amministratori*, in AA. VV. (2003-II), p. 135.
- MACRÌ (2007) *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007.
- MAFFEIS (2002) *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002.
- MAFFEIS (2003) *Il nuovo conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni e di società a responsabilità limitata: (alcune) prime informazioni*, in Riv. dir. priv., 3/2003, p. 517.
- MAFFEIS (2004) *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita ai*

- risparmiatori di obbligazioni argentine*, in BBTC, 2004, p. 452.
- MAFFEIS (2005-I) *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in Riv. dir. priv., 3/2005, p. 575.
- MAFFEIS (2005-II) *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello del credito ai consumatori*, in I contr. 1/2005, p. 5.
- MAFFEIS (2006) *Il conflitto di interessi nel contratto dell'amministratore di società per azioni*, nota a sent. Cass. n. 1525/2006, in Contr., p. 440.
- MAGGIOLO (2006) *L'azione di danno contro società o ente capogruppo (art. 2497(3) c.c.)*, in Giur. comm., I, 2006, p. 177.
- MARAGNO (2007) *Potere di rappresentanza e conflitto di interessi nella S.p.A. riformata*, in NGCC, 2007, p. 93.
- MAHONEY (1990) *Securities Regulation by Enforcement: An International Perspective*, in 7 Yale J. on Reg. 305, 1990, p. 320.
- MAHONEY (2001) *The Origins of the Blue Sky Laws: A Test of Competing Hypotheses*, Working Paper No. 01-11, 2001, su www.ssrn.com.
- MAHONEY (2004) *Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds*, in Journal of Economic Perspective, 2004, su www.ssrn.com.
- MALAGUTTI, ONADO (2005) *Andava a piedi da Lodi a Lugano. Storia della scalata alla Banca Antonveneta*, in Merc. conc. reg., VII, 2, 2005, p. 531.
- MALAVASI (2004) *Commento a Cass., 11 giugno 2003, n. 9353*, in Soc., 2004, p. 188.
- MARCHETTI (1996) *Corporate Governance e disciplina societaria vigente*, in Riv. soc., 1996, p. 418.
- MARCHETTI (1997) *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi, Roma, 1997, p. 467.
- MARCHETTI (2000) *La "nexus of contract theory"*, Milano, 2000.
- MARCHETTI (2001) *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in Riv. soc., 2001, p. 118.
- MARCHETTI (2004) *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in Giur. Comm., 2004, p. 1229/I.
- MARKHAM (2006) *Mutual Fund Scandals – A Comparative Analysis of the Role of Corporate Governance in the Regulation of Collective Investments*, in 3 Hastings Bus. L.J., 2006, p. 67.

- MARKS (1999) *The separation of ownership and control*, no. 5630, 1999, Encyclopedia of Law and Economics, disponibile anche on-line.
- MARTIN, PARTNOY (2004) *Encumbered Shares*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper no. 05-23, ottobre 2004, disponibile on-line su www.ssrn.com.
- MARULLI (2005) *La delega gestoria tra regole di corporate governance e diritto societario riformato*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 85.
- MARZANO (2002) *Corporate Governance*, in *Diritto dell'economia*, Atti dei seminari tenuti nell'Auditorium della Cassa Forense in Roma, 11 ottobre 2001 – 8 febbraio 2002, p. 9.
- MASI (2002) *I conflitti di interesse nell'operato degli amministratori*, in *Diritto dell'economia*, Atti dei seminari tenuti nell'Auditorium della Cassa Forense in Roma, 11 ottobre 2001 – 8 febbraio 2002, p. 195.
- MASTROPAOLO (2003) *I servizi di investimento e gli intermediari professionali. Gestione del rischio e delle responsabilità. L'esperienza francese ed italiana a confronto*, Milano, 2003.
- MAVIGLIA (1998) *Art. 129*, in *Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria – Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, 1998, p. 705.
- MATTEI (2003-I) *Dove mi sta portando la comparative law and economics? Piccola bibliografia ragionata su un cammino ventennale non solitario*, in *Io comparo, tu compari egli compara: che cosa, come e perché?*, a cura di Valentina Bertorello, Milano, 2003.
- MATTEI (2003-II) *La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acustica?*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, n. 9-10, p. 615.
- MATTEI (2004) *Il conflitto di interessi come categoria ordinante*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2004, p. 250.
- MATTEI (1998) *Comparative Law and Economics*, in Eatwell e al., *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Londra, 1998, p. 185.
- MATTEI, MONTI (2001), *Comparative Law and Economics: Borrowing and Resistance*, in *Global Jurist Frontiers*, vol. 1, iss. 2, art. 5, 2001.
- MATERA (2005) *Azione sociale di minoranza e corporate governance nelle società per azioni*, Salerno, 2005.
- MAURI (2005) *La tutela del risparmio dopo i casi argentina e Parmalat*, Relazione tenuta al convegno internazionale "Tutela del

- risparmio e nuovo diritto societario”, Bressanone-Brixen, 8-10 aprile 2005.
- MAZZAMUTO (2004) *I patti parasociali: una prima tipizzazione legislativa*, in *Contr. impr.*, 2004, p. 1086.
- MAZZINI (2005) *La giurisprudenza sull’adeguatezza dell’operazione del cliente*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, p. 605.
- MAZZONI (1998) *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 485/I.
- MAZZONI (2002) *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *An. Giur. dell’econ.*, 2002, p. 209.
- MEHRAN, STULZ (2006) *The economies of conflicts of interest in financial institutions*, Fisher College of Business Working Paper Series, WP 2006-03-005, 2006, su www.ssrn.com.
- MELIS (2004) *Corporate Governance Failures. To What Extent Parmalat is a Peculiarly Italian Case*, in *Corporate Governance: an international review*, 2004 disponibile anche on line su www.ssrn.com.
- MENKHOFF (2002) *Institutional Investors: The External Costs of a Successful Innovation*, in *Journal of Economic Issues*, vol. XXXVI, no. 4, dec. 2002, p. 907.
- MENTI (2006) *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. Comm.*, 2006, p. 945/I.
- MEOLI, PALEARI, URGÀ (2006) *When controlling shareholders “live like kings”. The case of Telecom Italia*, gennaio 2006, disponibile on line su www.ssrn.com.
- MEOLI, SICA (2003) *I patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, I, 2003, p. 590.
- MERANI (1991) *Conflitto di interessi*, in *I contratti atipici*, a cura di Alpa e Bessone, II, Torino, 1991, p. 804.
- MESSORI (2003) *Il nuovo diritto societario: una prima valutazione in chiave economica*, in *AA. VV.* (2003), p. 279.
- MESSORI (2004) *La separatezza fra industria e banca: il punto di vista di un economista*, in *AGE*, 2004, p. 43.
- MESSORI (2007) *Informazione e mercati finanziari*, in *AGE*, 2007, p. 203.
- MESSORI (2004) *La legge sulla tutela del risparmio: un’altra occasione mancata*, in *Banca, Impresa, Società*, 2004, p. 405.
- MINERVINI (2006-II) *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 2006, p. 147/I.
- MINERVINI (2006-I) *La Banca d’Italia, oggi*, in *BBTC*, 2006, parte I, p. 619.
- MILLON (2003) *Who “Caused” the Enron Debacle?*, in *60 Wash. & Lee L. Rev.*, 2003, p. 309.

- MIOLA (2002) *Sub art. 21, in Testo Unico della Finanza* diretto da Campobasso, vol. I, 2002, p. 174.
- MIOLA (2005) *Società quotate, controlli esterni e gruppi di società*, in I Controlli Esterni Nelle Società Quotate. Ordinamenti Ed Esperienze A Confronto. Atti Del Convegno (23 Giugno 2003)
- MOLONEY (2002) *EC Securities Regulation*, Oxford, 2002.
- MONTALENTI (2006) *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in Riv. Soc., 2006, p. 975.
- MONTALENTI (2005-I) *La responsabilità degli amministratori nell'impresa globalizzata*, in Giurisprudenza Commerciale, 2005, p. 435/I.
- MONTALENTI (2005-II) *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in Le Soc., 5/2005, p. 294.
- MONTALENTI (2004-I) *Libertà e autorità nella riforma del diritto societario*, in Libertà, 2004, p. 30.
- MONTALENTI (2004-II) *Le nuove regole di governance delle società per azioni: il punto di vista del giurista*, in AA. VV: (a cura di Ariani e Onesti), *La riforma delle società di capitali. Aziendalismo e giuristi a confronto*, Milano, 2004, p. 49.
- MONTALENTI (2002) *Corporate governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, Riv. soc., 2002, p. 806 ss.
- MONTALENTI (1998) *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in Giur. comm., 1998, I, p. 329.
- MONTALENTI (1995) *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in Giur. Comm., I, p. 710.
- MONTALENTI (2007) *Conflitto di interessi e funzioni di controllo: collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, revisori*, in Giur. comm., I, p. 555.
- MORCK, YEUNG (2003) *Special Issues Relating to Corporate Governance and Family Control*, Global Corporate Governance Forum, 2003, su www.gcgf.org.
- MOSCO, VELLA (2004) *L'autonomia delle banche tra nuovo diritto societario e regole di vigilanza: un doppio binario per la governance?*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1/2004, p. 139.
- MUSCOLO (2003) *Il nuovo regime dei vizi delle deliberazioni assembleari della S.p.A. (prima parte): cause ed effetti dell'invalidità dell'atto*, in Le soc., 2003, p. 537.
- NAGY (2006) *Regulating the Mutual Fund Industry*, in 1 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 2006, p. 11.

- NARDOZZI (2004) *Miracolo e declino. L'Italia tra concorrenza e protezione*, Bari, 2004.
- NAZZICONE (2003) *La denuncia di gravi irregolarità: le novità della riforma*; in AA. VV. (2003-II), p. 147.
- NEAS (2007) *Dura Duress: The Supreme Court Mandates a More Rigorous Pleading and Proof Requirement for Loss Causation unde Rule 10b-5 Class Actions*, in 78 U. Colo. L. Rev., 2007, p. 347.
- NENOVA (2000) *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis*, (2000, revised 2003), su www.ssrn.com.
- NICITA E SCOPPA (2005) *Economia dei contratti*, Roma, 2005.
- NICOLETTI (2002) *Le minoranze di controllo nelle società quotate*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, I, Milano, 2002, p. 297.
- NIGRO (2003) *La tutela del risparmio e l'efficienza del sistema: il ruolo delle NIGRO La tutela banche*, in *Le Società*, n. 3/2005, p. 315.
- NIGRO (2004) *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 881.
- NORTON (1999) *A "New International Financial Architecture?" – Reflections on the possible law-based dimension*, in 33 *Int'l Law.*, 1999, p. 891.
- OH (2004) *Gatekeeping*, in *J. Of Corp. Law*, 2004, p. 375.
- OLIVIERI (2003) *Costi e benefici dei nuovi modelli di amministrazione e controllo*, in AA. VV. (2003-II), p. 59.
- OLIVIERI (2006) *Amministratori "indipendenti" e "di minoranza" nella legge sulla tutela del risparmio*, in *AGE*, 2006, p. 23.
- OLIVIERI (2007) *I controlli "interni" nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 409.
- OLSON (1965) *The logic of collective action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press, 1965.
- ONADO (1995) *Governo delle imprese e sviluppo del mercato finanziario italiano*, in *Banca Impresa Società*, 1995, p. 39.
- ONADO (2003) *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla metà. Storie di ordinaria spoliazione di azionisti ed obbligazionisti*, in *Mercato, Concorrenza e Regole*, 2003, p. 518.
- ONDER (2005) *Global financial governance: "soft" law and neoliberal domination*, Paper prepared at the Canadian Political Science Association, 2-4 giugno, 2005.

- OPPO (1998) *L'azione "sociale" di responsabilità contro gli amministratori di società quotate*, in Riv. dir. civ., 1998, II., p. 405.
- OPPO (2003) *Potere e responsabilità nella riforma delle società per azioni*, in AA. VV. (2003-II), p. 1.
- OSBORNE (2004) *An Introduction to Game Theory*, New York-Oxford, 2004.
- OYE (1986) *Cooperation under Anarchy*, Princeton, 1986.
- OLAZÁBAL (2006) *Loss Causation in Fraud-on-the-market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, in 3 Berkeley Bus. L.J., 2006, p. 337.
- PACCES (2004) *La disciplina europea dei servizi finanziari al dettaglio – Prospettive di armonizzazione e di concorrenza tra ordinamenti nella tutela del consumatore*, Quaderni di Ricerche Luigi Einaudi n. 47, 2004.
- PACCES (2000) *Financial Intermediation in the Securities Markets: Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, 20, Int. Law. Rev. Law&Econ., 2000, p. 479.
- PADOAN (2003) *From overlending to crisis, to a new international financial regime? Lessons from 1990s*, in The Structural Foundations of International Finance, 2003, p. 20.
- PALEPU, HEALY *The fall of Enron*, Harvard NOM Research Paper No. 03-38, su www.ssrn.com.
- PALMIERI (2005) *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in Giur. comm., 2005, II, 513.
- PALMITER (2006) *The Mutual Fund Board: a Failed Experiment in Regulatory Outsourcing*, in 1 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 2006, p. 165.
- PANEBIANCO (1999) *Il G-7 e il soft law istituzionale*, in Studi in onore di Francesco Capotorti, Milano, 1999, p. 354.
- PANZIRONI (2007) *Il conflitto di interessi dell'amministratore della s.p.a. nell'elaborazione di dottrina e giurisprudenza*, in Visentini (2006-II).
- PARACCHI (2003) *Cumulo di cariche sociali, divieto di concorrenza e conflitto di interessi*, 28 aprile 2003, tratto da www.tidona.com.
- PARDOLESI (2007-I) *Rimedi che non rimediano e alternative risarcitorie<. Il disgorgement dei profitti da inadempimento*, in Riv. crit. dir. priv., 2007, p. 473.
- PARDOLESI (2007-II) *Danni punitivi: frustrazione da "vorrei, ma non posso"?*, in Riv. crit. dir. priv., 2007, p. 341.

- PARDOLESI, BELLANTUONO (1999) *Law and Economics in Italy*, no. 0345, 1999, Encyclopedia of Law and Economics, disponibile anche on-line.
- PARDOLESI-PORTOLANO (2001) *All'ombra delle piramidi. Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in Mercato concorrenza regole, 2001, p. 67.
- PAREDES (2006) *On the Decision to Regulate Hedge Funds: the SEC's Regulatory Philosophy, Style, and Mission*, in U. Ill. L. Rev., 2006, p. 975.
- PARISI (2004) *Positive, normative and functional schools in Law and Economics*, George Mason University Law and Economics Research Paper Series, in European Journal of Law and Economics, vol. 18, n. 3, dic. 2004.
- PARTNOY (2000) *Why Markets Crash and what Law can do about it*, 3 University of Pittsburgh Law Review, 2000, p. 741.
- PARTNOY (2003) *Infectious Greed. How deceit and risk corrupted the financial markets*, New York, 2003.
- PASTORE (2003) *Soft law, gradi di normatività, teoria delle fonti*, in Lav. e dir., a. XVII, n. 1, 2003, p. 5.
- PATRONI GRIFFI (2001) *La denuncia al Tribunale ex art. 2409 c.c., gli interessi tutelati*, Convegno "La denuncia al Tribunale per gravi irregolarità (art. 2409 c.c.). Rapporto tra volontaria giurisdizione ed autonomia privata", 2001, su www.archivioceradi.it.
- PAVONE LA ROSA (2002) *La responsabilità degli amministratori della controllante nella crisi del gruppo societario*, in Riv. soc., 2002, p. 793.
- PAVONE LA ROSA (2007) *La "trasparenza" dei patti parasociali nelle società per azioni "aperte"*, in Gur. comm., 2007, I, p. 549.
- PENATI (2004) *Governo societario, tutela degli investitori ed efficacia del mercato dei capitali*, in Banca Impresa e Società, 2004.
- PERA (2002) *Corporate governance e funzionamento del mercato*, in Diritto dell'economia, Atti dei seminari tenuti nell'Auditorium della Cassa Forense in Roma, 11 ottobre 2001 – 8 febbraio 2002.
- PERASSI (1998) *Il ruolo delle banche come investitori istituzionali nella struttura partecipativa della società aperta*, in Giur. Comm., I, 1998, p. 429.
- PERRINO (2006) *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, in Giur. Comm., I, 2006, p. 639.
- PERRONE (2006) *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in BBTC, 2006, p. 372.

- PERRONE (2005) *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in Riv. soc., 2005, p. 1018.
- PESSANI (2003) *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, in Giur. comm., 2003, p. 746/I.
- PETERSMANN (1988) *Financial assistance to developing countries: the changing role of the World Bank and the International Monetary Fund*, Bonn, 1988.
- PICARDI (2006) *Vendita alla clientela privata di euroobbligazioni collocate presso investitori professionali*, in Giur. comm., 2006, II, p. 708.
- PICCIAU (1999) *Art. 129. Azione sociale di responsabilità*, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza – Commentario, a cura di Marchetti, Bianchi, Milano, 1999, p. 973.
- PICONE (2002) *Validità dei sindacati di voto a tempo indeterminato*, in Le soc., 2002, p. 431.
- PINTO (1998) *The United States*, in *The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations. A Comparative Approach*, ed. by Pinto and Visentini, The Hague, London, Boston, 1998, p. 253.
- PINTO (2006) *Control and responsibility of credit rating agencies in the United States*, in 54 Am. J. Comp. L., 2006, p. 341.
- PISANI MASSAMARMOMILE (2005) *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in BBTC, 2005, p. 760.
- PISTOR, XU (2002) *Fiduciary Duties in Transitional Civil Law Jurisdiction. Lessons from the Incomplete Law Theory*, ECGI Law Working Paper no. 01/2002, su www.ssrn.org.
- PLATTNER (2002) *Analisti finanziari e conflitti di interessi: il caso Enron*, 22 maggio 2002, su www.jus.unitn.it/cardoza/Review/2002/Enron.pdf
- POLIANI (2006) *Obblighi di informazione e acquisto di obbligazioni Parmalat*, in Contr., 1/2006, p. 14.
- POLINSKY (1992) *Una introduzione all'analisi economica del diritto*, Roma, 1992.
- POLINSKY, SHAVELL (1998) *Punitive Damages: An Economic Analysis*, 111 Harvard Law Review, 1998, p. 870.
- PORTER *The G-7, the Financial Stability Forum, the G-20 and the Politics of International Financial Regulation*, disponibile all'indirizzo www.library.utoronto.ca/g7/g20/g20porter/porter4.html.

- POSER (1990) *Conflicts of Interests Within Securities Firms*, in 16 Brook. J. Int'l L., 1990, p. 111.
- POSNER (2003) *Economic analysis of law*, New York, 2003.
- PRATELLI (2005) *Problemi in tema di "sindacati di gestione"*, in Giur. comm., 2005, I, p. 112.
- PRATT E ZECKHAUSER (1985) (eds), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston 1985.
- PREDA (2002) *Corporate governance come elemento di efficienza e di sviluppo del sistema delle imprese*, in Diritto dell'economia, Atti dei seminari tenuti nell'Auditorium della Cassa Forense in Roma, 11 ottobre 2001 – 8 febbraio 2002, p. .
- PREISEROWICZ (2006) *The New Regulatory Regime for Hedge Funds: Has the SEC Gone Down the Wrong Path?* in 11 Fordham J. Corp. & Fin. L., 2006, p. 807.
- PREITE (1993) *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in Tratt. Soc. az. Diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3, II, Torino, 1993, p. 10.
- PREITE (2003) *Le nuove ricette del diritto societario*, in AA.VV. (2003), p. 3.
- PRENTICE (2007) *Scheme Liability, Federal Securities Fraud, and John Wayne's I-Pod* McCombs School of Business Research Paper Series, September 2007, su www.ssrn.com.
- PRESTI (2005) *Il sistema dei controlli esterni sull'attività sociale*, in *Le Soc.*, 2005, p. 302.
- PRESTI (2006) *Tutela del risparmio e Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in AGE, 2006, p. 47.
- PRESTI (2007) *La responsabilità del revisore*, in BBTC, 2007, p. 160.
- PRESTON MCAFEE (2004) *The real lesson of Enron's implosion: market makers are in the trust business*, in The Economists' Voice, Vol. 1, Issue 2, Article 4, 2004.
- PROVIDENTI (2001) *Rules of Fairness in UK Corporate Acquisitions*, Quaderni di Finanzia Consob, n. 46, febbraio 2001, su www.consob.it.
- PULITO (2002) *L'alleanza Fiat-Gm e la fusione Daimler-Chrysler nella prospettiva della globalizzazione dei mercati e il ruolo dell'informazione*, Ceradi, Luiss, nov. 2002, su www.archivioceradi.luiss.it.
- QUARGNOLO (2007) *Investimento obbligazionario e diligenza degli intermediari finanziari tra validità del contratto e responsabilità della banca*, in NGCC, 2007, p. 41.

- RABITTI (1990) *Il conflitto di interessi tra investitori e “brokers-dealers” nell’esperienza angloamericana*, in *Le attività finanziarie. I controlli*, a cura di Minervini, Bologna, 1990, p. 127.
- RABITTI BEDOGNI (2002) *I conflitti d’interesse*, in *Diritto dell’economia*, Atti dei seminari tenuti nell’Auditorium della Cassa Forense in Roma, 11 ottobre 2001 – 8 febbraio 2002, p. 139.
- RABITTI BEDOGNI (1998) *Commento all’art. 21*, in *Il testo unico dell’intermediazione finanziaria*, commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998.
- RABITTI BEDOGNI (2006) *Attività e responsabilità degli organi di controllo*, in AA. VV. (2006), p. 299.
- RAGUSA MAGGIORE (2002) *Aspetti nuovi dei patti parasociali*, in *Dir. fall.*, 2002, II, p. 210.
- RAINONE (2006) *Il delitto di infedeltà patrimoniale tra modernità e post-modernità penalistica*, in *BBTC*, 2006, p. 440.
- RAJAN, ZINGALES (2004) *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Torino, 2004.
- RAMIREZ (2002) *The Professional Obligations of Securities Brokers under Federal Law: an Antidote for Bubbles?*, in *70 U. Cin. L. Rev.*, 2002, p. 527.
- RAPOPORT (1998) *Prisoner’s Dilemma*, in Eatwell e al., *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Londra, 1998, p. 185.
- RATH, BOCH, BURKE (2006), *Selected issues in broker and customer litigation*, in *SL085 ALI-ABA*, 2006, p. 317.
- RAUSTIALA (2002) *The Architecture of International Cooperation: Transgovernmental Networks and the Future of International Law*, in *43 Va. J. Intl. L.* 2 (2002), anche su www.ssrn.com
- RAZZANTE (2004) *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 59
- RESCIGNO (2005) *L’introduzione della class action nell’ordinamento italiano. Profili generali*, in *Giur. Comm.*, 2005, p. 407/I.
- RESCIGNO (2006) *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, in *Anal. Giur. Econ.*, 1/2006, p. 99.
- RIBSTEIN (2002) *Market v. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Serbanes-Oxley Act of the 2002*, Working Paper, settembre 2002, disponibile su www.ssrn.com.
- RIBSTEIN (2003) *Bubble Laws*, in *40 Houst. L. Rev.*, 2003, p. 85.

- RINALDI (2006) *I mutamenti nella normativa sulla revisione contabile alla luce della riforma del risparmio (II parte)*, in *Le soc.*, n. 12, 2006, p. 1469 ss.
- RIVOLTA (2005) *Il controllo giudiziario sulla gestione nel nuovo diritto delle società*, in *Giur. comm.*, I, 2005, p. 749.
- ROE (1997) *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, 1994; trad. Ital. *Manager Forti. Azionisti Deboli*, Milano, 1997.
- ROE (1998) *Comparative corporate governance*, in Eatwell e al., *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Londra, 1998, p. 185.
- ROMAGNOLI (2002) *Corporate Governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 351/I.
- ROMANO (1985) *Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, 1 *J. L. Econ. & Org.*, 1985, p. 225.
- ROMANO (1991) *The Shareholder Suit: Litigation without Foundation?*, in 7 *J. L. Econ. & Org.*, 1991, p. 55.
- ROMANO (1998) *Empowering Investors: A Markets Approach to Securities Regulation*, in AA.VV. (1998), p. 149 ss.
- ROMANO, BHAGAT, BOLTON (2007) *The Promise and Peril of Corporate Governance Indices*, Paper presentato nel corso del seminario presso la Stanford University, sett. 2007, ora ECGI Working Paper N°.89/2007, ottobre 2007, su www.ssrn.com.
- ROPPO (2005) *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2005, I, p. 896.
- ROPPO, AFFERINI (2005) *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, Nota a Sent. N. 19024 del 29 settembre 2005, in *Danno e Responsabilità*, 2006, I, p. 25.
- RORDORF (2004) *La revisione contabile delle società*, in *Foro it.*, 2004, V, p. 15 ss.
- RORDORF (2007) *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007, p. 143/I.
- ROSATI (2007) *Il sistema dell'intermediazione mobiliare italiano e la MiFID*, Intervento del Vice Direttore Generale della CONSOB al Convegno annuale ASSORETI, Forte dei Marmi, 19 maggio 2007, su www.consob.it.
- ROSS (1973) *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in *American Economic Review*, 1973, p. 119.

- ROSSI (2001) *Le c.d. regole di “corporate governance” sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in Riv. soc. 2001, p. 6.
- ROSSI (1999) *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in Riv. soc., 1999, p. 1320.
- ROSSI (2006) *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in Riv. soc. 2006, p. 1.
- ROSSI, STABILINI (2003) *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in Riv. soc., 2003, 29.
- ROVELLI (2005) *Autonomia statutaria, contrattualizzazione e ruolo delle clausole generali*, in AA.VV. (2005-II), p. 29
- ROWLEY (2007) *Causes of Action for Securities Fraud under Section 10(B) of the 1934 Securities and Exchange Act and/or Rule 10B-5*, in 9 Causes of Action 2d, 2007, p. 271.
- SACCHI (2003) *Tutela obbligatoria degli azionisti nel nuovo art. 2377 c.c.*, in AA.VV. (2003), p. 155.
- SACCHI LODISPOTO (1997) *Responsabilità del revisore contabile e proporzionate liability: una via da seguire?* in Danno e resp., 1997, p. 670.
- SAKAKIBARA *From the Washington Consensus to the New International Financial Architecture*, su:
www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/1999/Sakakibara.pdf
- SALACUSE (2004) *Corporate Governance in the New Century*, in Comp. Law, 2004, n. 25, p. 69.
- SALAFIA (2005) *Profili di responsabilità nel controllo legale dei conti di società e gruppi*, in Le soc., n. 4, p. 2005, p. 417 ss.
- SALANITRO (1998) *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1998.
- SALANITRO (2003) *Gli interessi degli amministratori nelle società di capitali*, in Riv. soc., 2003, p. 47.
- SALINAS (2005) *Responsabilità degli amministratori, operazioni infragruppo e vantaggi compensativi*, in Giur. comm., 2005, p. 257/II.
- SALODINI (2006) *Il parere del collegio sindacale in merito alla revoca dell’incarico di revisione contabile delle società quotate*, in Giur. comm., 2006, II, p. 416 ss.
- SALVATORE (2004) *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004.
- SAMBUCCI (2004) *Danno da mala gestio e tutela della minoranza*, in Riv. dir. comm., 2004, p. 99.

- SANGIOVANNI (2006-I) *Circolazione dei prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100 bis Tuf*, in *Le soc.* n. 11/2006, p. 1355.
- SANGIOVANNI (2006-II) *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario tra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *I contr.*, 12/2006, p. 1133.
- SANGIOVANNI (2006-III) *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario finanziario nel diritto inglese*, in *Le soc.*, 9/2006, p. 1173.
- SANGIOVANNI (2006-IV) *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno e resp.*, 2006, p. 874.
- SANGIOVANNI (2006-V) *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *I contr.*, 7/2006, p. 686.
- SANTOS (1998) *Commercial Banks in the Securities Business: a Review*, BIS Working Paper no. 56, giugno 1998.
- SANTORO (2007) *L'abuso di potere della maggioranza nelle delibere societarie di adeguamento della riforma*, in *Giur. comm.* 2007, p. 399/II.
- SANTOSUOSSO (2004) *La nuova disciplina del conflitto di interessi degli amministratori nelle società di capitali*, in *Le riforme del diritto societario*, a cura di Perlingieri, Casacci, Napoli, 2004 .
- SARCINELLI (2005) *Sui conflitti d'interesse nelle banche, con divagazione*, Intervento tenuto nell'ambito delle Giornate Romane dell'A.S.S.B.B., Roma, 4 novembre 2005, Quaderno n. 224, su www.assbb.it
- SARKAR (1999) *Development law and International Finance*, Londra, 1999.
- SARTORI (2001-I) *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, p. 191.
- SARTORI (2001-II) *Il modello economico dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, p. 607.
- SARTORI (2004) *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.
- SARTORI (2005) *Il mercato delle regole. La questione dei bond argentini*, in *Giur. ital.*, 2005, p. 54.
- SCHLESINGER (2002) *Frodi e borse valori*, in *Corr. giur.*, 2002, p. 1121.
- SCHNEIDER (2002) *Issues in implementing standards and codes*, giugno 2002, disponibile su internet www.unctad.org .
- SCHUMPTER (1971) *Teoria dello sviluppo economico* (Introduzione di P. Sylos Labini), Firenze, 1971 (per la prima volta pubblicato in tedesco nel 1911).

- SCIANDRA (2003) *Dimensione d'impresa, regole e vincoli: un'analisi economica della riforma del diritto societario*, ISAE, 2003, disponibile on-line.
- SCIMEMI (2004) *La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds*, in *Giur. it.*, 2004, p. 2125.
- SCOGNAMIGLIO (2002) *La politica di gruppo e l'interesse delle società controllate*, in *Riv. dir. priv.*, n. 3/2002, p. 397.
- SCOGNAMIGLIO (2003) *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma del 2003*, in *AA. VV. (2003-II)*, p. 187.
- SCOTTI SCAMUZI (2007) *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MiFID*, in *BBTC*, 2007, p. 121.
- SEGATO (2006) *A Comparative Analysis of Shareholder Protections in Italy and the United States: Parmalat as a Case Study*, in *26 Nw. J. Int'l L. & B.*, 2006, p. 373.
- SELIGMAN (1994) *The Merits Do Matter*, 108 *Harv. L. Rev.*, 1994, p. 438.
- SELIGMAN (2004) *Caution Evolution or Perennial Irresolution: Stock Market Self-regulation during the First Seventy Years of the Securities and Exchange Commission*, in *59 Bus. Law*, 2004, p. 1347.
- SEMINARA (2006) *Informazioni finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia del controllo penale e amministrativo*, in *AGE*, 2006, p. 255.
- SENDEN (2004) *Soft Law in European Community Law*, Oxford and Portland Oregon, 2004.
- SHAVELL (2004) *Foundations of economic analysis of law*, Harvard University Press, Cambridge Mass., 2004.
- SICILIOTTI (2005) *Indipendenza del sindaco e del revisore contabile alla luce delle indicazioni europee*, in *Corr. Trib.*, 2005, p. 1073 ss.
- SIMONETTI (2000) *Abuso del diritto di voto e regola di buona fede nelle società di capitali*, in *NGCC*, 2000, II, p. 479.
- SIMONETTI (2006) *Nota a sent. Trib. Di Roma dell'11 marzo 2005*, in *Foro It.*, 2006, p. 294.
- SLAUGHTER (2003) *Global Government Networks, Global Information Agencies, and Disaggregated Democracy*, in *24 Mich. J. Int'l L.*, 2003, p. 1041.
- SLAUGHTER (2004) *A new world order*, Princeton, 2004.
- SOEDERBERG (2001) *The new international financial architecture: why the new building?*, 2001, 18-22 aprile.
- SOMMER (1996) *IOSCO: its mission and achievement*, in *17 Nw. J. Int'l. L. & B.*, 1996, p. 15.
- SPAVENTA (2006) *La tutela dell'investitore nell'analisi economica*, in *AA. VV. (2006)*, p. 57.

- SPAVENTA (2002) *Struttura proprietaria e corporate governance. Ai confini tra diritto ed economia*, Audizione 6 marzo 2002, su www.consob.it.
- SPINDLER (2007) *Why Shareholders Want Their CEOs to Lie More After Dura*, in 95 *Geo. L. J.*, 2007, p. 653.
- STAROLA (2005) *“Prospettiva storica” sull’indipendenza del sindaco*, in *Corr. Trib.*, 2005, p. 1079 ss.
- STELLA RICHTER (2005) *Gli amministratori non esecutivi nell’esperienza italiana*, in *Banca impr. soc.*, 2005, p. 163.
- STELLA RICHTER (2006) *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, p. 196/I.
- STESURI (1999) *Il conflitto di interessi*, Milano, 1999.
- STIGLER (1994) *Mercato, informazione, regolamentazione*, Bologna 1994.
- STIGLIZ (1974) *Incentives and Risk Sharing in Sharecropping*, in *Review of Economic Studies*, 1974, p. 219.
- STIGLIZ (1998) *Principal and Agent*, in Eatwell e al., *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Londra, 1998, p. 185.
- STIGLIZ (2003-1) *Dealing with debt*, *Harvard International Review*, 2003, p. 54.
- STIGLIZ (2003-2) *Democratising the International Monetary Fund and the World Bank: Governance and Accountability*, *Governance: an international journal of policy, administration and institution*, 2003, p. 111.
- STIGLIZ (2003-3) *Globalisation and growth in emerging markets and the New Economy*, *Journal of Policy Modeling*, 2003, 505.
- STIGLIZ (2004) *Capital-market liberalisation, globalisation, and the IMF*, *Oxford Review of economic policy*, 2004, p. 57.
- STOCCO (2004) *Nota a sent. Tribunale di Mantova del 18 marzo 2004*, in *BBTC*, II, 2004, p. 446.
- SULLIVAN (2001) *Serving two masters: securities analyst liability and regulation in the face of pervasive conflict of interest*, in 70 *UMKC L. Rev.*, 2001, p. 415.
- SUMMARTANO (2002) *I conflitti di interessi tra soci di società di capitali*, in *Diritto dell’economia*, Atti dei seminari tenuti nell’Auditorium della Cassa Forense in Roma, 11 ottobre 2001 – 8 febbraio 2002, p. 217.
- TAFARA, PETERSON (2007) *A Blueprint for Cross-border Access to U.S. Investors: A New International Framework*, in 48 *Harv. Int’l L. J.*, 2007, p. 31.
- TARANTINI (2004) *Banche e finanza. La transizione incompiuta*, Milano, 2004.

- TERENGI (1996) *Fusioni “di gruppo”, conflitto di interessi ed abuso di potere*, in Soc., 1996, p. 439.
- THÜRER (2000) *Soft Law*, in *Encyclopedia of Public International Law*, vol. 4, p. 452.
- TIETMEYER (1999) *Evolving cooperation and coordination in financial market surveillance*, Finance and Development, 1999, p. 20.
- TOMBARI (2002) *Azioni di risparmio e tutela dell’investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in Riv. soc., 2002, p.1062.
- TOMBARI (2003) *La nuova disciplina dei gruppi di società*, in AA. VV. (2003), p. 237.
- TOMBARI (2004) *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in Riv. soc., 2004, p. 1082.
- TOMBARI (2006) *Disciplina delle “partecipazioni reciproche” (art. 121 T.U.F.) e gruppo di imprese*, in Banca e Borsa, 2006, p. 45.
- TONELLO (1999) *L’abuso della responsabilità limitata nelle società di capitali*, Padova, 1999.
- TONELLO (2005) *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in Contr. e impr., 2005, p. 930.
- TONELLO (2006) *Competitività e creazione di valore d’impresa nell’arena pubblica della corporate governance*, in Trattato Galgano, vol. XLIII, 2006, Padova.
- TRIMARCHI (1970) *Illecito (dir. priv.)*, in Enc. dir., XX, Milano, 1970, p. 90.
- TRUMAN (2005) *International Monetary Fund Reform: an Overview of the Issues*, Background paper, 23 settembre 2005, su <http://www.g24.org/Trum0905.pdf>
- TUCCI (2004) *Sulla gestione surrettizia di portafogli di investimento da parte di promotori finanziari*, in BBTC, 2004, II, p. 12.
- VALENSISE (1998) *Commento art. 161-164*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 887.
- VANDER VENNETT (1998) *Cost and profit dynamics in financial conglomerates and universal banks in Europe*, University of Ghent, 1998.
- VASSALLI (2003) *L’art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in AA. VV. (2003-II), p. 23.
- VELLA (2006) *Parmalat: tre anni dopo*, 2006, pubblicato su www.lavoce.info.
- VELLA (2004) *Nuove regole di corporate governance e tutela degli investitori*, in Banca, Impresa, Società, 2004, p. 463.

- VELLA (2001) *I controlli interni e la revisione contabile nella riforma delle società non quotate*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2001, p. 19 ss.
- VENTORUZZO (2007) *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. delle soc.*, 2007, p. 205.
- VENTORUZZO (2004) *Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition*, Working Paper of 14 June 2004, su www.ssrn.com.
- VIGO (2005) *La reticenza dell'intermediario nei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento*, in *BBTC*, parte I, 2005, p. 665.
- VISENTINI (1998) *Osservazioni sulla recente disciplina delle società azionarie e del mercato mobiliare, Spunti di riflessione sulla sensibilità democratica nella formulazione delle scelte politiche*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 172.
- VISENTINI (2001) *La Consob è indipendente e deve rispondere al mercato*, 2002, disponibile su internet www.archivioceradi.luiss.it.
- VISENTINI (2002-I) *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, 2002, disponibile su internet www.archivioceradi.luiss.it.
- VISENTINI (2002-II) *Note su etica, impresa e diritto commerciale*, 2002, disponibile su internet www.archivioceradi.luiss.it.
- VISENTINI (2004) *Commissioni riunite Finanza e Tesoro. Indagine conoscitiva. Rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, 2004, disponibile su internet www.archivioceradi.luiss.it
- VISENTINI (2005-I) *Lo Stato nell'economia liberale*, *Giornale di diritto amministrativo*, 2005, p. 1109.
- VISENTINI (2005-II) *The public company in European integration*, Working Paper Ceradi, su www.archivioceradi.luiss.it
- VISENTINI (2005-III) *La diligenza come criterio di responsabilità dell'amministratore*, in *AA. VV. (2005-II)*, p. 99.
- VISENTINI (2006-I) *Le riforme dell'economia hanno tradito le regole del mercato, e così sta accadendo per il fallimento*, Working Paper Ceradi, su www.archivioceradi.luiss.it.
- VISENTINI (2006-II) *Principi di diritto commerciale: introduzione, imprenditore, società di persone, per azioni, a responsabilità limitata, cooperative bilancio e revisione*, Padova, 2006.
- VISENTINI, MUSOLINO (2003) *La competitività del sistema bancario e finanziario italiano*, Luglio 2003, su www.archivioceradi.luiss.it.

- VOCATURO (2002) *Patti parasociali: validi anche se relativi alla nomina degli organi sociali ed a tempo indeterminato*, in Riv. notar., 2002, 1047.
- YUE WANG (2006) *Corporate securities fraud: an economic analysis*, Carlson School of management, 2006, su www.ssrn.com.
- WALTER (2003) *Conflicts of interest and market discipline among financial services firms*, Paper presented at a Federal Reserve of Chicago – BIS conference on “Market discipline: evidence across countries and industries”, 30 ottobre – 1 Novembre, 2003.
- WALTER (2006) *Reputational Risk and Conflicts of Interest in Banking and Finance: The Evidence so far*, 20 dicembre 2006, su www.ssrn.com.
- WEIGMANN (2001) *Controllo giudiziario, società di liquidazione, azione di responsabilità*, Convegno “La denuncia al Tribunale per gravi irregolarità (art. 2409 c.c.). Rapporto tra volontaria giurisdizione ed autonomia privata”, 2001, su www.archivioceradi.it.
- WEIGMANN (2003) *Dalla società per azioni alla società per carati*, in AA. VV. (2003), p. 169.
- WEISS (1997) *A Review of the Historic Foundations of Broker-dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, in 23 J. Corp. L., 1997, p. 65.
- WHITE (2004) *Can the Market Control Conflicts of Interest in the Financial Industry?*, 24 maggio 2004, su www.ssrn.com.
- WILLIAMSON (1979) *Transaction-Cost Economics and Organization Theory*, in 22 J. L. & Econ., 1979, p. 233.
- WILLIAMSON (1983) *Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control*, in 26, Journ. Law & Econ., 1983, p. 351.
- WILLIAMSON (1990) *What Washington Means by Policy Reform*, in Latin American adjustment: How Much Has Happened? (John Williamson ed., 1990).
- WILMARTH (2007) *Conflicts of Interest and Corporate Governance Failures at Universal banks During the Stock Market Boom of the 1990s: the Case of Enron and Worldcom*, The George Washington University Law School, Legal Research Paper No. 234, 2007, disponibile su www.ssrn.com.
- WOOD, ROSENMAN (2007) *Liability for securities law violations*, in 1618 PLI/Corp., 2007, p. 587.
- WYMEERSCH (2006) *Conflicts of Interests, especially in Asset Management*, Financial Law Institute, WP 2006-14, nov. 2006.

- ZAMPERETTI *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005.
- ZANARDO (2005) *La nuova versione del Codice di autodisciplina delle società quotate: alcune osservazioni alla luce delle contestuali esperienze internazionali in materia di corporate governance*, in *Contr. impr.*, 2005, p. 391.
- ZAPPATERRENO (2002) *Sul ruolo della securities regulation tra affliti comparatistici e semplificazioni economiche*, in *Studi e note di economia*, 2002, p. 413.
- ZAZZARO (2004) *Assetti proprietari delle banche e attività economica: possiamo affidarci a Coase?*, in *AGE*, 2004, p. 11.
- ZHANG (2007) *Wall street analysts: a conflicted role in the marketplace*, in *25 QLR*, 2007, p. 573.
- ZINGALES (1997) *Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, su www.ssrn.com.
- ZINGALES (2004) *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, ECGI Law WP n. 21/2004, disponibile sul sito: www.ecgi.org/wp.
- ZOPPINI (2004) *La concorrenza tra ordinamenti giuridici*, Roma-Bari, 2004.