

LUISS
Libera Università Internazionale degli Studi Sociali
Guido Carli

DOTTORATO DI RICERCA IN
DIRITTO DEGLI AFFARI
XXII CICLO

**IL CONFLITTO DI INTERESSI
NELLA GESTIONE COLLETTIVA
DEL RISPARMIO**

Tutor:

Chiar.mo

Prof. Gustavo Visentini

Candidata:

Dott. ssa Cecilia De Vitiis

INDICE

INTRODUZIONE	p. 4
---------------------------	------

CAPITOLO PRIMO

IL CONFLITTO DI INTERESSI: MODELLI DI DISCIPLINA

1. Eterogeneità dei modelli di conflitto di interessi nel diritto privato	p. 15
2. Il conflitto di interessi come situazione, come azione e come risultato dell'azione	p. 22
3. Il conflitto di interessi nelle relazioni fiduciarie	p. 25
4. Il conflitto di interessi nel mercato finanziario	p. 39

CAPITOLO SECONDO

IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA GESTIONE COLLETTIVA

DEL RISPARMIO: PROFILI GENERALI

1. Premessa: il conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio	p. 52
2. Evoluzione del quadro normativo	p. 58
3. <i>Segue</i> : la disciplina attualmente in vigore	p. 73
4. Gli standard di <i>best practice</i> : i Principi IOSCO	p. 80

CAPITOLO TERZO

LA PREVENZIONE DELL'INSORGENZA DI SITUAZIONI DI CONFLITTO DI INTERESSI

1. Peculiarità della funzione amministrativa della società di gestione del risparmio: interesse dei sottoscrittori ed *agency problem* in una prospettiva di c.d. “*fund governance*”p. 92
2. La separazione patrimoniale come presidio preventivo contro i conflitti di interesse del gestore. Il ruolo della banca depositariap. 98
3. L’opzione legislativa a favore degli amministratori indipendenti come ulteriore presidio preventivop. 109
4. I divieti e i limiti relativi a particolari operazionip. 113
5. L’adozione di un assetto organizzativo volto a limitare la circolazione delle informazioni: i *chinese walls*p. 117
6. La disciplina degli *inducements*p. 123

CAPITOLO QUARTO

L’INDIVIDUAZIONE E LA GESTIONE DELLE SITUAZIONI DI CONFLITTO DI INTERESSI

1. La nozione rilevante di conflitto di interessi: questioni terminologichep. 132
 2. L’individuazione delle situazioni di conflitto di interessi: profili problematicip. 145
 3. L’adozione di procedure e misure volte a gestire le situazioni di conflitto di interessip. 154
 4. Le conseguenze che derivano dalle situazioni di conflitto di interessi: il dovere di assicurare un “equo trattamento” per gli O.i.c.r.p. 172
- CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE**p. 181
BIBLIOGRAFIAp. 185

INTRODUZIONE

Nella riflessione filosofico giuridica sul conflitto epidemico, Guido Rossi ha scritto che “il conflitto di interessi sta trasformando il mondo in cui viviamo, conferendogli una fisionomia che stentiamo a riconoscere. Permea l’economia, la finanza, il mercato, la politica, persino il costume. E la cosa peggiore è che in molti casi viene ormai considerato un fatto in fondo normale”¹.

In termini estremamente generali, ci si può per ora accontentare dell’assunto secondo cui il conflitto di interessi, sotto un profilo economico, presuppone una situazione di *separazione* tra colui che viene investito della funzione decisionale e colui che assume il rischio delle decisioni in questione. Dunque, si riscontra, da un punto di vista strutturale, un potere decisionale, attribuito ad un soggetto tenuto a perseguire un interesse non proprio; potere che viene tuttavia *patologicamente* utilizzato non allo scopo di fare

¹ ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 14. L’Autore sottolinea come la patologia dei rapporti finanziari pervada in maniera irrimediabile ed “infettiva” i meccanismi del capitalismo avanzato, ed evidenzia l’insufficienza dell’intervento legislativo a porre un efficace sistema di contrappesi. Anche i più recenti e sofisticati strumenti di integrazione delle norme, quali ad esempio l’autoregolamentazione ovvero la regolamentazione sovranazionale, secondo l’Autore, hanno rivelato ormai la loro scarsa utilità; in siffatto contesto si fa strada l’idea, di luterana memoria, che l’avidità del denaro sia la radice di tutti i mali (infatti il libro si chiude con un richiamo al celebre monito di Keynes, “saremmo capaci di spegnere il sole e le stelle perché non pagano un dividendo”), e pertanto la situazione appare “senza scampo”. Per un’approfondita critica di tale posizione v. VISENTINI, *Etica e affari*, Roma, 2005, p. 193 ss.; l’Autore citato mette in risalto come il discorso di Rossi, pur senz’altro pregevole ed erudito, poggi in realtà su un equivoco, ossia sull’equiparazione tra la situazione del mandatario nei confronti dell’interesse del fiduciante e la situazione del capitalista nei confronti degli interessi diffusi facenti capo al mercato finanziario. Visentini, infatti, rileva come il diritto sia tuttora un rimedio efficace e come si possa fare politica attraverso il diritto, purché la politica sia preceduta dalla filosofia e dunque da un’adeguata formazione delle idee.

l'interesse per la cui soddisfazione esso è attribuito, bensì per il perseguimento di fini propri del decisore².

Copiosa è la letteratura che si è interessata del conflitto di interessi nell'ambito del diritto comune e, in tempi relativamente recenti, anche nel contesto più specifico dei servizi di investimento³. Per contro, la dottrina giuscommercialista ha raramente fatto oggetto di analisi mirata e approfondita la disciplina del conflitto di interessi nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, mentre pressoché inesistente è l'applicazione giurisprudenziale della fattispecie legale in questione⁴.

² In tal senso, MATTEI, *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un'ipotesi di lavoro*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 2, p. 248. In questo contributo l'Autore sottolinea come il conflitto di interessi, in generale, sia addirittura una "categoria ordinante" del diritto e rileva la necessità, nel clima culturale dei nostri giorni che sfocia spesso nel cinismo, di rafforzare il ruolo di questa e delle altre categorie ordinarie giacché esse potrebbero rivelarsi in grado di far rifiorire una giuridicità "basata su un senso di giustizia e di responsabilità troppo spesso smarrito nel mondo del diritto formale «catturato»". In senso difforme CASSESE, *Conflitti di interessi: il fiume di Eraclito*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 2, p. 240, il quale rileva come il conflitto di interessi non sia né un principio, né un istituto unitario, ma una famiglia di istituti diversi diffusi in vari rami dell'ordinamento giuridico.

³ Nota C. MARCHETTI, *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, I, p. 1229, che il dibattito sul tema del conflitto di interessi, che costituisce oggi una delle problematiche più interessanti della disciplina del diritto societario e dei mercati finanziari, "trascende sempre più i confini del tecnico e del giuridico per porre interrogativi anche di natura sociologica ed etica". Rileva MAFFEIS, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, p. 80, che "l'espressione «conflitto di interessi» risuona, ma talmente spesso da far sospettare che l'istituto si sia trasformato in un esercizio retorico".

⁴ In termini generali, è stato rilevato come, paradossalmente, da una parte si tenda a leggere l'intero corpus delle regole di condotta degli intermediari alla luce della soluzione del problema del conflitto di interessi (così ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, p. 327), e dall'altra ben poca attenzione specifica sia stata dedicata a questo tema. V. FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, I, p. 283.

Scopo della presente ricerca è pertanto ricostruire in maniera critica l'impianto normativo, di rango primario e secondario, che regola il conflitto di interessi nella gestione dei fondi comuni di investimento, analizzandone gli aspetti maggiormente problematici⁵ e tentando di verificare l'idoneità della disciplina in parola a garantire un'adeguata tutela per quei risparmiatori che affidano le proprie disponibilità economiche ad organismi di investimento collettivo del risparmio⁶.

Basti qui rilevare come il *risparmio*, inteso in senso economico quale quella porzione di reddito che non viene consumata, bensì accantonata per soddisfare i bisogni futuri, svolga un ruolo essenziale nel funzionamento dei mercati finanziari⁷. In termini generali, l'investimento del risparmio rappresenta, infatti, da una parte, lo strumento mediante cui il risparmiatore preserva nel tempo l'integrità ed il valore delle proprie disponibilità economiche e, dall'altra, il veicolo mediante cui tali disponibilità vengono *medio tempore* impiegate da un soggetto in grado di sviluppare un'iniziativa imprenditoriale⁸.

⁵ In realtà, prima ancora dell'approfondimento critico, già la semplice ricostruzione sistematica è impresa di non semplicissimo espletamento. Conforta chi scrive il fatto che uno dei più esperti studiosi della materia abbia notato che “è già difficile individuare le norme che disciplinano i mercati e i servizi finanziari. È impossibile un loro coordinamento ragionato” (così COSTI, *La nuova disciplina dei mercati e dei servizi finanziari*, in *La nuova legge di tutela del risparmio: atti del convegno di Courmayeur*, Milano, 2007, p. 107).

⁶ La presenza di norme che favoriscano la raccolta del risparmio tra il pubblico mediante una riduzione dei costi di agenzia, e quindi una gestione efficiente dei conflitti di interessi, è condizione necessaria, anche se non sufficiente, per il funzionamento dei mercati finanziari. Come rilevato, “il problema del conflitto di interessi è nel numero di quelli che mettono a dura prova qualsiasi normativa di prevenzione e di (adeguata) tutela di chiunque consegni denaro al mercato finanziario” (così BESSONE, *Servizi di investimento e disciplina del contratto*, in *Giur. Merito*, 2002, IV, p. 1421).

⁷ Come noto, le due componenti della spesa privata sono il consumo e gli investimenti. Il risparmio, per l'appunto, è in termini economici quella parte di reddito disponibile che non viene consumata. Sul punto, v. PAUL A. SAMUELSON, WILLIAM D. NORDHAUS, *Economia*, XV ed., Milano, 1996, p. 430 ss.

⁸ Sul punto, cfr. BESSONE, *Le SGR, società di gestione del risparmio. La financial industry e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, in *Vita notarile*, 2002, p. 632.

La crescita del risparmio gestito è un fenomeno comune ai sistemi finanziari di tutti i paesi industrializzati ed anche in Italia ha costituito un determinante fattore propulsivo dell'innovazione finanziaria e dello sviluppo del sistema imprenditoriale⁹. Tuttavia, la recente crisi finanziaria ha messo in luce una serie di vulnerabilità del sistema finanziario mondiale. Essa ha evidenziato, inoltre, che il pregiudizio concretizzatosi in un comparto di attività può essere trasmesso rapidamente a tutto il sistema finanziario, con gravi ripercussioni per i partecipanti ai mercati e per la stabilità dei mercati stessi¹⁰.

Peraltro, la globalizzazione e l'evoluzione dei mercati¹¹, nonché i recenti scandali finanziari che, indifferentemente, hanno travolto i sistemi economici europei ed americani, hanno imposto una riflessione sulle cause dei dissesti e sulle carenze dei meccanismi di controllo¹², e, per tale via, hanno alimentato un fervente dibattito sull'indiscutibile rilevanza che, nel panorama attuale, ricoprono la trasparenza¹³,

⁹ V. TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, Roma, 2007, p. 73.

¹⁰ Sul punto, cfr. VACIAGO, *La prima crisi finanziaria globale*, in *Il Mulino*, 2008, fasc. 6, p. 1047 ss.; TREMONTI, *Uscire dal rallentamento e combattere speculazione e globalismo, radici della crisi*, in *Bancaria*, 2008, fasc. 7-8, p. 3 ss.; FAISSOLA, *La crisi finanziaria internazionale ed i punti di forza delle banche italiane e del sistema paese*, in *Bancaria*, 2008, fasc. 11, p. 13 ss. Cfr. anche MESSORI, *The financial crisis: understanding it to overcome it*, Quaderni di Assogestioni, Milano, 2009.

¹¹ La globalizzazione alimenta l'interdipendenza dei mercati, la quale a sua volta implica che le difficoltà finanziarie intervenute in un Paese possono causare esternalità negative in altri Paesi, secondo il fenomeno comunemente denominato *spill-over effect*.

¹² Le frodi finanziarie scoperte negli scorsi anni negli Stati Uniti ed in Europa, notevoli sia per la quantità di imprese coinvolte sia per la concentrazione temporale dei vari casi, hanno messo in luce diverse carenze del sistema dei controlli sui mercati finanziari, sollecitando istanze di riordino e evoluzione della relativa regolamentazione in numerosi Paesi. Con particolare riferimento al ruolo che in queste frodi ebbero gli analisti finanziari ed in specifica relazione al conflitto di interessi, cfr. DI CASTRI, *I conflitti di interesse degli analisti finanziari: disciplina statunitense, evoluzione della normativa comunitaria e prospettive nell'ordinamento italiano*, in *Banca Impresa Società*, 2004, p. 477 ss.

¹³ Sull'importanza decisiva della trasparenza, con particolare riferimento ai regolamenti contrattuali, si rimanda, fra i molti contributi, ad ALPA, *Note minime sulla trasparenza dei contratti bancari e*

l'informativa aziendale, i sistemi e le strutture di corporate governance, nonché le regole di condotta degli operatori¹⁴, tra cui quelle relative ai conflitti di interessi.

Elemento distintivo del mercato finanziario è, infatti, di avere ad oggetto una ricchezza *virtuale*: laddove si offre al pubblico un prodotto finanziario, si offre sostanzialmente “l'informazione inerente una ricchezza”¹⁵. Pertanto, il tempo, la qualità ed il contenuto di tale informazione, nonché l'efficienza e l'efficacia dei sistemi cui ne è affidata la gestione, e tanto più il controllo sulla gestione stessa¹⁶, costituiscono le basi per

finanziari, in *Vita not.*, 1995, I, p. 559 ss.; RESCIGNO, « *Trasparenza* » bancaria e diritto « *comune* » dei contratti, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1990, I, p. 297 ss.; NIGRO, *La legge sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari: note introduttive*, in *Dir. banc.*, 1992, I, p. 422 ss.; nonché si veda, più di recente, DRAGHI, *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, in *Bancaria*, 2008, fasc. 11, p. 3 ss. Con specifico riferimento ai fondi di investimento, si segnala ONADO, *Regolamentazione di trasparenza e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, Quaderni di documentazione e ricerca, 2003, p. 33 ss., nonché l'intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Giovanni Carosio, nell'ambito dell'Assemblea Annuale di Assogestioni, “Fondi comuni e crisi dei mercati” del 18 marzo 2009, reperibile sul sito www.bancaditalia.it.

¹⁴ Cfr. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, cit., *passim*; CAMMARANO, *Esigenze economiche e modelli organizzativi di vigilanza*, in *Banca impresa e società*, 2001, p. 415 ss. Cfr. anche COSTI, *Fondi comuni di investimento: profili organizzativi*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1984, I, pp. 276-277; l'Autore sottolinea come mentre nel mercato mobiliare la tutela del risparmiatore è affidata esclusivamente alla trasparenza, che elimina la disparità di posizione nell'accesso all'informazione esistente tra raccoglitore del risparmio e risparmiatore, nel mercato finanziario, dove invece il risparmio raccolto fra il pubblico non viene impiegato direttamente dall'emittente ma viene dall'intermediario trasmesso ad altri operatori, è necessario un intervento sulle modalità di comportamento dell'operatore.

¹⁵ BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, Padova, 2001, p. 110. V. anche LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1997, p. 326 ss.

¹⁶ Sul punto, cfr. diffusamente RODORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur comm.*, 2002, I, p. 773 ss. L'Autore rileva come “la base di ogni possibile pregio o difetto dei meccanismi informativi di mercato necessariamente riposa sul buono o cattivo funzionamento del regime dei controlli societari e sulla fiducia che ragionevolmente se ne abbia. La vicenda Enron (... e

garantire l’allocazione ottimale delle risorse sul mercato e sono dunque oggetto di precipua attenzione del legislatore nella regolamentazione del mercato stesso¹⁷.

Nel delineato contesto emerge il ruolo fondamentale delle regole cui sono soggetti gli operatori che gestiscono il risparmio, bene che nel nostro ordinamento è oggetto di protezione, anche costituzionale, “in tutte le sue forme” (art. 47 Cost.)¹⁸. E, in particolare, la disciplina del conflitto di interessi consente, *inter alia*, di arginare l’incidenza di quei fattori, insiti nei meccanismi tipici dei sistemi finanziari capitalistici, che permettono il

seguenti) è grave proprio perché mette in dubbio la sistematica validità del regime di controlli vigente in quell’ordinamento; ma qui da noi, specie nei decenni scorsi, ve ne sono state già tante di vicende più o meno simili che hanno messo in questione la bontà del sistema”.

¹⁷ Come evidenziato in un importante contributo di un illustre giurista, “il mercato non è un *locus naturalis*, ma un *locus artificialis*, ossia un sistema di relazioni governato dal diritto”; il mercato va quindi rappresentato come un “regime normativo di relazioni economiche”, e da qui il ruolo assolutamente imprescindibile dello Stato (così IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998, pp. 67 e 83; per una critica nei confronti di questa tesi, v. ROSSI, *Diritto e mercato*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1443 ss.. Sul punto, v. anche LIBONATI, *Ordine giuridico e legge economica del mercato*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1540 ss.). In merito all’interpretazione della crisi come un fallimento non del mercato, bensì dello Stato, il quale non si è rivelato in grado di predisporre un apparato idoneo di regolazione e supervisione dei mercati e degli intermediari finanziari, v. diffusamente ROSSI, *Miseria e nobiltà della finanza*, in *Il Mulino*, 2008, fasc. 6, p. 1060 ss.

¹⁸ Con particolare attinenza al rapporto tra la Carta Costituzionale ed il risparmio raccolto mediante i fondi comuni di investimento, v. MEZZACAPO, *Il controllo sui fondi comuni: intermediazione nel credito e tutela del risparmiatore*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1985, I, p. 231 ss. In generale, con riferimento all’art. 47 della Costituzione, si rinvia a CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico ed ordinamento del credito*, Milano, 1978; OTTAVIANO, *La regolazione del mercato*, in AA. VV., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, a cura di GALGANO, Vol. III, Padova, 1979; LORASCHI, *Credito e risparmio: l’art. 47 della Costituzione*, in AA. VV., *La Costituzione economica: prospettive di riforma dell’ordinamento economico*, a cura di D’ANTONIO, Roma, 1985; VISENTINI, *Risparmio e credito nella Costituzione*, in *Enciclopedia Giur. Treccani*, Vol. X, Roma, 1988; SORACE, *Il governo dell’economia*, in *Manuale di diritto pubblico*, a cura di AMATO, BARBERA, Vol. III, Bologna, 1997, p. 111 ss. In relazione al risparmio quale “bene giuridico a contenuto patrimoniale e proprietario” che occupa un ruolo centrale nella gerarchia dei valori per i quali si esige una protezione forte, v. SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 340 ss.

verificarsi di comportamenti opportunistici: essa, quindi, costituisce senz'altro un momento centrale per la prevenzione di condotte abusive da parte degli operatori specializzati nei confronti dei risparmiatori.

La gestione dei fondi di investimento può infatti essere fortemente condizionata dall'intreccio di rapporti tra banche e imprese, finendo così per creare significativi problemi di indipendenza nelle scelte di investimento e, per tal via, ledere gli interessi degli investitori. Invero, in molti casi le scelte di investimento possono essere condizionate dalla struttura proprietaria "bancocentrica" della società di gestione del risparmio, ciò comportando la presenza di diffuse situazioni di conflitto di interesse¹⁹.

La questione è particolarmente chiara rispetto agli intermediari facenti capo a gruppi creditizi, giacché l'acquisita polifunzionalità del settore bancario genera conflitto per se stessa²⁰. Il caso "tipico" è quello dell'esistenza di rapporti di finanziamento o di partecipazione tra la società in cui il fondo investe e la banca capogruppo che controlla la società di gestione del risparmio che amministra il fondo.

In tale ottica, si spiegano le ragioni per cui nel mercato finanziario le situazioni di conflitto di interessi sono considerate quasi fisiologiche; a tale riguardo, è d'obbligo il

¹⁹ Come vedremo meglio nel prosieguo, le sinergie, le economie di scala e di scopo conseguite attraverso il modello dell'intermediario "polifunzionale" comportano indubbi benefici per il mercato e gli investitori, ma al contempo si rivelano foriere di potenziali rischi e di incentivi al compimento di comportamenti che possono nuocere ai risparmiatori e all'integrità dei mercati.

²⁰ Si rimanda ad ANNUNZIATA, "Governance delle banche e conflitti di interessi. Il difficile equilibrio della disciplina bancaria e dei servizi di investimento", in *Analisi Giuridica dell'economia*, 2004, p. 177 ss.; l'Autore evidenzia come il modello della banca plurifunzionale e l'affermarsi di banche fortemente concentrate nelle attività del comparto "mobiliare" più che in quello creditizio hanno reso il potenziale conflitto tra i due sistemi ancora più evidente; peraltro, le interferenze tra attività creditizia e servizi di investimento possono generare conflitti di tipo diverso e di diversi tipi di intensità. Cfr. altresì CRANSTON, *Conflicts of interest in the Multifunctional Financial Institution*, in *16 Brooklyn J. of Int'l Law*, 1990, p. 129 ss. In relazione al mercato italiano, si rimanda all'intervento del Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, effettuato a Cagliari, il 4 marzo 2006, *Integrazione dei mercati finanziari, intermediazione del risparmio*, reperibile su www.bancaditalia.it, in particolare pp. 11-12.

riferimento al considerando n. 29 della Direttiva 2004/39/CE, c.d. dir. « MiFID » (acronimo di *Markets in Financial Instruments Directive*), il quale appunto annota che “la gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano simultaneamente ha aumentato la possibilità che vi siano conflitti tra queste diverse attività e gli interessi dei clienti”²¹.

Tale circostanza ha posto il legislatore nazionale davanti all’esigenza di introdurre un nuovo modello di disciplina, un modello che non si limiti a sancire un generalizzato divieto di agire in situazioni di conflitto di interessi (strada, questa, non percorribile giacché si rischierebbe di paralizzare il mercato), bensì istituisca delle cautele atte ad individuare le situazioni di conflitto di interessi ed a gestirle in modo che esse comunque non si ripercuotano negativamente sugli investitori²². Di qui la predisposizione di un complesso sistema normativo, di carattere primario e secondario, ulteriormente integrato

²¹ Sulla ineliminabilità del conflitto di interessi nell’ambito dell’intermediazione mobiliare, v. già POSNER, *Chinese Wall o Emperor’s New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K.*, in AA.VV., *Symposium: Internationalization of the Securities Markets, Michigan Yearbook of Int’l Legal Studies*, IX, 1988, p. 97 s. Cfr. anche LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2007, p.431, il quale rileva come sia perfettamente *normale* che l’intermediario agisca in conflitto di interessi. L’Autore sottolinea come talvolta proprio nella fattispecie indicate come potenziali fonti di conflitto si prospettano le migliori opportunità di investimento.

²² Osserva ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 108, come l’approccio comunitario alla problematica del conflitto di interessi, e conseguentemente delle varie legislazioni europee, sia essenzialmente nel senso di disciplinare e non di eliminare le situazioni di conflitto poiché si è ormai preso atto che il conflitto di interessi non possa essere rimosso, risultando esso “immanente alla stessa prestazione dei servizi di investimento” (soprattutto nel caso di operatori polifunzionali). Dunque, le diverse regole sono piuttosto volte a far sì che i conflitti siano ridotti al minimo e che l’intermediario si sforzi comunque di agire in modo trasparente e nel miglior interesse del proprio cliente. Sul punto, ed in particolare sul più *scivoloso* approccio fatto non di divieti ma di regole organizzative e controlli, v. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., p. 431.

dalle regole contenute nel codice di autodisciplina delle società di gestione del risparmio, il c.d. Protocollo di autonomia²³.

Sul punto occorre poi segnalare che altre disposizioni sono tuttora al vaglio del legislatore comunitario: nell'aprile del 2009 è stata resa pubblica una proposta di direttiva che intende introdurre obblighi armonizzati a carico dei soggetti che svolgono funzioni di gestione e di amministrazione dei fondi di investimento alternativi (ossia i fondi non già disciplinati dalla direttiva 85/611/CE, c.d. direttiva OICVM). Tale normativa rientra nel programma della Commissione mirante ad estendere una regolamentazione e una vigilanza appropriate a tutti i soggetti e a tutte le attività che comportano rischi significativi. La necessità di una maggiore regolamentazione del settore è stata poi evidenziata dal Parlamento europeo e dal Gruppo ad alto livello sulla vigilanza finanziaria presieduto da Jacques de Larosière. Essa è stata inoltre al centro delle discussioni in corso a livello internazionale, in seno al G20, allo IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*)²⁴ e al Forum per la stabilità finanziaria.

La proposta di direttiva sopra citata contiene, *inter alia*, una dettagliata disciplina dei conflitti di interessi che dovessero sorgere fra i gestori dei fondi e gli investitori. In tale prospettiva, quindi, è evidente come il tema oggetto della presente indagine si inserisca a pieno titolo nel più ampio dibattito, tuttora *in fieri*, intorno alla scelta (o alla valutazione) delle regole che meglio soddisfino il *need of protection* degli investitori e facilitino così la creazione di uno spazio, anche “reputazionale”²⁵, di norme trasparenti e sicure all'interno della cui cornice il risparmio sia veicolato verso i fondi di investimento.

²³ Anche il legislatore nazionale sembra prendere atto del conflitto di interessi come di qualcosa di ineluttabile, come di un'evenienza ineliminabile, al massimo comprimibile. V. RAZZANTE, *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. 56.

²⁴ Si veda SOMMER, *IOSCO: its mission and achievement*, in *17 Nw. J. Int'l. L. & B.*, 1996, p. 15. Peraltro, all'inizio di novembre 2009 un *Consultation Report* sul conflitto di interessi nei fondi di private equity è stato pubblicato dalla IOSCO ed è reperibile sul sito www.consob.it.

²⁵ Sul concetto di “reputazionale”, nella sua accezione forse molto prossima a “promozionale”, v. ROMAGNOLI, *Corporate Governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 355 ss.

L'auspicio è che la condotta corretta, diligente e trasparente degli intermediari realizzi l'interesse generale alla creazione di un contesto di regolarità delle operazioni ed affidabilità degli operatori, in un'ottica di efficienza ed integrità dei mercati e dunque di massimizzazione del benessere collettivo. Appare chiaro come il conseguimento di tale obiettivo dipenda in gran parte anche dalla possibilità di *enforcement* delle relative norme, e quindi dalla capacità di controllo delle autorità di vigilanza e dell'autorità giudiziaria²⁶.

D'altra parte, tuttavia, occorre tener presente che le normative nazionali si ripercuotono anche sulla competitività a livello globale delle imprese operative nel settore. È possibile che discipline oltremodo restrittive non sortiscano l'effetto desiderato di incentivare una condotta corretta e scrupolosa dell'operatore, bensì finiscano per incentivare fenomeni di "arbitraggio normativo", tali per cui l'operatore locale che è destinatario di discipline più stringenti, trovandosi in una situazione di svantaggio rispetto ai concorrenti di Paesi con normative più *business oriented*, "espatria" e si stanZIA in un paese con un regime normativo maggiormente permissivo o comunque reputato più conveniente²⁷, essendo ciò reso possibile, *inter alia*, dal principio di libertà di stabilimento contenuto nel Trattato UE.

Dunque, la problematica del conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio si colloca nel solco dell'antico ma sempre attuale dibattito tra libertà e

²⁶ In tal senso, v. MATTEI, *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un'ipotesi di lavoro*, cit., p. 250, il quale rileva come sia essenziale il ruolo del "contesto rimediale", ossia di "che cosa, chi agisce o vorrebbe agire in conflitto trova (o non trova) sulla sua strada ad impedirglielo". Sul punto, cfr. anche COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 328.

²⁷ V. ZOPPINI, *La concorrenza tra ordinamenti giuridici*, Roma-Bari, 2004. Cfr. anche BEBCHUK, HAMDANI, *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Debate on State Competition over Corporate Charters*, 112 *Yale L. J.*, 2002, p. 553. Nel 1944, con la pubblicazione di *Theory of Games and Economic Behaviour* di J. von Neumann e O. Morgenstern, fu definitivamente creato un ponte tra la teoria dei giochi e la teoria economica (l'espressione è la traduzione letterale, forse poco appropriata, dall'inglese "games": termine che indica anche forme molto aggressive di competizione e perfino la caccia). Sull'applicazione della teoria dei giochi alle relazioni internazionali, v. FRISCHMANN, *A Dynamic Institutional Theory of International Law*, in *Buffalo Law Rev.*, vol. 51, 2003, p. 679.

regolamentazione, il quale rappresenta la *vexata questio* della sfida lanciata dall'economia al diritto a seguito della confutazione della teoria della mano invisibile²⁸. La ricerca di un punto di equilibrio nel contemperamento delle opposte esigenze è problema di non certo facile soluzione. Al diritto, *more solito*, l'arduo compito di quadrare il cerchio²⁹.

²⁸ La teoria della mano invisibile, per la quale il perseguimento dell'interesse individuale porta al conseguimento dell'interesse collettivo, pur rimanendo un'intuizione fondamentale anche per la scienza economica successiva, è stata ampiamente confutata. La metafora di Adam Smith è stata un'espressione particolarmente felice per indicare come le pulsioni individuali costituiscano un motore di sviluppo e di crescita economica. Come nella Favola delle api di Mandeville in cui i vizi privati si trasformano in pubblici benefici. Cfr. SMITH, *Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni*, trad. it., Milano, 1977. Come noto, il titolo originale è *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* e l'opera è stata pubblicata per la prima volta nel 1776. Con riferimento al ruolo del diritto rispetto al mercato nel pensiero economico, v. BOCCHINI, *In principio erano le informazioni*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, p. 35 ss. Cfr. altresì SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, 2009, su www.ilcaso.it, p. 7 e p. 9.

²⁹ Il problema cruciale è scegliere dove fissare il confine tra potere pubblico e libertà privata; l'obiettivo fondamentale è la realizzazione di un equilibrio ottimale fra le due istanze confliggenti. Il diritto pubblico dell'economia, di ieri e di oggi, porta in seno quello che è stato definito il "dilemma della democrazia liberale" (AMATO, *Il potere e l'antitrust*, Bologna, 1998, p. 8) stabilire l'*an* e il *quomodo* di un'eventuale limitazione delle libertà riconosciute ai privati laddove l'esercizio di tali libertà contrasti con l'interesse generale. L'economista inglese PIGOU (*The Economics of Welfare*, trad. it, Londra, 1920, p. 356) scriveva: "oggetto dell'economia del benessere è l'indagine delle influenze predominanti attraverso le quali sia possibile aumentare il benessere economico del mondo o di un paese determinato. La pretesa di coloro che si dedicano a tale indagine è quella di suggerire forme di intervento – o di non intervento – da parte dello Stato o di privati, le quali possano favorire tali influenze". Uno dei *masterpiece* sull'argomento è senza dubbio HAYEK, *The Road to Serfdom*, Chicago, 1944. Cfr. anche ZINGALES, *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, *ECGI Law WP* n. 21/2004, disponibile sul sito www.ecgi.org/wp; nonché VISENTINI, *Lo Stato nell'economia liberale*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2005, p. 1109 ss.

CAPITOLO PRIMO

IL CONFLITTO DI INTERESSI: MODELLI DI DISCIPLINA

1. Eterogeneità dei modelli di conflitto di interessi nel diritto privato

La stessa essenza del fenomeno giuridico in generale risiede nella soluzione di conflitti fra gli opposti interessi dei consociati³⁰.

Il sintagma “conflitto di interessi” riassume pertanto una disciplina giuridica che non costituisce un istituto unitario né viene generalmente percepita come una “categoria ordinante”³¹. Nata nel diritto amministrativo³² e poi allargata ad altri settori, diffusa in

³⁰ Si richiama la nota concezione di Jehring; v. l'opera *Der Zweck im Recht* (Lo scopo nel diritto), Lipsia, 1877, I, pp. 7-8. Cfr. anche GALLINO, *Dizionario di sociologia*, voce *Diritto*, *Sociologia del*, Torino, 1978, p. 241 ss. È d'uopo ricordare come, secondo uno fra i più insigni giuristi italiani, “l'elemento economico del diritto è il conflitto di interessi. Dove il conflitto di interessi non c'è, non ha ragione di essere il diritto; non esiste un fenomeno giuridico alla radice del quale l'analisi non rintracci tale conflitto” (così CARNELUTTI, *Teoria generale del diritto*, Roma, 1951, p. 25). Per come “la valutazione comparativa di contrapposti interessi” sia nota costante ed immancabile di ogni forma di tutela giuridica, v. anche SCALISI, *Ingiustizia del danno e analitica della responsabilità civile*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2004, I, p. 50.

³¹ Ma sul punto cfr. anche MATTEI, *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un'ipotesi di lavoro*, cit., p. 247 ss.

³² Sulla formazione e gli sviluppi del conflitto di interessi nell'ambito del diritto amministrativo, v. CASSESE, *Imparzialità amministrativa e sindacato giurisdizionale*, Milano, 1973, pp. 46 ss. e 89 ss. Più generalmente nel diritto pubblico, la disciplina del conflitto di interessi costituisce l'applicazione del principio di imparzialità contenuto nell'art. 97 della Costituzione, a norma del quale la funzione pubblica deve essere neutrale rispetto agli interessi (e pertanto il funzionario pubblico deve essere neutrale anche nei confronti dei propri interessi). Sul conflitto di interessi ed i problemi di etica pubblica nel diritto costituzionale, cfr. CASSESE, MATTARELLA (a cura di), *Democrazia e cariche pubbliche*, Bologna, 1996, in particolare p. 29 ss; PASSIGLI, *Democrazia e conflitto di interessi. Il caso italiano*, Milano, 2001, p. 28 ss. e p. 145 ss.; MATTARELLA, *Conflitto di interessi: quello che le norme non dicono*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2004, p. 1284 ss.

numeroso culture giuridiche ma con intensità diversa, la nozione di conflitto di interessi “è come il fiume di Eraclito: è e non è lo stesso istituto, per i molti aspetti diversi che assume nel transitare dall’uno all’altro complesso normativo”³³.

Circoscrivendo l’ambito di indagine al diritto privato³⁴ e considerando tale disamina priva di ogni pretesa di esaustività poiché limitata solo ad alcune ipotesi esemplificative, si ricorda come nel nostro ordinamento siano presenti diverse nozioni di conflitto di interessi (o di interesse, a seconda della dizione legislativa prescelta³⁵)³⁶, le quali offrono una pluralità di modelli di disciplina. Essi possono essere per semplificazione distinti tra quelli che afferiscono alla conclusione di un contratto e quelli che *non* afferiscono alla conclusione di un contratto³⁷.

Con riferimento a questa seconda categoria, possiamo qui richiamare in particolare due fattispecie, entrambe riconducibili all’area del diritto societario: il conflitto di interessi

³³ Così CASSESE, *Conflitti di interessi: il fiume di Eraclito*, cit., p. 235.

³⁴ Fuori dall’ambito del diritto privato, oltre alle notissime questioni in tema di conflitto di interessi dei titolari delle cariche di governo (su cui si vedano ad esempio i disegni di legge presentati alla Camera dei Deputati nella XIV legislatura, in particolare il n. 1865 ed il n. 1206), si pone il tema del conflitto di interessi dell’amministratore di enti locali (art. 78 del T.U. degli enti locali – d. lgs. 267 del 2000), del conflitto di interessi dei giudici (artt. 51 e 52 c.p.c.), il conflitto di interessi degli arbitri (art. 815 c.p.c.), del conflitto di interessi dei professionisti (a tale proposito il rinvio è alle varie norme dei codici deontologici, ad esempio all’art. 37 del Codice deontologico degli avvocati), del conflitto di interessi del rappresentante legale in giudizio (art. 78 c.p.c.), del conflitto di interessi del rappresentante legale nell’esercizio del diritto di querela (art. 121 c.p.), del conflitto di interessi delle banche nell’erogazione di finanziamenti con fondi pubblici (art. 47, comma 2, del T.U. in materia bancaria e creditizia – d. lgs. 385 del 1993) e del conflitto di interessi del commissario dell’amministrazione straordinaria o della liquidazione coatta amministrativa di una banca del gruppo (art. 102, comma 2, del T.U. in materia bancaria e creditizia – d. lgs. 385 del 1993).

³⁵ Con riferimento ad una possibile spiegazione da attribuire alla scelta legislativa fra le alternative dizioni di *conflitto di interessi* e *conflitto di interesse*, v. MAFFEIS, *Tutela dell’interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 2, p. 253.

³⁶ Per una panoramica delle numerose fattispecie di conflitto di interessi rinvenibili nell’ambito del diritto civile, v. STESURI, *Il conflitto di interessi*, Milano, 1999, p. 5 ss.

³⁷ Così MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002, in particolare p. 23 ss.

di socio di s.p.a nell'esercizio del diritto di voto in assemblea *ex art. 2373 c.c.* ed il novellato conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a nelle deliberazioni consigliari di cui all'art. 2391 c.c.³⁸.

Invero, vediamo come le discipline testé citate, pur così vicine (da un punto di vista topografico), sono in realtà molto eterogenee. L'art. 2373 non prescrive o vieta un particolare comportamento del socio, al cui discrezionale apprezzamento viene comunque rimessa la scelta fra votare od astenersi, bensì si limita a regolare gli effetti della deliberazione eventualmente impugnabile, introducendo così un c.d. *fairness test* che non priva il soggetto in conflitto del suo potere ma istituisce un sindacato sul corretto esercizio del medesimo³⁹.

Per contro, il nucleo centrale dell'art. 2391, che pure contiene la previsione del rimedio risarcitorio e di quello impugnatorio, è costituito dai dettagliati obblighi di comportamento posti a carico dell'amministratore che, con riferimento ad una determinata operazione della società, si trovi ad essere portatore di un interesse, proprio o altrui⁴⁰.

³⁸ A loro volta queste due discipline sono vicine ma parzialmente dissimili dai loro rispettivi equivalenti in materia di società a responsabilità limitata (art. 2479 *ter*, comma 2, c.c. e art. 2475 *ter* c.c.).

³⁹ Come noto, l'esercizio del diritto di voto del singolo socio è libero, con l'unico ed insuperabile limite che tale potere non può essere esercitato in modo da arrecare un danno, anche solo potenziale, alla società; l'interesse sociale, quindi, sia che venga inteso quale interesse comune dei soci (teoria contrattualistica) sia che venga concepito come interesse della società in sé (teoria istituzionalistica), funge da limite alla libertà di espressione del voto all'interno dell'organo assembleare. Cfr. AG. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1987, p. 231 ss.; PREITE, *L'« abuso » della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari della società per azioni*, Milano, 1992; ID., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Tratt. delle società per azioni*, diretto da COLOMBO e PORTALE, Torino, 1993, vol. 3**, p. 9 ss.; più di recente, v. D'ALESSANDRO, *Il conflitto di interessi nei rapporti fra socio e società*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 5 ss.

⁴⁰ V., ampiamente, ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000; SOLIMENA, *Il conflitto di interessi dell'amministratore di società per azioni nelle operazioni con la società amministrata*, Milano, 1999; MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 147 ss.; FERRO LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli*

La norma in parola, infatti, sebbene non più facente leva sul concetto di conflitto di interessi (espressione ora assente dalla rubrica e dal testo della disposizione, e sostituita dall'anodina "interessi degli amministratori"⁴¹), regola comunque il medesimo fenomeno, introducendo un modello che si discosta notevolmente da quello previgente: la disciplina antecedente era volta soprattutto ad incidere sul problema del conflitto di interessi come patologia nella gestione della società, mentre quella ora introdotta risponde piuttosto all'esigenza di stimolare in generale una *governance* improntata alla massima trasparenza dei processi decisionali⁴². Qui, dunque, a differenza di quanto accade nel diverso ambito del conflitto di interessi del socio, il legislatore ricorre, oltre che ad una tecnica di repressione, altresì ad una "misura di profilassi", misura che prima era compendiata nel dovere di dare notizia del conflitto e di astenersi, mentre adesso si risolve in più pregnanti obblighi di trasparenza⁴³.

amministratori – Profili di sistema, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, p. 661 ss. L'ultimo Autore citato si sofferma in particolar modo sulla differenza strutturale che intercorre tra l'art. 1394 c.c. e l'art. 2391 c.c., differenza che in ultima analisi deriva dall'appartenenza delle due norme a due "zone" del diritto ben distinte, ossia, rispettivamente, quella che attiene all'esercizio dell'autonomia privata e quella che attiene all'esercizio dell'impresa.

⁴¹ Sul punto, cfr. MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 149.

⁴² Così C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, cit., p. 1229. Infatti, l'art. 2391 realizza un'estensione quantitativa e qualitativa dell'obbligo di informazione incombente sugli amministratori (c.d. *disclosure*), imponendo inoltre un generale dovere di motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione, nonché un obbligo di astensione per il caso in cui si tratti di amministratore delegato. Cfr. anche ENRIQUES, *Ad art. 2391*, in *Il Nuovo diritto delle società* a cura di MAFFEI ALBERTI, I, Padova, 2005, p. 768; MAFFEIS, *Il « particolare rigore » della disciplina del conflitto di interessi nelle deliberazioni del consiglio di amministrazione di società di capitale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 1053 ss.; ZAMPERETTI, *Il nuovo conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e di disciplina*, in *Le Società*, 2005, p. 1087 ss.; ID., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005; MONTALENTI, *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 244.

⁴³ Così, seppur in un diverso ambito, ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 185. Con riferimento all'assoluta importanza degli obblighi di trasparenza, si noti,

Procedendo in questa disamina, occorre fare quindi riferimento ai modelli di disciplina di conflitto di interessi che invece accedono alla conclusione di un contratto⁴⁴. Risiedono nel conflitto di interessi le *ratio* di numerose disposizioni del codice civile, ancorché alcune di queste, tuttavia, neppure contengano siffatta dizione⁴⁵.

In alcuni di questi casi il legislatore pre-individua con una nozione specifica la situazione di conflitto e pone un divieto speciale di agire al fine di evitare che il contratto

peraltro, che l'art. 31 della legge n. 262 del 2005 ha introdotto il reato di omessa comunicazione del conflitto di interessi *ex art. 2629 bis*, fattispecie volta a reprimere gli abusi commessi nell'ambito di società che coinvolgono il pubblico risparmio. Sul punto, v. MARINI, *L'omessa comunicazione del conflitto di interessi*, in DE ANGELIS, RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008, p. 605 ss., nonché, con riferimento alla responsabilità da reato societario della persona giuridica società, SACCAVINI, *L'estensione della responsabilità dell'ente per i reati societari e l'inasprimento delle sanzioni. In particolare, l'omessa comunicazione del conflitto di interessi*, in DE ANGELIS, RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, cit., p. 619 ss. Come è stato detto, la riforma ha sostituito il regime dell'*astensione* con quello dell'*ostensione* (così MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur comm.*, 2006, I, p. 948).

⁴⁴ Trattasi ovviamente di una mera rassegna, giacché non rientra tra gli obiettivi della presente trattazione l'analisi delle singole fattispecie, che ci condurrebbe molto oltre lo scopo di questa opera.

⁴⁵ Basti pensare all'art. 1471 c.c. che sancisce il divieto per gli amministratori di beni dello Stato, dei comuni e delle province di comprare i beni affidati alla loro cura, nonché all'art. 1261 c.c. che pone un divieto per magistrati e funzionari giudiziari di rendersi acquirenti dei beni sui quali è sorta contestazione. Ancora, si pensi al divieto per i genitori esercenti la patria potestà sui figli e per il tutore ed il protutore di rendersi acquirenti dei beni e dei diritti del minore, divieti contenuti rispettivamente negli articoli 323 e 378 c.c. e che si applicano, in forza dei rinvii di cui agli articoli 396, comma 2, c.c. e 424 c.c., altresì al curatore dell'emancipato, al tutore dell'interdetto ed al curatore dell'inabilitato. Ancora, si pensi alla disciplina del conflitto di interessi dell'esecutore testamentario nella divisione dei beni dell'eredità *ex art. 706 c.c.* Il codice parla invece espressamente di conflitto di interessi con riferimento al tutore di più minori e del curatore del minore emancipato, fattispecie disciplinate rispettivamente dagli articoli 347 e 394, comma 4, c.c., nonché all'ipotesi del genitore esercente la patria potestà *ex art. 320 c.c.* Peraltro, si noti che non di conflitto di interessi, bensì di "opposizione di interessi" nei rapporti fra il minore ed il tutore parla l'art. 360 c.c. (disposizione che, in virtù del richiamo contenuto nell'art. 424 c.c. è applicabile anche al tutore dell'interdetto).

si concluda in presenza della suddetta situazione⁴⁶. È questo, ad esempio, il caso dell'art. 1261 c.c., a norma del quale i magistrati ed altri soggetti facenti funzioni pubbliche non possono rendersi cessionari, neppure per interposta persona, dei diritti su cui è sorta contestazione davanti all'autorità giudiziaria di cui fanno parte o nella cui giurisdizione esercitano le loro funzioni.

In altre ipotesi, invece, l'individuazione del conflitto di interessi è l'oggetto stesso della fattispecie e viene rimessa all'interprete. Essa fa scattare, ove appunto ne ricorrano i presupposti, un generale divieto di agire accompagnato alla previsione della sostituzione nel compimento dell'atto⁴⁷. Pensiamo ad esempio all'ipotesi di cui all'art. 320, ultimo comma, c.c., a mente del quale, qualora nasca un conflitto di interessi fra figli soggetti alla stessa potestà, o tra essi ed i genitori, il giudice tutelare nomina per i figli un curatore speciale⁴⁸.

Notiamo che l'art. 1394 c.c., il quale detta la disciplina generale del conflitto di interessi nella rappresentanza negoziale, non riprende né il primo né il secondo dei modelli testé menzionati. La norma *de qua* sancisce invece che il contratto contrario all'interesse del rappresentato, per la presenza di un interesse del rappresentante in conflitto con quello del rappresentato, è annullabile ove l'incidenza dell'interesse in conflitto sia riconoscibile da parte del terzo⁴⁹.

⁴⁶ In tali ipotesi l'interprete deve solo accertare se sussiste quella particolare situazione, e ciò è agevolmente inferibile dalle qualità delle parti: è il caso anche dell'art. 1471 c.c., nonché degli atti vietati ai genitori *ex art. 323 c.c.*, al tutore dei minori *ex art. 378 c.c.* ed all'esecutore testamentario che sia anche un erede o un legatario ai sensi dell'art. 706 c.c.

⁴⁷ Si tratta dei casi in cui il conflitto di interessi dipende dalla circostanza che il soggetto che dovrebbe agire si trova in concreto ad essere portatore di un interesse in conflitto, e non dipende invece dalla qualità dei soggetti o dal tipo di atti.

⁴⁸ È questo anche il caso di cui agli articoli 347 e 394, ultimo comma, c.c. La sostituzione opera perché il soggetto rappresentato è un incapace legale e dunque non potrebbe reagire all'atto del suo rappresentante.

⁴⁹ In dottrina non si registra concordia di opinioni su come debba intendersi il conflitto di interessi nella rappresentanza. Secondo un primo orientamento, il conflitto di interessi consiste in una situazione in cui il rappresentante è portatore di interessi incompatibili con quelli del rappresentato,

In questo caso, quindi, il divieto di agire si ricava implicitamente dal rimedio impugnatorio introdotto per il contratto concluso in conflitto di interessi. Peraltro, qui l'interesse del rappresentato non prevale sull'interesse del terzo come invece accade nel campo della rappresentanza legale, ove l'esigenza generale alla protezione degli incapaci viene reputata superiore all'affidamento del terzo⁵⁰.

Dalle poche considerazioni che precedono emerge come le discipline del conflitto di interessi siano molteplici, per presupposti e per conseguenze, e come talvolta anche all'interno del medesimo segmento del diritto coesistano diversi modelli e corrispondenti forme di trattamento normativo (come, ad esempio, si è visto nel confronto tra l'art. 2373 e l'art. 2391 c.c.)⁵¹. Interessante sarebbe indagare quali siano le ragioni sostanziali alla base delle differenze tra le diverse fattispecie, nonché l'*an* ed il *quomodo* di un eventuale minimo comune denominatore che consenta di cogliere nelle numerose discipline le linee di un disegno generale.

situazione che rileva perché potenzialmente suscettibile di indurre il rappresentante ad agire contro l'interesse del rappresentato, restando però irrilevante la circostanza che in concreto si determini un pregiudizio per quest'ultimo (così VISINTINI, *Della rappresentanza*, in *Commentario Scialoja Branca*, sub art. 1394, Bologna-Roma, 1993, p. 268; STELLA, *Il contratto concluso dal rappresentante in conflitto di interessi con il rappresentato*, in *Tratt. Roppo*, I, Milano, 2006, p. 882 ss.; BIANCA, *Diritto civile. 3. Il contratto*, Milano, 2000, p. 96; FRANCARIO, *Il conflitto di interessi nella rappresentanza*, in *Il contratto in generale*, in *Tratt. Bessone*, XIII, t. VI, Torino, 2000, p. 69 ss.). Anche la giurisprudenza di legittimità sembra nel complesso allineata su queste posizioni (v. da ultimo Cass. 30 maggio 2008, n. 14481, in *Studium iuris*, 2009, 2, p. 196). Secondo un orientamento più recente, invece, il conflitto di interessi non deve essere concepito come una situazione meramente fonte di pericolo astratto, bensì come l'effettivo risultato sfavorevole per il rappresentato dell'azione del rappresentante (così MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 75 ss.).

⁵⁰ Alla diversità delle discipline corrisponde la diversità della genesi storica: mentre il conflitto di interessi del rappresentante legale era già disciplinato nel codice civile previgente, il conflitto di interesse del rappresentante volontario non era né disciplinato dalla legge né ammesso dalla giurisprudenza né teorizzato dalla dottrina. Sul punto, si rinvia a MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 262.

⁵¹ Cfr. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, p. 740.

Peraltro, in tutte queste norme, ciò che è innanzi tutto incerto è cosa sia il *conflitto di interessi* giacché il legislatore non lo definisce⁵². E quindi, in ossequio al noto monito di Scialoja secondo cui il diritto civile è l'arte di tracciare i confini, dopo aver appurato l'eterogeneità delle discipline occorrerà fare un passo indietro al fine di provare a determinare quale sia, o quali siano ove molteplici, i contenuti con cui riempire il sintagma "conflitto di interessi" ed attribuire così a tale dizione un significato più preciso da un punto di vista fenomenologico.

2. Il conflitto di interessi come situazione, come azione e come risultato dell'azione

La dottrina ha messo in evidenza come al concetto "indeterminato" di conflitto di interessi possano corrispondere tre diversi modelli di fattispecie: il conflitto di interessi come *situazione*, come *azione* e come *risultato dell'azione*⁵³.

Presupposto comune alle tre diverse ipotesi è che un soggetto sia tenuto ad agire per conto di un altro soggetto e nell'interesse di questi, che si tratti dunque di una relazione fiduciaria. Ciò potrà avvenire all'interno ovvero al di fuori di un potere rappresentativo; pertanto, nella disamina che segue per semplificazione chiameremo i due soggetti in questione, rispettivamente, fiduciario e fiduciante.

Il conflitto di interessi inteso come *situazione* indica la circostanza, precedente alla stipula di un contratto o al compimento di un'attività, per cui il fiduciario sia portatore di un interesse in conflitto con quello del fiduciante⁵⁴. La considerazione della situazione di

⁵² MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 262; ID, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., pp. 7-8. L'Autore rileva come l'art. 1394 non definisca il conflitto di interessi né indichi che cos'è: "vi è disciplina senza descrizione del fatto, e così l'individuazione del fatto, necessaria per ricostruire la regola, è rimessa integralmente all'interprete". Inoltre, non soltanto "è incerto *che cosa* è il conflitto di interessi, ma è incerto *come* il conflitto di interessi deve incidere sul contratto rappresentativo per renderlo annullabile" (enfasi dell'Autore).

⁵³ Così MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 7.

⁵⁴ MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., pp. 10-13.

conflitto di interessi precedente alla conclusione di un contratto si giustifica in forza del *pericolo* che la presenza di un interesse del fiduciario incida negativamente sull'attività di gestione dell'interesse altrui⁵⁵.

Il conflitto di interessi inteso come *azione* indica invece la condotta posta in essere contro l'interesse del fiduciante per l'incidenza di un interesse del fiduciario, indipendentemente dalla conclusione di un negozio ovvero dall'incidenza su esso dell'interesse in conflitto⁵⁶. La rilevanza di tale tipologia deriva dalla necessità di impedire l'inadempimento del fiduciario all'obbligo di agire nell'interesse del fiduciante, anche laddove l'azione in conflitto di interessi non si rifletta nella conclusione di un contratto, né arrechi un diretto pregiudizio al fiduciante⁵⁷.

Il conflitto di interessi inteso come *risultato dell'azione* enuclea l'ipotesi in cui il fiduciario, agendo in conflitto con l'interesse del fiduciante, abbia concluso un contratto il cui contenuto, o comunque i cui effetti, siano contrari all'interesse del fiduciante, il quale dunque per l'incidenza dell'interesse in conflitto subisce un pregiudizio⁵⁸. Conseguentemente, in questa accezione al conflitto di interessi viene attribuito il significato di risultato sfavorevole per il fiduciante di un'azione del fiduciario,

⁵⁵ Esempi di conflitti di interessi intesi come situazioni di mero pericolo sono tutti quei divieti speciali di agire imposti dalla legge in relazione alla qualità dei soggetti ovvero al tipo di atti (v. *supra* nota 16). Per la distinzione tra pericolo presunto e pericolo concreto, v. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., pp. 11-12. Inoltre, per una critica della tesi che interpreta l'art. 1394 secondo la teoria del pericolo, v. MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 270.

⁵⁶ MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., pp. 13-15.

⁵⁷ Si pensi alla disciplina di cui all'art. 2373 c.c. ovvero all'art. 2391: in entrambi i casi è impugnabile la delibera presa con il voto determinante del soggetto in conflitto di interessi anche se non viene dimostrato che la società abbia subito effettivamente un danno, bastando per contro la prova di un danno potenziale.

⁵⁸ MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., pp. 15-16.

caratterizzata dall'incidenza di un interesse di quest'ultimo in contrasto con l'interesse del fiduciante⁵⁹.

A differenza del conflitto di interessi inteso come situazione, qui non si tratta di un giudizio probabilistico, facente leva sull'accertamento di una situazione di pericolo (astratto o concreto), bensì di un giudizio formulato *ex post* e quindi di un giudizio di certezza. Inoltre, a differenza del conflitto di interessi inteso come azione, il giudizio *ex post* non si limita all'accertamento di un'attività compiuta in presenza di un interesse in conflitto, ma esige il riscontro dell'incidenza dell'interesse in conflitto sul contratto concluso e dunque del danno subito dal fiduciante⁶⁰.

Il motivo della distinzione tra le tre possibili nozioni della fattispecie di conflitto di interessi brevemente delineate risiede nell'esigenza di individuare la situazione concreta al verificarsi della quale si ricollega l'applicazione della regola di volta in volta prevista dalla legge al fine di disciplinare tale fenomeno⁶¹.

Ciò poiché anche ove vi sia un conflitto di interessi fra fiduciario e fiduciante non necessariamente questa circostanza incide sull'azione del fiduciario in conflitto di interessi e comunque, anche qualora ciò accada, non sempre l'azione del fiduciario in conflitto di interessi si traduce nella conclusione di un contratto contrario all'interesse del fiduciante⁶².

Nell'analisi svolta nel prosieguo del presente lavoro, occorrerà tenere dunque presente i possibili inquadramenti della fattispecie del conflitto di interessi, che abbiamo

⁵⁹ Secondo l'opinione della dottrina qui citata, l'art. 1394 va inteso in quest'ultima accezione: "il contratto rappresentativo è annullabile per conflitto di interessi se è contrario all'interesse del rappresentante in dipendenza dall'incidenza di un interesse in conflitto, ed il terzo conosceva o poteva riconoscere che un interesse in conflitto con quello del rappresentato incide sul contratto rappresentativo" (così MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., pp. 138-139).

⁶⁰ MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 16.

⁶¹ Sul ruolo della fattispecie all'interno della norma giuridica, si rinvia a VISENTINI, *Lezioni di teoria generale del diritto. I – Il concetto di diritto*, Padova, 2001, p. 55-56. Cfr. anche R. SCOGNAMIGLIO, *Fatto giuridico e fattispecie complessa*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, in particolare p. 343, nonché LUZZATI, *La vaghezza delle norme*, Milano, 1990, p. 299 ss.

⁶² MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 17.

visto essere diversi fra loro sia nella struttura sia nelle differenti modalità di incidenza del fatto sull'atto.

3. Il conflitto di interessi nelle relazioni fiduciarie

L'agire nell'interesse altrui costituisce senz'altro uno snodo fondamentale del rapporto giuridico⁶³: allorché un soggetto (fiduciante o *principal*) affida ad un altro soggetto (fiduciario o *agent*) un potere di gestione caratterizzato da un certo margine di discrezionalità, tra essi intercorre una relazione fiduciaria che rappresenta peraltro un'occasione di comportamenti opportunistici da parte del fiduciario⁶⁴. In ogni relazione fiduciaria, infatti, si annida il rischio di una deviazione dell'*agent* giacché questi può anche essere portatore di interessi ulteriori, propri od altrui, non necessariamente allineati con l'interesse del *principal*. Ciò potrebbe indurlo, qualora egli non fosse sufficientemente incentivato a compiere le scelte più adeguate alla cura dell'interesse altrui, a porre in essere condotte che concretano un mancato perseguimento dell'interesse del *principal*⁶⁵,

⁶³ LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da CICU E MESSINEO e continuato da MENGONI, Milano, 1984, pp. 10-14, rileva come la formula dell' "agire nell'interesse altrui" possa essere ambigua e propone, al fine di descrivere il fenomeno della gestione da un punto di vista economico-sostanziale, di ricorrere alla dizione "agire per conto". Sul punto, v. altresì DE LORENZI, *Il mandato alla luce dell'analisi economica del diritto*, in *Contr. e impr.*, 1993, p. 969, il quale parla di separazione tra proprietà e controllo, di separazione tra sopportazione del rischio e potere di decisione. Cfr. anche MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 147.

⁶⁴ La fiducia, antico istituto di diritto romano (la *fides*), esprime un concetto lato, generico di "affidamento": essa è un valore di riferimento nello svolgimento delle relazioni umane, ma anche un elemento tecnico del discorso giuridico. Tra le possibili ricostruzioni del concetto di relazione fiduciaria, appare corretta quella di GUERRERA, *Contratto di investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 1988, p. 750. L'Autore rileva come la posizione del gestore è *lato sensu* fiduciaria in virtù del potere di disposizione di cui questi è investito.

⁶⁵ Per un'accurata analisi dell'argomento, si rimanda a GALLARATI, *La delega di funzioni per la gestione patrimoniale nell'interesse altrui: un modello efficiente*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, p. 941 ss.

in vista del conseguimento di un vantaggio proprio dell'*agent* che si risolve in un'appropriazione di risorse non legittimata dal rapporto contrattuale. Un tale comportamento costituisce una violazione della fiducia, un abuso di potere, una lesione dell'affidamento che il fiduciante ha riposto nel fiduciario circa la rispondenza dell'operato di questi al proprio interesse⁶⁶.

Dunque, per "relazione fiduciaria" qui ci si riferisce a quel particolare rapporto caratterizzato da diversi elementi. Innanzi tutto, dalla presenza di asimmetrie informative⁶⁷ che rendono conveniente per un soggetto (il fiduciante) delegare ad un altro (il fiduciario) lo svolgimento di una certa attività nel proprio interesse. In secondo luogo, dalla circostanza che il contenuto delle obbligazioni dell'*agent* non sia rigorosamente prestabilito, bensì ampiamente discrezionale. Infine, dal fatto che i costi di monitoraggio dell'attività dell'*agent* risultano antieconomici per il *principal*⁶⁸.

Come già accennato, la nozione economica è quella di "agency", idea che deriva dalla legge mercantile inglese (in particolare, dal contratto di commissione⁶⁹)⁷⁰. Mediante

⁶⁶ TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 78.

⁶⁷ Sul concetto di asimmetria informative, v. *infra*, par. 4.

⁶⁸ V. TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 78. Questo tipo di "fiducia" si differenzia da quelle tradizionalmente analizzate dalla dottrina giuridica italiana giacché nel negozio fiduciario *stricto sensu* inteso rileva l'intestazione fiduciaria, ossia la dissociazione tra titolarità sostanziale e titolarità formale di un diritto. In generale, sul rapporto fra mandato e fiducia, si rimanda a ALCARO, *Mandato e fiducia*, in TONDO (a cura di), *I patrimoni separati fra tradizione e innovazione*, Torino, 2007, p. 81 ss.; l'Autore rileva come un elemento comune tra mandato e fiducia sia l'interposizione reale, l'agire per conto altrui ("rapporto di gestione e vincolo fiduciario costituiscono i riferimenti del giudizio ricostruttivo della fenomenologia della cura d'interessi altrui", così a p. 86).

⁶⁹ Per una ricostruzione dell'art. 1735 c.c., in tema di commissione, v. SRAFFA, *Del mandato commerciale e della commissione*, II ed., Milano, 1933, p. 230 ss.; cfr. anche MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, Torino, 1952, p. 143 ss.; MONTALENTI, *Il contratto di commissione*, in *I contratti commerciali*, a cura di COTTINO, *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, vol. XVI, Padova, 1991, p. 651 ss.

il ricorso al concetto di *agency* gli economisti sono soliti fare riferimento ai costi necessari per sorvegliare sulla corretta esecuzione di un potere decisionale affidato ad un soggetto che deve esercitarlo nell'interesse altrui⁷¹: “*the core idea is that a fiduciary is a person who is held to duties positively to promote another person's interest even at the cost of his own*”⁷². Secondo tale prospettiva, le decisioni prese in conflitto di interessi sono la risultante della tendenza “naturale” di ogni individuo a massimizzare la propria utilità personale.

Costituisce senz'altro un principio fondamentale quello per cui chi affida la realizzazione del proprio interesse all'operato altrui debba essere tutelato dall'ordinamento contro gli abusi del fiduciario. Dunque, compito del diritto è predisporre dei meccanismi che riescano a disincentivare il comportamento opportunistico di chi viene investito della cura dell'interesse di un altro soggetto ma è tentato di abusare del potere che per tale cura gli viene riconosciuto⁷³. Ed infatti, “nella disciplina della

⁷⁰ È molto vasta la letteratura economica e di analisi economica del diritto che si è occupata di *agency costs*; tra tanti, a titolo esemplificativo, cfr. EASTERBROOK, FISCHER, *Close Corporation and Agency Costs*, in *Stan Law Rev.*, 1986, p. 371; POSNER, *Agency Model in Law and Economics*, in *John M. Olin Law and Economics Working Papers*, University of Chicago Law School, Paper no. 79, The Coase Lecture, 2000, reperibile su www.law.uchicago.edu/lawecon/workingpapers.html; CLARK, *Agency Costs Versus Fiduciary Duties*, in PRATT, ZECKHAUSER (a cura di), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985, in particolare pp. 71-79; ARROW, *The Economics of Agency: An Overview*, in PRATT, ZECKHAUSER (a cura di), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985, in particolare p. 36 ss. Nella letteratura giuridica italiana, cfr. SARTORI, *La teoria economica dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 2001, p. 607 ss.; ID., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, pp. 80-81 e p. 118 ss.

⁷¹ Cfr. WILLIAMSON, *The Economics of Discretionary Behaviour. Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, N.J., 1964; JENSEN, MECKLING, *Theory of the firm. Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Finance Economics*, 3, 1976, p. 305.

⁷² Così WITTAKER, ZIMMERMANN, *Good faith in European contract law*, Cambridge, 2000, p. 46.

⁷³ Naturalmente, giacché ogni monitoraggio ha un costo, la soluzione preferibile da una prospettiva gius-economica sarà quella che consente il monitoraggio al minor costo possibile. Cfr. COOTER, MATTEI, MONATERI, PARDOLESI, ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*.

responsabilità civile occupa una posizione importante la responsabilità per la gestione dell'interesse altrui, e quindi la regolamentazione delle situazioni di conflitto di interessi⁷⁴.

Tralasciando i casi di rappresentanza legale degli incapaci, vediamo che l'obbligo di agire nell'interesse altrui può sorgere nell'ambito di un rapporto organico (è questa l'ipotesi, per esempio, degli amministratori delle società di capitali) ovvero nell'ambito di un rapporto negoziale (è questo ovviamente il caso, per eccellenza, del mandato⁷⁵).

Con specifico riferimento alle ipotesi in cui il suddetto precetto trovi la propria fonte in un rapporto convenzionale, giova ricordare che l'unica disciplina positiva - di diritto comune - del conflitto di interessi è quella contenuta, come abbiamo visto, nell'art. 1394 c.c.

Il conflitto di interessi contemplato in questa norma implica delle conseguenze sia sul piano della validità del contratto rappresentativo, sia sul piano della responsabilità del rappresentante; trattasi di rimedi diversi⁷⁶, giacché l'annullamento attiene al rapporto contrattuale sorto con il terzo contraente (rapporto gestorio), mentre il risarcimento rileva nella prospettiva del rapporto preesistente fra rappresentante e rappresentato (rapporto di gestione).

I. Fondamenti, Bologna, 1999, p. 102 ss. e p. 134 ss., nonché MATTEI, *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un'ipotesi di lavoro*, cit., p. 249.

⁷⁴ Così VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2002, 2, p. 460. L'Autore evidenzia inoltre come "chi assume l'incarico di gestire l'interesse altrui deve averne più cura che se fosse proprio [...]. La diligenza è lealtà. Il fiduciante si affida alla lealtà del fiduciario nella presunzione che nessuna interferenza di altri interessi venga a turbare l'opera sua [...]. La funzione sociale dell'istituto del conflitto di interessi è dunque nel controllo dell'imparzialità del fiduciario in considerazione delle decisioni che va a prendere".

⁷⁵ V. ALCARO, *Mandato e fiducia*, cit., p. 81, il quale sottolinea come il mandato sia la figura generale e paradigmatica di ogni modello giuridico dell'agire per conto.

⁷⁶ Con riferimento all'utilizzo del termine "rimedi" per indicare sia l'azione di annullamento sia quella di risarcimento, v. DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2001, p. 314 ss. e 165 ss., nonché ROPPO, *Il contratto del duemila*, Torino, 2002, p. 50.

L'art. 1394 c.c non trova una norma corrispondente nei codici previgenti, i quali appunto non contenevano una disciplina del conflitto di interessi nel contratto concluso con un terzo dal rappresentante volontario⁷⁷. Tuttavia, importanti contributi al tema del conflitto di interessi sono stati dati dagli studiosi anche sotto il vigore del Codice Civile del 1865 e del Codice di Commercio del 1882⁷⁸.

⁷⁷ Il Codice Civile del 1865 disciplinava il conflitto di interessi solo nell'ambito della rappresentanza legale, con riferimento alla patria potestà (art. 224), alla tutela dei minori (art. 246) ed alla tutela degli interdetti (art. 329). Inoltre vi era l'art. 1457, il quale vietava rispettivamente al genitore l'acquisto dei beni dei figli soggetti alla potestà, ai tutori, protutori e curatori l'acquisto dei beni delle persone soggette alla loro tutela, protutela o curatela, nonché ai procuratori l'acquisto dei beni che erano in caricati di vendere. Il Codice di Commercio del 1882, invece, disciplinava il conflitto di interessi soltanto con riferimento all'entrata del commissionario nel contratto (art. 386) e al conflitto di interessi dell'amministratore (art. 150).

⁷⁸ A Pugliatti si deve il primo tentativo di ricostruire una teoria sul conflitto di interessi: l'Autore ritiene che le disposizioni sul conflitto di interessi nella rappresentanza legale siano indici di un orientamento complessivo del sistema positivo e possano essere assunte come manifestazioni di principi generali giacché una medesima *ratio* governa il conflitto di interessi nelle due forme di rappresentanza. Peraltro, l'Autore considera il conflitto di interessi un ostacolo allo svolgimento normale del rapporto rappresentativo poiché il rappresentante dovrebbe realizzare l'interesse del rappresentato, mentre a ciò si oppone la presenza di un interesse ulteriore, il proprio, che tende ad escluderlo parzialmente o totalmente. In tale prospettiva, secondo Pugliatti, il conflitto di interessi si concreta in un pericolo di danno per il rappresentato ed il danno andrebbe ravvisato ogni qual volta il rappresentante, per l'intervento di un interesse estraneo, non curi in modo esclusivo la realizzazione dell'interesse del rappresentato. Dunque, l'Autore considera annullabile il contratto concluso dal rappresentante per la sola presenza di un interesse di questi, indipendentemente sia dall'azione posta concretamente in essere sia dalle conseguenze patrimoniali dell'azione. V. PUGLIATTI, *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante* (1928), in ID., *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 35 ss., in particolare pp. 101-154; ID., *Contratto con se medesimo, rappresentanza e conflitto di interessi* (1929) in ID., *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 313 ss. Con più specifico riferimento al contratto con se stesso, cfr. anche ASQUINI, *Conflitto d'interessi tra socio e società nelle deliberazioni di assemblea nelle società per azioni*, in *Scritti giuridici*, vol. I, Padova, 1936, p. 163 ss.; SRAFFA, *La stipulazione del contratto ad opera di una sola persona*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, p. 414.

In dottrina ed in giurisprudenza si registra l'esistenza di un lungo e tuttora aperto dibattito intorno al modello di conflitto di interessi delineato dall'art. 1394 c.c.; per grandi linee, possiamo rilevare come siano state proposte sostanzialmente tre letture della disposizione *de qua*, le quali grosso modo corrispondono alle tre alternative inerenti alla ricostruzione della fattispecie di conflitto di interessi che abbiamo visto nel paragrafo precedente⁷⁹.

Ad avviso di alcuni studiosi, il contratto rappresentativo è annullabile per conflitto di interessi del rappresentante allorché questi sia portatore di interessi contrastanti con quelli del rappresentato, senza che sia necessario che l'atto concluso risulti svantaggioso

⁷⁹ In dottrina si discute anche su altri profili problematici del conflitto di interessi *ex art.* 1394 c.c., i quali tuttavia non possono essere approfonditi in questa sede. Il riferimento è alle seguenti tematiche: 1) necessità o meno dell'elemento soggettivo ai fini dell'annullamento del contratto (sul punto, si rimanda a LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., pp. 747-748, in particolare nota 25); 2) qualificazione della nozione di "conflitto" quale semplice opposizione degli interessi ovvero quale incompatibilità assoluta fra gli stessi, tale per cui non si può realizzare un interesse senza sacrificare l'altro (inoltre, è stato notato che la difficoltà di accertare la contrarietà dell'interesse è minore della difficoltà relativa alla verifica della sussistenza di una situazione di conflitto giacché quella di conflitto è una "nozione relazionale", così MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 269); 3) qualificazione della nozione di "interesse" quale interesse necessariamente proprio del rappresentante (come prevede la Relazione al Re, che fa riferimento solo all'interesse "proprio" del rappresentante) ovvero quale interesse di cui questi può essere portatore anche per conto di terzi (come previsto da altre norme, quali l'art. 2373 e l'art. 2391 c.c.). Con riferimento a tale ultima questione, si noti che la dottrina che circoscrive la rilevanza dell'interesse all'interesse "proprio", in realtà intende per "proprio" anche un interesse mediato ovvero indiretto, giungendo in ultima analisi a conclusioni non molto dissimili da coloro che diversamente argomentano (v. PUGLIATTI, *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante*, cit., p. 140; D'IPPOLITO, LOMEIO, *Il conflitto di interessi nella rappresentanza*, in *Vita not.*, 1965, p. 153 ss.). Peraltro, vale appena di sottolineare come, secondo l'opinione dominante, l'interesse in parola possa essere alternativamente patrimoniale o morale (v. MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 260.). Con riferimento al conflitto di interessi "autorizzato" *ex art.* 1395 c.c., si veda, per una chiara e recente ricostruzione, GABRIELLI, *Il conflitto di interessi autorizzato*, in *Contr. Impr.*, 2007, p. 97 ss.

per quest'ultimo soggetto (teoria del conflitto di interessi come *situazione preesistente* al contratto)⁸⁰.

Secondo un'altra opinione, invece, il conflitto di interessi rileva ai fini dell'annullabilità del contratto ogni qual volta il rappresentante, invece di cercare di tutelare esclusivamente l'interesse del rappresentato, persegua un interesse esterno, proprio ovvero altrui, incompatibile con quello del rappresentato e ciò *possa* implicare un danno per quest'ultimo (teoria del conflitto di interessi come *pericolo di danno*)⁸¹.

In base ad un'ulteriore tesi, infine, il conflitto di interessi che rende annullabile il contratto concluso dal rappresentante è solo quello che abbia inciso sul contratto stesso di talché questo non realizzi al meglio l'interesse del rappresentato (teoria del conflitto di interessi come *risultato dell'azione*, ossia pregiudizio effettivo)⁸².

⁸⁰ Per questa tesi, v. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ. it.* fondato da VASSALLI, XV, II, Torino, 1960, p. 603; R. SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, in GROSSO, SANTORO PASSARELLI (a cura di), *Trattato di diritto civile*, Milano, 1972, p. 78; PEREGO, *Spunti sul conflitto di interessi nella rappresentanza volontaria*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1978, p. 1450 ss.; SCHLESINGER, in TORRENTE, SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, Milano 1999, p. 216. In giurisprudenza, v. Cass., 9 aprile 1975, n. 1310.

⁸¹ Cfr., in tal senso, PUGLIATTI, *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante*, cit., p. 137 ss.; VISINTINI, *Effetti del contratto. Rappresentanza. Contratto per persona da nominare*, in *Comm. Scialoja Branca*, sub artt. 1372-1405, cit., p. 270 ss.; FRANCIOSI, *Conflitto di interessi nella rappresentanza*, cit., p. 79 ss.; NATOLI, *La rappresentanza*, Milano, 1977, p. 94; DE NOVA, in SACCO, DE NOVA, *Il contratto*, II, in *Trattato Sacco*, Torino, 1993, p. 195; BIANCA MA., *Diritto civile. 3. Il contratto*, cit., p. 96. In giurisprudenza, v. Cass., 3 luglio 2000, n. 8879; Cass., 17 dicembre 1999, n. 13708; Cass., 16 febbraio 1994, n. 1498. Per una serrata critica a questa teoria, si veda MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 267 ss. L'Autore rileva come "la configurazione di un divieto generale di agire eccede lo scopo" (così p. 269).

⁸² Così LUCARELLI, *Lesione di interesse e annullamento del contratto*, Milano, 1964, p. 74 ss.; ANGELICI, *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1970, I, p. 146 ss.; PAPANTI, PELLETIER, *Rappresentanza e cooperazione rappresentativa*, Milano, 1984, p. 88; MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 138 ss; nonché, da ultimo, LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 751.

A ben considerare, sembrerebbe che questa ultima impostazione sia da preferire⁸³. Infatti, argomentando diversamente, si dovrebbe concludere nel senso di ammettere una rimozione del contratto rappresentativo ancorché esso risulti in definitiva conforme all'interesse del rappresentato. Attenta dottrina ha appunto evidenziato come la finalità dell'art. 1394 c.c. sia "protettiva" e non preventiva, giacché, altrimenti, sarebbe stato introdotto un astratto divieto di agire piuttosto che uno strumento di rimozione degli effetti dell'azione; dunque, la norma dovrebbe essere interpretata nel senso di prevedere una "misura di reazione ad una lesione effettivamente verificatesi"⁸⁴. Da qui, l'esigenza di dare rilievo al conflitto di interessi *in concreto*, ossia alla situazione in cui si sia verificata un'effettiva prevalenza dell'interesse del rappresentante su quello del rappresentato con conseguente pregiudizio per quest'ultimo⁸⁵.

Inoltre, si noti che, secondo l'opinione dominante, che merita di essere accolta, affinché il conflitto di interessi assuma rilevanza ai fini dell'annullamento, non sono necessari la colpa o il dolo del rappresentante⁸⁶: questi, infatti, non subisce un pregiudizio

⁸³ SOLIMENA, *Il conflitto di interessi dell'amministratore di società per azioni nelle operazioni con la società amministrata*, cit., p. 27. V. anche MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 152. Su come vada inteso il termine "pregiudizio", ossia non nel senso di danno *ex art.* 1223, bensì nell'accezione di "mancato conseguimento dei vantaggi che l'agente sarebbe stato in grado di procurare al *dominus*", v. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 742; FRANCIOSI, *Il conflitto di interessi nella rappresentanza*, cit., p. 80 s.

⁸⁴ Così LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 752.

⁸⁵ Così SOLIMENA, *Il conflitto di interessi dell'amministratore di società per azioni nelle operazioni con la società amministrata*, cit., p. 27. Rileva ANGELICI, *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394 cod. civ.*, cit., p. 149 s., che gli elementi costitutivi della nozione di conflitto di interessi sono "essenzialmente tre: a) un oggettivo interesse del rappresentante in contrasto con quello del rappresentato; b) la conclusione di un negozio *di per sé pregiudizievole* per il secondo; c) *un nesso di causalità psicologica* tra i due, nel senso che, per effetto del primo, la volontà del rappresentante si sia orientata in senso sfavorevole al rappresentato (corsivi nel testo)". Il nesso di causalità psicologica era stato individuato già da BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, nel *Tratt. dir. civ. it.* fondato da VASSALLI, cit., p. 603.

⁸⁶ Così LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 747. *Contra* ANGELICI, *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394 c.c.*, cit., p. 150 (per la necessità del dolo

a causa della caducazione del contratto (giacché gli effetti del contratto annullato non ricadono su di lui) e quindi subordinare l'annullamento alla colpa del rappresentante comporterebbe un'immotivata limitazione della tutela del rappresentato. La colpevolezza del rappresentante è invece indispensabile per il risarcimento del danno⁸⁷.

L'aver chiarito in quale misura il conflitto di interessi possa, ai sensi dell'art. 1394 c.c., riflettersi in un vizio genetico del contratto rappresentativo non esaurisce di certo la tematica del conflitto di interessi nei rapporti fiduciari. L'ambito di applicazione dell'art. 1394 c.c. è infatti soltanto quello del contratto rappresentativo concluso dal rappresentante in nome del rappresentato, nonché, in forza del disposto di cui all'art. 1704 c.c.⁸⁸, quello del contratto concluso dal mandatario con rappresentanza.

Tuttavia, il problema del conflitto di interessi non è esclusivo della rappresentanza⁸⁹: infatti l'obbligo di agire nell'interesse altrui può senz'altro sorgere anche in conseguenza di un rapporto giuridico che non include un potere rappresentativo (come appunto accade nella gestione collettiva del risparmio)⁹⁰. Eppure, in relazione a

specifico del rappresentante); DONISI, *Il contratto con se stesso*, Napoli, 1982, p. 195 ss. (a favore della necessità di un dolo generico); PAPANTI, PELLETIER, *Rappresentanza e cooperazione rappresentativa*, cit., p. 92 (nel senso della necessità almeno della colpa del rappresentante).

⁸⁷ Poiché trattasi di rimedio che si radica nel rapporto (interno) di gestione e non riguarda il rapporto esterno. Cfr. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 748.

⁸⁸ A mente del quale, se al mandatario è stato conferito anche il potere di agire in nome del mandante si applicano le norme del capo VI del IV libro del Codice Civile (artt. 1387 ss.) in materia di rappresentanza.

⁸⁹ Anzi, secondo autorevole dottrina, la collocazione del conflitto di interessi nell'art. 1394 sarebbe "episodica e marginale, il problema del conflitto di interessi essendo altrove, cioè là dove vi è un agire per conto, ma non un agire in nome" (così DE NOVA, *La rappresentanza: nozione e disciplina*, in VISINTINI (a cura di), *Rappresentanza e gestione*, Padova, 1992, p. 17).

⁹⁰ L'affidamento all'agente della cura dell'interesse del principale è la caratteristica tipica del mandato; tuttavia, come vedremo, l'obbligo di agire nell'interesse altrui può sorgere anche al di fuori del mandato. Cfr. VISINTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 468. L'Autore rileva come, appunto, la cura dell'interesse altrui possa trovare fonte nella legge, nell'organizzazione corporativa delle persone giuridiche, nella gestione di affari altrui ovvero in

queste fattispecie, salvo che siano oggetto di disposizioni *ad hoc* dettate da leggi speciali⁹¹, il problema del conflitto di interessi rimane “uno spazio vuoto di diritto”⁹².

Occorre dunque domandarsi se l’art. 1394 c.c. introduca una disciplina applicabile anche al di fuori della rappresentanza volontaria, con i dovuti limiti posti dal criterio della “compatibilità” ed all’interno dei margini così identificabili⁹³.

La soluzione negativa appare preferibile, giacché nella rappresentanza l’efficacia giuridica diretta del negozio rappresentativo nei confronti del *dominus* è ciò che veicola la lesione (giuridica) verso questi: di conseguenza il rimedio demolitorio opportunamente investe il rapporto gestorio e si traduce, pertanto, nel vizio genetico del contratto concluso con il terzo contraente⁹⁴.

contratti riconducibili al mandato, benché dissimili, quali la gestione di fondi comuni ed, in genere, le operazioni fiduciarie.

⁹¹ Quali, ad esempio, le fattispecie di conflitto di interessi relative ai servizi di investimento ovvero alla gestione collettiva del risparmio su cui si rimanda a quanto detto *infra*.

⁹² Osserva inoltre FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 281, che “la collocazione del «conflitto di interessi» nella disciplina della rappresentanza volontaria ha costituito con molta probabilità il motivo per cui il conflitto di interessi è stato fenomeno poco studiato *relativamente ai suoi risvolti interni*: la dottrina, infatti, ha a lungo esaminato l’art. 1394 del codice civile ma si è poco preoccupata di affrontare il tema della *rilevanza interna* (nel c.d. rapporto di gestione) del conflitto di interessi” (enfasi dell’Autore).

⁹³ Nota GRAZIADEI, voce *Mandato*, *Digesto IV, Tomo XI, Discipline privatistiche*, Torino, 1994, che in dottrina si riscontra “il tentativo di sviluppare un parallelismo o una interazione tra la disciplina del mandato e le regole in tema di conflitto di interessi nella rappresentanza volontaria” (p. 178) e che “il vero problema lasciato aperto dai nostri interpreti (è) la portata della nozione di conflitto di interesse e l’estensione dell’obbligo di fedeltà patrimoniale che deriva dal mandato” (nota 159, p. 179). Sul punto, v. anche MAFFEIS, *Tutela dell’interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 253 e p. 266.

⁹⁴ Proprio per questo motivo, dunque, nella rappresentanza (e non nella gestione non rappresentativa) il rappresentato è legittimato a far valere nei confronti del terzo il pregiudizio subito come conseguenza del conflitto di interessi del rappresentante, e la sola esigenza di cui l’ordinamento si deve far carico è quella di contemperare la tutela del rappresentato con la tutela del terzo. E tale contemperamento viene effettuato dall’art. 1394 escludendo la possibilità di ottenere l’annullamento del contratto ove il terzo

Per contro, nella gestione non rappresentativa la rimozione “reale” degli effetti pregiudizievoli subiti dal gestito presuppone non la caducazione del contratto stipulato con il terzo contraente, bensì di quello concluso tra il gestito ed il gestore con conseguente riversamento sul gestore dei “risultati pratico-sostanziali dell’atto gestorio”⁹⁵.

Pertanto, è d’uopo interrogarsi in merito a quale disciplina si applichi alle ipotesi di conflitto di interessi che ricadano, in generale, all’interno di un rapporto di gestione svincolato da un potere rappresentativo ed, in particolar modo, nell’ambito di un mandato senza rappresentanza⁹⁶.

abbia incolpevolmente fatto affidamento su di esso (ossia non abbia percepito, con l’impiego dell’ordinaria diligenza, la presenza del conflitto). Cfr. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., pp. 745-746.

⁹⁵ Così LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 746. L’Autore prosegue rilevando che “stante la diversa struttura e soprattutto la diversa efficacia dell’agire in nome altrui, nella rappresentanza la legge per rimuovere «in via reale» gli effetti pregiudizievoli per il rappresentante dipendenti dal conflitto di interessi (e privare nel contempo il rappresentante e/o il terzo dell’eventuale ingiusto profitto conseguito grazie all’atto inficiato dal conflitto di interessi) deve necessariamente intervenire sul contratto rappresentativo, ovvero sia sul contratto concluso con il terzo dal rappresentante in conflitto di interessi, prevedendone l’annullabilità – sempre che non vi sia buona fede inconsapevole del terzo –, poiché sono proprio gli effetti di questo contratto a ledere l’interesse giuridico del *dominus*”. Sul punto, cfr. anche MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 467 ss., in particolare pp. 470-471.

⁹⁶ In realtà, come già visto *supra* (par. 1), il conflitto d’interessi non è in correlazione biunivoca con la rappresentanza e con la cooperazione gestoria, potendo per contro venire in rilievo anche in relazione ad ambiti diversi, quali ad esempio quello di cui al menzionato art. 2373 c.c. Tuttavia, ai fini della presente indagine, la fattispecie in questione interessa nella misura in cui accede ad un rapporto di c.d. gestione, rapporto che potrà poi ovviamente assumere diverse configurazioni specifiche. Per un riepilogo delle componenti della nozione di “conflitto di interessi” nel mandato (susceptibile di essere estesa alle relazioni fiduciarie in generale), si rimanda a VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 471 ss. (l’Autore, in sintesi, ritiene che: 1) la situazione di conflitto debba riguardare gli individui, sia che operino in proprio sia che agiscano per conto di persone giuridiche; 2) la situazione di conflitto deve essere sopravvenuta all’incarico; 3) la situazione di conflitto deve riguardare un affare che ancora si deve concludere; 4) l’affare deve essere concreto ed il conflitto attuale; 5) l’interesse dell’agente deve essere estraneo al rapporto fiduciario e la sua

Infatti, “il rapporto di gestione per eccellenza è quello che nasce dal mandato, che costituisce l’archetipo dei contratti funzionalmente caratterizzati dalla cooperazione gestoria”⁹⁷. Sembra opportuno, dunque, prendere le mosse dalla disciplina codicistica in tema di mandato.

Tuttavia, come già accennato, il codice civile non regola il conflitto di interessi nella sfera del mandato ed, in realtà, non contempla neppure alcuna disciplina di carattere generale per l’esecuzione di tale contratto all’infuori del precetto relativo alla diligenza del buon padre di famiglia di cui all’art. 1710 c.c.⁹⁸.

Peraltro, nell’ambito delle norme dettate dal codice civile, si rinviene soltanto una disposizione relativa alla cattiva cura dell’interesse del mandatario. Si tratta dell’art. 1711 c.c., a norma del quale in caso di c.d. eccesso di mandato (ossia qualora il mandatario oltrepassi i limiti fissati dal mandato) l’atto che esorbita il mandato rimane a carico del mandatario, salvo che il mandante lo ratifichi⁹⁹.

soddisfazione deve impedire la piena soddisfazione dell’interesse del *dominus* (deve trattarsi cioè di un interesse che è “in grado di condizionare l’imparzialità del fiduciario”).

⁹⁷ V. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 743. Cfr. anche PUGLIATTI, *Il rapporto di gestione sottostante alla rappresentanza*, in ID., *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 165, il quale rileva come tutti i rapporti di gestione abbiano una caratteristica comune, che è quella della c.d. *cooperazione giuridica* (che si differenzia appunto da quella materiale), con annesso obbligo dell’agente di impiegare la propria attività non per la realizzazione di un fine proprio, bensì per il conseguimento di uno scopo del *dominus*.

⁹⁸ La diligenza che qui viene in rilievo è nella maggior parte dei casi la diligenza c.d. professionale di cui all’art. 1176, comma 2, c.c. In tal senso v. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 742.

⁹⁹ Alcuni Autori distinguono tra la figura dell’*eccesso di mandato* e quella dell’*abuso di mandato*, rinvenendo quest’ultima in qualsiasi ipotesi di cattiva cura da parte del mandatario dell’interesse del mandante (così ad esempio DONISI, *Il contratto con se stesso*, cit., p. 172 ss.). Secondo MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 474, la norma contenuta nell’art. 1711, comma 1, c.c. sarebbe espressione di un principio generale valido per qualsiasi inadempimento del mandato, e, pertanto, “se il mandatario pretende di ritrasferire al mandante effetti non rispondenti al suo interesse, il mandante può legittimamente rifiutare il ritrasferimento, restando tali effetti a carico del mandatario”. Per una critica di questa tesi, v. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di*

Dunque, è il caso di chiedersi quale trattamento riservare al conflitto di interessi nei rapporti di gestione disgiunti da un potere rappresentativo¹⁰⁰.

Preliminarmente giova ricordare come il mandatario, in forza del contratto, sia obbligato ad agire non solo per conto ma anche *nell'interesse* del mandante¹⁰¹. Pertanto, la circostanza che il negozio gestorio non si riveli corrispondente all'interesse del mandante per l'incidenza di un interesse diverso costituisce un inadempimento delle obbligazioni nascenti dal mandato, rilevante sicuramente sul piano risarcitorio *ex art. 1218 c.c.*¹⁰².

In tale prospettiva, la conclusione da parte del mandatario di un contratto contrario all'interesse del mandante si atteggia quale inadempimento del mandato, *a prescindere che il siffatto risultato dipenda o meno dall'incidenza di un interesse in conflitto del mandatario*¹⁰³. Di conseguenza, il conflitto di interessi non pare suscettibile di autonoma considerazione nell'ambito del mandato: esso viene a configurarsi quale inesatto inadempimento dell'obbligazione gestoria di cui all'art. 1703 c.c. e quindi il trattamento da riservare a tale fattispecie, in mancanza di specifiche previsioni normative, corrisponde a quello applicabile alla generalità dei casi di cattiva cura dell'interesse del mandante.

gestione, cit., p. 744; nonché cfr. GRAZIADEI, voce *Mandato*, cit., p. 178; SANTAGATA, *Mandato. Obbligazioni del mandante*, in *Comm. Scialoja Branca*, sub artt. 1710-1721, cit., p. 86 ss; DE LORENZI, *Il mandato alla luce dell'analisi economica del diritto*, cit., p. 991 ss. In giurisprudenza, cfr. Cass., 28 gennaio 2002, n. 982, in *Gius*, 2002, p. 837.

¹⁰⁰ “Nel silenzio del codice, tocca all'interprete definire gli effetti del conflitto di interessi fuori dal campo della rappresentanza” (così GRAZIADEI, SACCO, voce *Sostituzione e rappresentanza*, *Digesto IV, Tomo XVIII, Discipline privatistiche*, Torino, 1998, p. 619).

¹⁰¹ Così MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., pp. 463-464. *Contra*, LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., p. 16.

¹⁰² Ovviamente, sebbene l'interesse possa anche non essere patrimoniale, il danno per essere risarcibile deve essere patrimoniale e deve ritenersi comprenda tutto ciò che il fiduciario ha perduto a cagione dell'incidenza dell'interesse in conflitto. Così VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 472.

¹⁰³ V. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 464: “il problema della facoltà del mandante di rifiutarsi di prestarsi al ritrasferimento degli effetti di un contratto contrario al suo interesse, stante l'inadempimento del mandatario, si pone in termini assolutamente identici, sia che la contrarietà al suo interesse dipenda, sia che non dipenda, da un «conflitto di interessi»”.

Pertanto, nel mandato senza rappresentanza, il conflitto di interessi tra gestore e gestito assume rilevanza soltanto quando si traduce nella cattiva cura dell'interesse del mandante¹⁰⁴, e, ove ciò accada, i rimedi a disposizione del gestito sono di carattere generale e, a differenza di quanto avviene a norma dell'art. 1394 c.c., riguardano non il rapporto gestorio fra mandatario e terzo contraente, bensì il rapporto di gestione instauratosi tra mandante e mandatario¹⁰⁵.

Tali rimedi sono il risarcimento del danno ai sensi dell'art. 1218 c.c. qualora l'inesatto adempimento abbia causato una perdita economica nell'accezione di cui all'art. 1223 c.c., la risoluzione del contratto di mandato laddove l'inadempimento presenti i tratti di gravità richiesti dall'art. 1455 c.c. (a questi fini non è invece necessario il verificarsi di un danno economico)¹⁰⁶ e la c.d. reiezione automatica degli effetti economici del negozio gestorio allorquando il conflitto di interessi si inserisca nell'ambito di un atto che eccede il mandato nel senso di cui all'art. 1711 c.c. (ed anche a tale scopo non si richiede il verificarsi di un danno economico)¹⁰⁷.

Si noti che secondo l'opinione dominante, la quale merita di essere accolta, qualsiasi rimedio da esperire in relazione alla cattiva cura dell'interesse del *dominus* presuppone necessariamente almeno la colpa del mandatario¹⁰⁸ giacché la regola generale

¹⁰⁴ In ogni caso per l'attivazione del rimedio occorre quanto meno la colpa del rappresentante, su cui *infra*. Non appare invece condivisibile la tesi di quegli Autori secondo cui la rilevanza della condotta del mandatario postulerebbe addirittura l'elemento soggettivo del dolo (così ANGELICI, *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394 c.c.*, cit., p. 150). Secondo altra parte ancora della dottrina, invece, la condotta del gestore assumerebbe rilevanza a prescindere dall'elemento soggettivo (v. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 476 ss.).

¹⁰⁵ LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 750.

¹⁰⁶ Ed ovviamente la risoluzione, spiegando efficacia retroattiva *ex art.* 1458, comma 1, c.c., implica la caducazione dei meccanismi con cui vengono riversati sul mandante gli effetti dell'atto gestorio.

¹⁰⁷ Su come così "il sistema si lasci ricostruire secondo una linea di intrinseca razionalità", v. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 756.

¹⁰⁸ L'inadempimento deve essere quindi *imputabile* al mandatario. Così LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 755. Cfr. anche VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 473, ove si legge che "la prova del conflitto di interessi è prova dell'inadempimento dell'obbligazione fiduciaria".

che governa l'incidenza del rischio nella gestione per conto altrui esige che il suddetto rischio incomba in capo al gestito e non al gestore, in ossequio al principio *cuius commoda eius et incommoda*¹⁰⁹.

Abbiamo brevemente ripercorso, dunque, la disciplina generale sul conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato, giustificandosi tale accostamento con la disciplina speciale relativa al mercato finanziario in ragione di tre diverse circostanze: innanzi tutto, a motivo del fatto che anche alla base della gestione collettiva del risparmio troviamo, appunto, un "rapporto di gestione" da cui origina una relazione fiduciaria tra operatore e cliente; in secondo luogo, poiché non ravvisandosi in nessuna disposizione di legge speciale una definizione di "conflitto di interessi", gli approdi dottrinali e giurisprudenziali sul tale fenomeno nel settore del diritto comune potrebbero essere altresì utilizzati per gettare lumi nell'ambito specifico del mercato mobiliare¹¹⁰; infine, poiché, a norma dell'art. 36 del Testo Unico in materia di Intermediazione Finanziaria (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, di seguito TUF), la società promotrice e il gestore assumono solidamente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario.

4. Il conflitto di interessi nel mercato finanziario

Da più parti si è messo in evidenza come il tema del conflitto di interessi assuma nel mercato finanziario particolare rilievo¹¹¹.

¹⁰⁹ Il gestito decide di farsi sostituire nel compimento di atti giuridici ed è pertanto preferibile addossare a questi le incognite del rapporto di gestione, anziché ai terzi che contrattano - non per loro scelta - con dei sostituti volontari. V. MAFFEIS, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 73.

¹¹⁰ Così STELLA, *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza: principi generali del codice civile e disciplina speciale dei servizi di investimento*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, a cura di GRANELLI, STELLA, Milano, 2007, p. 4.

¹¹¹ È opportuno riportare le parole di un'autorevole dottrina che ha mostrato particolare sensibilità su questo tema. Così VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 456,

Prima di addentrarci nella disamina delle norme che direttamente od indirettamente si occupano del conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio, è il caso di svolgere alcune considerazioni di carattere generale al fine di inquadrare nei suoi tratti sostanziali la problematica del conflitto di interessi per come essa si presenta, complessivamente, nel mercato finanziario.

La “finanza” consente alle imprese di raccogliere disponibilità economiche presso il pubblico (vale a dire, come abbiamo visto *supra*, il capitale rappresentato da quella parte di reddito ottenuto con il lavoro, o ricavato dalle rendite, e non consumato)¹¹². Le risorse così trasferite dai risparmiatori vengono quindi sfruttate dagli imprenditori che le impiegano in investimenti produttivi e ciò permette la creazione di nuova ricchezza che si

“L’informazione sulla presenza di situazioni di conflitto di interessi è una delle condizioni necessarie al mercato mobiliare, per gli affidamenti e le relazioni di fiducia che sviluppano i contratti finanziari; la *regolamentazione* dei conflitti d’interesse, in coerenza con le esigenze di tutela del risparmio diffuso tra il pubblico, è uno degli obiettivi principali del diritto dei mercati mobiliari; l’agevole operatività dell’azione di *risarcimento* del danno subito dall’investitore per avere la controparte, in violazione della fiducia, operato in conflitto, è sanzione coerente con il libero mercato, ed è la più efficace contro le illegalità; la *diffusione* di casi di condanna al risarcimento è indice di qualità del diritto e di buon funzionamento della giurisdizione; l’organizzazione delle *Autorità* coerente al disegno di distinzione dei ruoli, del reciproco controllo, dello sviluppo delle procedure, della pubblicità e della rapida azionabilità, risponde alla *legalità*, il principio che, difendendo l’azione amministrativa da interferenze, meglio regola i conflitti tra affari pubblici e affari privati, affinché operino i meccanismi del mercato, nella distribuzione dei rischi e delle responsabilità” (enfasi dell’Autore). Cfr. anche NUZZO, *Il conflitto di interessi nei contratti di investimento e gestione patrimoniale*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, a cura di GRANELLI, STELLA, Milano, 2007, p. 93 ss.; COMPORI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005, p. 593 ss. L’ultimo Autore citato mette in evidenza come la tematica del conflitto di interessi nei servizi finanziari non solo è di estremo interesse ed attualità ma rappresenta uno dei maggiori problemi dell’industria finanziaria poiché “attiene ai suoi aspetti strutturali”.

¹¹² BOCHICCHIO, *Attività bancaria e risparmio gestito: sussiste un conflitto di interessi? Il problema e le suggestioni*, in *Contratto e impresa*, 2008, p. 820.

trasforma in reddito nazionale¹¹³. Da un punto di vista macro-economico, tali investimenti svolgono un fondamentale ruolo propulsivo nello sviluppo dell'economia reale, donde l'importanza del mercato mobiliare nella crescita di un Paese¹¹⁴.

Ebbene, le regole di funzionamento del mercato finanziario esigono quindi che le risorse vengano gestite da soggetti che non ne sono i proprietari¹¹⁵. Il passaggio dei capitali dai proprietari (i risparmiatori) ai gestori (le imprese) è consentito dall'instaurazione di relazioni fiduciarie, in forza delle quali il soggetto che riceve i beni è obbligato a curare al meglio gli interessi del soggetto che a questi si affida¹¹⁶.

¹¹³ TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 73.

¹¹⁴ In realtà, si noti che sotto un profilo micro-economico, la raccolta del risparmio (e quindi del capitale) può avvenire mediante il canale bancario ovvero mediante quello mobiliare. Essendo l'Italia ispirata ad un modello sostanzialmente "bancocentrico", fino a tempi relativamente recenti il mercato mobiliare aveva avuto un ruolo tutto sommato marginale nel finanziamento delle imprese. Oggi, anche sotto la spinta della partecipazione all'Unione Europea, è invece in corso una progressiva apertura verso forme maggiormente "mercato-centriche". Sul punto, v. BUSSOLETTI, TONELLI, *Le banche e l'attività di gestione di patrimoni mediante operazioni in valori mobiliari*, in PORZIO (a cura di), *L'attività non bancaria delle banche*, Milano, 1993, p. 224 ss.; BOCHICCHIO, *Banche esercenti attività di intermediazione mobiliare. Intermediazione creditizia ed intermediazione mobiliare a confronto*, in *Econ. dir. terziario*, 1993, p. 538; CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, in *Banca d'Italia. Quaderni di ricerca giuridica*, 1991, n. 25, p. 23; cfr. anche RAJAN, ZINGALES, *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Torino, 2004, p. 294 ss.

¹¹⁵ In termini generali, ciò comporta una perenne dialettica tra l'esigenza di non disincentivare l'assunzione di rischi da parte di chi è preposto alla gestione e quella di garantire un'adeguata tutela a coloro che subiscono le eventuali conseguenze negative della gestione medesima. Sul punto v. ampiamente ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, p. 675 ss.

¹¹⁶ TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 1. Il grado di discrezionalità di cui gode il fiduciario può essere maggiore o minore ma la presenza di una certa misura di discrezionalità è caratteristica essenziale della relazione fiduciaria, giacché altrimenti verrebbe meno l'elemento dell'affidamento. Così FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., pp. 296-297. Come rilevato, si instaura un insidioso legame tra discrezionalità e conflitti di

Tale separazione tra proprietà e controllo della ricchezza, se da una parte garantisce opportunità di investimento alla massa di risparmiatori disinteressati all'amministrazione diretta ed effettiva dell'impresa, secondo criteri di diversificazione del rischio, d'altra parte rende fisiologico il pericolo di abusi di potere del gestore, in generale, e di conflitti di interesse, in particolare.

Il rischio di comportamenti opportunistici, che abbiamo visto essere implicito in qualsiasi relazione fiduciaria, aumenta nel contesto dei mercati finanziari per via della circostanza che i profitti ottenuti dai risparmiatori sono condizionati da fattori causali al di fuori del controllo sia degli investitori che degli intermediari stessi. Questa situazione di incertezza ed opacità consente all'agente di celare più agevolmente eventuali condotte opportunistiche e, quindi, ne favorisce ulteriormente l'attuazione¹¹⁷.

Infatti, se osserviamo i sistemi finanziari (intesi quale insiemi di mercati e di intermediari), vediamo che la complessità del mondo reale è ben diversa dalle semplificazioni dei modelli teorici¹¹⁸: la presenza di costi transattivi ed il conclamato

interesse giacché questi trovano il loro *humus* ideale proprio nei rapporti caratterizzati da ampia discrezionalità (RAZZANTE, *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, cit., p. 58).

¹¹⁷ Infatti, i prodotti finanziari sono considerati “*credence goods*”, cioè beni la cui qualità può essere valutata dal singolo acquirente soltanto affrontando costi proibitivi, e ciò anche laddove vi siano stati ripetuti acquisti dello stesso prodotto. V. TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 79; PACCES, *Financial Intermediation in the Securities Markets: Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, 20, *Int. Law. Rev. Law&Econ.*, 2000, p. 479.

¹¹⁸ V. TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 76. In ogni mercato, ed anche in quello finanziario, i confliggenti interessi degli imprenditori e degli investitori si compongono attraverso il meccanismo della formazione dei prezzi, il quale, come noto, scaturisce appunto dall'incrocio di domanda ed offerta. Secondo la teoria economica, quindi, il prezzo ha assorbito le informazioni disponibili sul mercato ed al contempo offre al mercato medesimo delle indicazioni utili all'efficiente allocazione delle risorse tra i diversi progetti in gara per l'ottenimento la stessa fonte di finanziamento.

fallimento del paradigma dell'informazione perfetta¹¹⁹, tra i vari soggetti partecipanti alle attività che ivi si svolgono, comportano la contemporanea presenza di *adverse selection*¹²⁰, *moral hazard*¹²¹ ed *insider trading*¹²² (c.d. costi di agenzia).

¹¹⁹ V. il classico lavoro di AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Quarterly Journal of Econ.*, 1970, p. 488 ss. Cfr. anche FI. CAVAZZUTI, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, 2004, p. 419 ss.; l'Autore evidenzia come i modelli degli economisti postulino tempestivi ed omogenei flussi informativi verso gli investitori, che possono così adottare consapevoli scelte di investimento, e tuttavia la realtà sia parecchio distante dalla configurazione di tali modelli. Per come le problematiche connesse alle false informazioni siano uno snodo obbligato della moderna società post-industriale, detta appunto società dell'informazione, v. LYON, *The Information Society: Issues and Illusions*, trad. it. Di P. Ielasi, Bologna, 1991; STIGLER, *Mercato, informazione, regolamentazione*, Bologna, 1994, p. 217. Cfr. altresì MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2005, p. 575 ss. Quest'ultimo Autore sottolinea come una migliore qualità dell'informazione senz'altro sia necessaria per soddisfare tanto l'obbligo giuridico di curare l'interesse del cliente, quanto l'esigenza economica di conservare la di lui fiducia. Tuttavia, occorre stare attenti a scongiurare il rischio di cadere in un "manierismo informativo": l'osservanza delle forme informative non deve incarnare un semplice rituale e non deve discendere, dal rispetto degli obblighi informativi, la conseguenza di rendere inoperanti gli opportuni doveri di protezione sostanziale dell'interesse della controparte. Infatti, l'informazione resa al cliente difficilmente determina nella realtà il riequilibrio delle conoscenze delle parti e, pertanto, anche all'esito dell'adempimento degli obblighi informativi "resta pressoché intatta la misura del potere informativo di cui la banca dispone e che essa può esercitare a proprio favore e a discapito del cliente" (così p. 584). V. anche ID., *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 261, ove l'Autore giustamente rimarca come un cliente informato non sia certo per ciò solo un cliente tutelato. Nota NIGRO, *La legge sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari: note introduttive*, cit., p. 422, che la trasparenza costituisce «uno dei principali miti socio-politici del nostro tempo». Sul punto, v. anche l'interessante riflessione di MINERVINI, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1997, p. 94 ss., nonché BOCCHINI, *In principio erano le informazioni*, cit., p. 35 ss.

¹²⁰ Il venditore del prodotto finanziario conosce bene ciò che vende mentre l'acquirente conosce nella migliore delle ipotesi le caratteristiche medie di quel prodotto. Cfr. NUTI, *Uomini, Imprese e Mercati*, Torino, 2001, p. 239 ss. Peraltro, nel mercato mobiliare, la raccolta di informazioni anche ove possibile si rivela troppo onerosa da sostenere e da qui la situazione di c.d. "apatia razionale" degli

investitori che appunto dà luogo a fenomeni di selezione avversa e *free riding*. In particolare, sotto tale ultimo profilo, la capacità degli investitori di controllare l'operato degli intermediari è ostacolata anche da un problema di antieconomicità del monitoraggio, giacché i benefici dell'attività di sorveglianza sull'agente ricadono su ciascun investitore in modo non proporzionale agli sforzi effettuati, ossia da un costo individuale scaturiscono benefici collettivi, e ciò ovviamente porta a fenomeni di *free riding*. TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 3.

¹²¹ Il rapporto fiduciario tra *principal* ed *agent* costituisce l'archetipo della separazione tra proprietà e gestione della ricchezza: tale separazione consegue alla relazione di fiducia, tipica dell'odierno scenario economico-finanziario, e comporta una scissione tra potere di decisione e sopportazione dei relativi rischi, sicché non vi è coincidenza soggettiva tra colui che prende le decisioni e colui che sopporta le conseguenze economiche delle decisioni in questione. Poiché non subisce gli effetti delle proprie scelte, il *principal* potrebbe agire in modo diverso da come si comporterebbe se dovesse soggiacere in prima persona alle conseguenze delle proprie azioni. In termini economici il fenomeno è qualificato come *moral hazard*. Cfr. HERMALIN, KATZ, *Moral Hazard and Verifiability: The Effects of Renegotiation in Agency*, in *Econometrica* vol. 59, 1991, p. 1735; ENRIQUES, *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca impresa società*, 1995, p. 287 ss. L'ultimo Autore citato sottolinea come la normativa in tema di risparmio gestito sia un esempio di regolamentazione particolarmente sofisticata dal punto di vista delle tecniche normative utilizzate per prevenire il rischio di *moral hazard* poiché, per l'appunto, l'adozione di comportamenti opportunistici da parte degli intermediari finanziari si rivela significativamente pericolosa, potendo pregiudicare l'efficienza del sistema finanziario in generale.

¹²² La circostanza che alcune informazioni siano riservate fa sì che esse siano sfruttate economicamente da coloro che ne sono a conoscenza. Peraltro, nell'ambito dei servizi finanziari, le asimmetrie informative riguardano non solo le caratteristiche tecniche del prodotto, ma le sue effettive capacità di soddisfare le esigenze del consumatore, poiché l'industria dei servizi finanziari presenta una naturale tendenza a creare prodotti sempre più sofisticati e complessi ed esiste pertanto una propulsione endemica all'opacità. Infatti, la creazione di prodotti sempre più sofisticati ha incrementato ulteriormente i *gap* informativi presenti sul mercato finanziario. Cfr. BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in BUSNELLI, PATTI, *Danno e responsabilità civile*, Torino, 2003, p. 285 ss.; DENOZZA, *Obblighi di informazione e parità di trattamento nella fornitura di prodotti finanziari*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, Quaderni di documentazione e ricerca, 2003, p. 54 ss., il quale mette in evidenza come alle asimmetrie informative si accompagni solitamente un'assoluta incertezza circa il reale valore delle informazioni;

A tale proposito, è forse superfluo osservare che la ricerca di una “simmetria delle “informazioni” non implichi la pretesa alla creazione di un sistema in cui sull’investitore non gravi alcuna incognita, poiché associata ad ogni operazione sul mercato mobiliare vi è sempre una fisiologica ed ineliminabile componente di rischio (il cui esito dipende in ultima istanza dal risultato degli investimenti reali)¹²³. Tuttavia, è naturale che l’investitore sopporti il rischio dell’insuccesso del proprio investimento, ma non anche i rischi supplementari legati ad eventuali condotte irregolari degli intermediari¹²⁴. Invece, di fatto, il risparmiatore è esposto sostanzialmente a due tipologie di rischio ulteriori: il rischio di un comportamento negligente ed il rischio di un comportamento sleale da parte del gestore¹²⁵.

In generale, dunque, le relazioni tra risparmiatore ed operatore finanziario sono, al pari di qualsiasi altro rapporto fiduciario, potenzialmente foriere di condotte

FI. CAVAZZUTI, *Conflitto di interessi ed informazioni asimmetriche nell’intermediazione finanziaria*, in *Banca impresa società*, 1989, p. 358.

¹²³ Come è stato notato “su questo mercato anche le vedove e gli orfani potranno dunque continuare a perdere i loro averi”, così FI. CAVAZZUTI, *Conflitto di interessi ed informazioni asimmetriche nell’intermediazione finanziaria*, cit., p. 358.

¹²⁴ FI. CAVAZZUTI, *Conflitto di interessi ed informazioni asimmetriche nell’intermediazione finanziaria*, cit., p. 360. V. anche MAFFEIS, *Forme informative, cura dell’interesse ed organizzazione dell’attività nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 578, il quale appunto evidenzia come l’intermediario non possa mai essere considerato garante dell’investimento, che anzi rimane sempre un’operazione caratterizzata dalla più ampia alea collegata all’ineliminabile incertezza del risultato economico sottostante.

¹²⁵ In tal senso, COOTER, FREEDMAN, *The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences*, in 66 *New York Univ. Law Rev.*, 1991, p. 1047, “*the fiduciary relationship exposes a beneficiary/principal to two distinct types of wrongdoing: first, the fiduciary may misappropriate the principal’s asset or some of its value (an act of malfeasance); and, second, the fiduciary may neglect the asset’s management (an act of nonfeasance)*”. Peraltro, la teoria dell’agency mostra come il monitoraggio costante da parte dell’investitore sarebbe innanzi tutto troppo costoso e, in seconda istanza, probabilmente anche poco proficuo, non avendo il risparmiatore a disposizione gli strumenti conoscitivi necessari ad un efficace espletamento del suddetto monitoraggio.

opportunistiche da parte del fiduciario a discapito del fiduciante¹²⁶. Peraltro, nel mercato mobiliare la presenza di asimmetrie informative tra operatori ed investitori è una condizione strutturale, assolutamente ineliminabile. Infatti, l'asimmetria informativa è la ragione stessa per cui il risparmiatore si rivolge all'intermediario finanziario e, in un certo senso, essa giustifica l'esistenza dell'intermediario¹²⁷.

Come già accennato¹²⁸, inoltre, il processo di innovazione finanziaria delle ultime decadi ha determinato una crescente "polifunzionalità" degli operatori¹²⁹ e tale caratteristica rappresenta facile premessa al sorgere del conflitto di interessi tra questi ed i clienti¹³⁰. Peraltro, sebbene il legislatore, introducendo nel nostro ordinamento la figura

¹²⁶ Si rimanda a quanto detto *supra*, par. 3. Con riferimento alla natura fiduciaria del rapporto fra intermediari ed investitori, v. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 130 ss.

¹²⁷ La presenza di asimmetrie informative è fisiologica ed ineliminabile poiché necessaria non solo all'impresa, che diversamente non potrebbe ottenere dai risparmiatori le risorse economiche, ma anche ai risparmiatori stessi, i quali, non disponendo delle informazioni che occorrono per investire e non trovando conveniente sostenere i costi di ricerca, di elaborazione e di monitoraggio necessari a reperire autonomamente un'allocatione al proprio risparmio, perderebbero quindi l'opportunità del profitto finanziario. Sul punto, v. FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 295, il quale appunto evidenzia come le caratteristiche tecniche dell'attività compiuta dal gestore *devono* sfuggire al cliente affinché sia possibile giustificare l'affidamento dell'incarico. Cfr. anche SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, cit., p. 3 ss., il quale sottolinea come il fallimento dei mercati sia innanzi tutto fallimento dell'affidabilità dell'informazione.

¹²⁸ Sul punto si rinvia a quanto detto *supra* nell'introduzione al presente lavoro.

¹²⁹ Il dibattito su questo punto registra contributi anche piuttosto risalenti: cfr. Banca d'Italia, *Intermediazione finanziaria non bancaria e gruppi bancari polifunzionali: le esigenze di regolamentazione prudenziale*, Servizio studi, "Temi di discussione", n. 113, febbraio 1989, p. 25. In tema di "rivoluzionari cambiamenti che hanno celebrato il «Big Bang» del mercato della «ricchezza assente»", v. SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 191.

¹³⁰ In realtà i conflitti di interessi possono sorgere a diversi livelli: a) tra i soggetti che partecipano al capitale sociale dell'operatore finanziario e l'operatore stesso; b) tra l'operatore finanziario ed altri soggetti al cui capitale sociale l'operatore partecipa; c) tra clienti dello stesso operatore; d) tra

delle società di gestione del risparmio, abbia inibito loro lo svolgimento di attività diverse dalla gestione (collettiva, individuale, di fondi pensione)¹³¹, vietando così qui la polifunzionalità, non va sottaciuto che le società di gestione del risparmio nascono comunque quali “società del parabancario” e nella generalità dei casi fanno capo ad gruppo bancario “polifunzionale” (in questo caso si parla appunto di SGR *captive*)¹³²; pertanto, il conflitto di interessi è in tali casi un costo di agenzia tipico di questo contesto

operatore e cliente (così FI. CAVAZZUTI, *Conflitto di interessi ed informazioni asimmetriche nell'intermediazione finanziaria*, cit., p. 365). Tuttavia, ai fini della presente indagine, è solo quest'ultima tipologia di conflitto a venire in rilievo, la quale, tra l'altro, è anche quella su cui si è maggiormente soffermata l'attenzione degli studiosi e del legislatore.

¹³¹ Con eccezione delle sole attività connesse o strumentali individuate dalla Banca d'Italia sentita la Consob ex art. 33, comma2, del TUF. V. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., p. 447; nonché ID., *Gestore unico e deleghe nella gestione*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, cit., p. 145.

¹³² Già nel 1985 Piergaetano Marchetti rilevava come i fondi comuni di investimento fossero “il cuore del cosiddetto parabancario” e sottolineava inoltre come la vocazione bancaria dei fondi comuni emergesse soprattutto dalla concezione di vigilanza accolta (così P. MARCHETTI, *Dove vanno i fondi comuni di investimento*, in *Riv. Soc.*, 1985, p. 1119). V. anche BELVISO, *Gli “intermediari finanziari” (tra storia e nomenclatura)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, in particolare p. 169 ss. Sul gruppo plurifunzionale (o polifunzionale) e la banca universale v., per tutti, SALANITRO, *Gruppo polifunzionale e banca universale*, in *Dir. fall.*, 1991, p. 580 ss.; NASTASI, *Banca universale e gruppo polifunzionale: una scelta strategica per l'impresa*, in *Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria*, a cura di CAPRIGLIONE, Bari, 1993, p. 67 ss.; COSTI, *Banca universale e conflitti di interesse*, in GRANELLI, STELLA (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007, p. 113 ss., in particolare per la distinzione tra banca universale e gruppo bancario polifunzionale. Con specifico riferimento al conflitto di interessi, l'ultimo Autore citato rileva come esso sia “il parametro che viene normalmente utilizzato per verificare l'esistenza di «momenti critici» nell'esercizio simultaneo, da parte di una banca, dell'attività bancaria e dei servizi di investimento” (p. 115).

giacché costituisce il riflesso di una situazione oggettiva “consentita” dal legislatore (ossia l’appartenenza al gruppo)¹³³.

La presenza di una situazione di conflitto di interessi può causare l’attuazione di operazioni che non rispecchiano le condizioni di mercato: l’intermediario potrebbe senz’altro sfruttare – per la propria o altrui convenienza – la complessità dei servizi prestati, il moltiplicarsi dei rapporti di gruppo, nonché l’indubbia superiorità informativa di cui usufruisce (soprattutto ove intermediario polifunzionale ovvero intermediario che appartiene al gruppo polifunzionale), creando così l’occasione di condotte opportunistiche suscettibili di tradursi in una lesione dell’interesse dei clienti¹³⁴.

Dunque, un’adeguata disciplina del conflitto di interessi, quale situazione patologica di appropriazione di risorse al di fuori dei meccanismi di mercato, diventa momento centrale nella prevenzione e nella repressione delle condotte abusive degli intermediari finanziari¹³⁵, nonché, più in generale, nella predisposizione di un efficiente sistema di tutela del risparmio¹³⁶.

¹³³ V. STELLA, *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza: principi generali del codice civile e disciplina speciale dei servizi di investimento*, cit., p. 8.

¹³⁴ Tuttavia, d’altro canto, si potrebbe anche osservare che il conflitto di interessi “è il costo per una maggiore crescita”. Sul punto ampiamente VISENTINI, *Etica e affari*, cit., p. 203. Con riferimento al conflitto di interessi nell’attività bancaria, v. CASSELLA, *Il conflitto di interessi nell’attività bancaria*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1996, p. 792 ss.

¹³⁵ Osserva ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, cit., p. 328, come il conflitto di interessi sia “elemento focale del sistema delle regole di condotta”. A proposito della disciplina del conflitto di interessi, è stato notato inoltre che “l’insuccesso nel regolare il fenomeno vanifica gli istituti introdotti, rendendo inutili i costi sopportati, ed in definitiva parassitario il sistema. Anzi produce il dannoso effetto distorsivo di creare nel pubblico ingiustificati affidamenti” (VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 457). Cfr. anche P. MARCHETTI, *Dove vanno i fondi comuni di investimento*, cit., p. 1120, il quale, con riferimento ai conflitti creati dalla molteplicità di funzioni, spesso fra loro oggettivamente conflittuali, svolte da una stessa banca e dalle società del parabancario da essa controllate, evidenzia come il giurista non possa esimersi dal cogliere “il sorgere di una complessa problematica specifica del gruppo bancario – finanziario nel quale i problemi di conflitto e di tutela dei terzi, tipici di ogni

Infatti, nei rapporti fra questi ed il pubblico degli investitori, le libertà degli operatori finanziari si traducono in “limitazioni per i risparmiatori in ordine alla loro libertà di esigere il rispetto, l’adempimento, dei patti. Nel tempo questa situazione si traduce in sfiducia per il sistema della finanza gestita e, quindi, in un danno per l’economia” (enfasi aggiunta)¹³⁷.

Sembra da accogliersi, invero, la tesi per cui un mercato concorrenziale ed efficiente è condizione necessaria ma non sufficiente per scongiurare i comportamenti opportunistici degli operatori¹³⁸. Di conseguenza, occorre l’introduzione per via legislativa

gruppo societario, assumono, per il coinvolgimento in prima linea della dimensione della tutela del risparmio, una intensità tutta particolare”.

¹³⁶ Con riferimento al fatto che attraverso la tutela della parte debole contro comportamenti opportunistici del gestore si protegge al contempo il corretto funzionamento e lo sviluppo dei mercati mobiliari, v. FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 281 ss.; ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, II ed., Milano, 1995, p. 186.

¹³⁷ Così VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 463. L’Autore prosegue notando come, per riparare al suddetto danno, si ripropongono le tradizionali protezioni tipiche di un’economia amministrata, che sono costose ed incompatibili con la privatizzazione e l’apertura dei mercati. Perciò, sebbene in un mercato liberale i vincoli debbano senz’altro essere congrui rispetto all’obiettivo, ciò nondimeno occorre tenere presente che “l’assenza di vincoli crea privilegi e stimola abusi” e che “la libertà comporta la responsabilità del suo esercizio a tutela della libertà degli altri”. Cfr. inoltre FERRARINI, *Novità e problemi del Decreto Eurosim*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1996, p. 885, il quale sottolinea come il cliente sia maggiormente minacciato dall’eventuale scarsa correttezza dell’operatore che dalla sua instabilità patrimoniale e pertanto le regole di condotta, e non più quelle prudenziali, diventano il fulcro della disciplina. Sul tema, cfr. anche ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, cit., pp. 9-10.

¹³⁸ ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1996, I, p. 651. È stato efficacemente notato come la regolamentazione dei mercati finanziari crei occasioni di reddito per gli intermediari, perché la regolamentazione è necessaria affinché vi sia fiducia e quindi i capitali affluiscano, e però questi “non intendono assumerne le corrispondenti responsabilità, in particolare da conflitti di interesse” (così VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 457).

di regole strumentali alla neutralizzazione di possibili fenomeni distortivi allo scopo di accreditare una relazione di generale fiducia con il mercato¹³⁹.

Dalle riflessioni che precedono emerge chiaramente la necessità di una rigorosa disciplina del conflitto di interessi nel mercato finanziario¹⁴⁰, disciplina che dovrebbe essere in grado di arginare quanto più possibile l'intrinseca pericolosità dei servizi di investimento in considerazione del ruolo indispensabile da essi svolto nell'economia di

¹³⁹ Così FERRARINI, DE CANTELLIS, FRIGENI, LEONARDI, *La regolazione delle gestioni collettive: una valutazione critica del T.U.F. alla luce della comparazione*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, cit., p. 16. Cfr. anche FI. CAVAZZUTI, *La trasparenza dei mercati finanziari*, cit., p. 419; ANDERSON, *Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure*, in *25 UCLA Law Rev.*, 1978, p. 739; ONADO, *Regolamentazione di trasparenza e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, cit., p. 34. Si tratta di regole di comportamento unilaterali, "a destinatario necessario" (così DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1993, I, p. 292). Ovviamente il buon funzionamento dei mercati, oltre alla predisposizione di un sistema di regole efficiente, richiede un efficiente *enforcement* delle leggi; v. PENATI, *Governo societario, tutela degli investitori ed efficienza del mercato dei capitali*, in *Banca Impresa Società*, 2004, p. 471 ss.

¹⁴⁰ Cfr. GENERAL ACCOUNTING OFFICE, *Conflict of Interest Abuses in Commercial Banking Institution*, Washington, 1989, p. 15 ss.; BOCHICCHIO, *Attività bancaria e risparmio gestito: sussiste un conflitto di interessi? Il problema e le suggestioni*, cit., p. 820. Sul punto, v. SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, cit., p. 193, nonché ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., p. 651. L'Autore citato rileva come il fatto che il cliente sia in grado di valutare la qualità del servizio resogli soltanto *ex post* comporti che, nel corso del rapporto, il cliente medesimo debba confidare nella volontà della controparte di eseguire con correttezza e diligenza la propria prestazione. Difatti, la natura del rapporto impone al cliente di riporre fiducia nella controparte, mentre permette di fatto a quest'ultima di adottare comportamenti opportunistici a danno del primo e il rischio che l'intermediario agisca opportunisticamente non appare eliminato dalla forza della concorrenza tra gli operatori, anche a causa della tardività del controllo del mercato sulla qualità dei servizi offerti dall'intermediario.

mercato¹⁴¹: non par dubbio, infatti, che i costi attesi dall'agente a fronte dello sfruttamento del conflitto costituiscano l'unico "disincentivo" al comportamento infedele e che, conseguentemente, l'effetto di deterrenza possa essere conseguito esclusivamente facendo sì che lo sfruttamento del conflitto sia una scelta non conveniente per l'intermediario¹⁴².

¹⁴¹ Nel delineato contesto merita menzione, infine, l'opzione esegetica di un'autorevole dottrina, la quale delinea la possibilità di sussumere l'intermediario finanziario nella categoria dei soggetti che esercitano un'attività pericolosa, a norma e per gli effetti di cui all'art. 2050 c.c. Così DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005, p. 709 ss. L'Autore evidenzia come la suddetta ipotesi vada appunto presa in considerazione, giacché il novero delle fattispecie in cui si riconosce l'esercizio di un'attività pericolosa è oggi in via di espansione sia ad opera del legislatore che della giurisprudenza. In tale ottica, ogni qual volta venisse dimostrato un nesso di causalità (generico) tra un evento dannoso e l'attività dell'operatore, questi ne sarebbe responsabile a meno che non provi di aver adottato tutte le misure idonee ad evitare l'occorso pregiudizio, essendo peraltro l'ingiustizia e la prevedibilità del danno da considerarsi *in re ipsa*. Cfr. anche VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 462, il quale sottolinea come i contratti finanziari con il pubblico sono esposti al rischio di abusi e perciò richiedono che sia garantito in maniera maggiormente scrupolosa il rispetto dei vincoli fiduciari, "dove la rilevazione dei conflitti di interessi è momento fondamentale".

¹⁴² TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 89. Ciò implicherebbe l'instaurazione di un regime di trasparenza dei conflitti che agevoli un monitoraggio dell'attività dei gestori. Inoltre, la pubblicità degli eventuali comportamenti opportunistici potrebbe favorire un regolare e migliorato operare dei meccanismi reputazionali, mentre l'irrogazione di una sanzione che non si limiti a far internalizzare all'intermediario quanto illegittimamente addossato sugli investitori, ma che renda non conveniente - sotto il profilo del rapporto fra costi e benefici - l'attuazione della condotta opportunistica, potrebbe costituire un ulteriore disincentivo.

CAPITOLO SECONDO

IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO: PROFILI GENERALI

1. Premessa: il conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio

Il fondo comune di investimento è gestito *professionalmente* dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito ovvero da altra società di gestione individuata nel regolamento del fondo¹⁴³: il rapporto che intercorre tra la società di gestione del risparmio e i partecipanti agli organismi di investimento collettivo del risparmio (di seguito, OICR) da questa gestiti, sotto un profilo economico, è qualificabile in termini di *agency*, per cui la prima è tenuta ad agire per la realizzazione dell'interesse dei secondi¹⁴⁴.

¹⁴³ La dottrina è concorde nell'attribuire all'istituto della gestione, individuale o collettiva, del risparmio il carattere della *professionalità*: ciò significa che si tratta di un'attività con natura eminentemente tecnica e obiettiva, ossia ispirata esclusivamente dalle varie situazioni oggettive, finanziarie e di mercato, che di volta in volta si presentano. V. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contratto impresa*, 1989, p. 156.

¹⁴⁴ Come abbiamo visto, quindi, 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. In tal senso, v. COOTER, FREEDMAN, *The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences*, cit., p. 1047 ss. In realtà, come sottolinea TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI A., SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, in particolare p. 28, deve escludersi che il rapporto tra sottoscrittore del fondo ed SGR possa essere ricondotto al mandato in senso stretto "per l'assoluta soggezione del primo alle determinazioni del secondo e per l'impossibilità del primo di influire sulle scelte di investimento che competono esclusivamente al secondo". Tuttavia, come ammette lo stesso Autore, trattandosi di un fenomeno gestorio, possono anche in quest'ambito essere richiamati i principi in tema di mandato che rappresenta, nel nostro ordinamento, lo schema negoziale predisposto con riferimento all'agire per conto altrui.

La società di gestione investe nei beni previsti dal regolamento le somme versate dai sottoscrittori del fondo e provvede *nell'interesse di questi* alle acquisizioni, alle alienazioni e ad ogni altra attività di amministrazione ritenuta opportuna per la valorizzazione del fondo, nonché alla distribuzione ai partecipanti dei proventi della gestione¹⁴⁵. L'attività della società di gestione abbraccia, quindi, ogni atto utile alla valorizzazione dell'OICR che non sia vietato dalla normativa, primaria e secondaria, o precluso dal regolamento del fondo. Pertanto, l'ampiezza del mandato è tale per cui i sottoscrittori dei fondi non sono in grado di esaminare e sindacare le scelte del gestore a causa sia degli ampi margini di discrezionalità del potere conferito, funzionali ad una migliore efficienza della gestione in monte, sia della presenza di una consistente asimmetria informativa circo lo stato e le aspettative degli investimenti¹⁴⁶.

Nel delineato contesto, dunque, il conflitto di interessi è un costo di agenzia *endemico*¹⁴⁷, il quale è associato al rischio che il gestore si approfitti della discrezionalità

¹⁴⁵ L'interesse dei partecipanti assume perciò il ruolo di unico criterio ispiratore dell'operato del gestore. Sull'argomento, v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da COTTINO, Vol. VIII, Padova, 2004, p. 413; P.G. JAEGER, *Prospettive e problemi giuridici dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in GERACI e P.G. JAEGER (a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970, p. 31 ss.

¹⁴⁶ Sul punto, v. ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., pp. 651-652. Cfr. anche GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, cit., p. 157, la quale rileva come, nonostante il rinvio alle regole del mandato, in realtà la disciplina precluda ai partecipanti di intervenire nella gestione del fondo e non consenta ad essi nessun effettivo controllo.

¹⁴⁷ Cfr. SPAVENTA, *La tutela dell'investitore nell'analisi economica*, in NIGRO (a cura di), *Libertà e responsabilità nel nuovo diritto societario*, Milano, 2006, p. 61 ss. L'Autore evidenzia come nel modello sviluppato dalla teoria economica, che postula la razionalità perfetta e l'inesistenza di costi di transazione, le inefficienze connesse ai rapporti d'agenzia vengono in rilievo come costo sociale che produce esiti sub-ottimali e perdite effettive per il sistema nel suo insieme. Invece, in un contesto quale quello reale dei mercati finanziari – in cui gli investitori non sono in grado di prevedere i costi di agenzia e i costi transattivi sono presenti in maniera considerevole –, le istituzioni possono svolgere un ruolo importante nell'attenuare i costi privati degli investitori. Infatti, la protezione di questi ultimi “rappresenta il fine principale, rispetto al quale lo sviluppo dei mercati è un risultato derivato”.

insindacabilità del potere attribuitogli per realizzare finalità diverse da quelle per le quali il potere è stato conferito e per ricavare dalla gestione in monte benefici privati (ossia utilità ulteriori rispetto all'ordinaria remunerazione per l'attività svolta) a discapito degli investitori, ciò comportando un disallineamento tra l'interesse da perseguire e l'interesse perseguito. Peraltro, da un punto di vista ontologico, è d'uopo distinguere tra i conflitti relativi a specifiche operazioni e quelli inerenti, in via potenziale, all'intera attività.

Al fine di meglio inquadrare la problematica, è inoltre utile evidenziare come nello specifico contesto italiano siano ben poche le società di gestione del risparmio indipendenti, giacché, per contro, la quasi totalità di esse fa capo a gruppi bancari e nella maggior parte dei casi esse collocano i propri prodotti attraverso i canali del gruppo bancario di appartenenza¹⁴⁸. Questa situazione strutturale determina inevitabilmente l'incorrere di ulteriori conflitti di interessi, che possono essere principalmente riconducibili ai rapporti di credito che la banca capogruppo ha con le imprese, alle attività di *investment banking* ed al collocamento dei titoli¹⁴⁹.

In tale prospettiva, il conflitto di interessi costituisce un tema assolutamente centrale nell'ambito del sistema delle regole di condotta poiché esso incide sull'elemento caratterizzante l'essenza stessa della gestione collettiva del risparmio, ossia la finalizzazione esclusiva dell'attività al perseguimento dell'interesse degli investitori e a un'ottimale valorizzazione del patrimonio di questi mediante una o più operazioni di investimento, con conseguente espunzione di ogni interesse del gestore eccetto quello ad ottenere la commissione pattuita¹⁵⁰.

¹⁴⁸ E, a questo proposito, si rileva come i contratti di distribuzione tra SGR e gruppo bancario non siano normalmente negoziati in posizione di equilibrio di forze tra le parti poiché il secondo è proprietario della prima. Ciò ovviamente si riflette sui costi per il cliente finale.

¹⁴⁹ Sul punto, v. Di CASTRI, *I conflitti di interesse degli analisti finanziari: disciplina statunitense, evoluzione della normativa comunitaria e prospettive nell'ordinamento italiano*, cit., p. 485.

¹⁵⁰ Attenta dottrina aveva sottolineato la centralità della questione *ante litteram*, ossia ancora prima dell'emanazione delle leggi sulla gestione collettiva del risparmio. V. DOTTI, *Esigenza di una tutela normativa per una libera ed obiettiva gestione dei fondi*, in GERACI e P.G. JAEGER (a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, cit., p. 126 ss.

Sul piano delle finalità della regolamentazione, appare condivisibile la tesi che considera la disciplina del conflitto di interessi focalizzata, in ultima analisi, su due macro-obiettivi: quello di evitare che dal conflitto derivi un danno al cliente e quello di impedire che il conflitto pregiudichi la qualità del servizio di investimento¹⁵¹. La prima finalità opera sul terreno della relazione fiduciaria tra operatore e cliente, mentre la seconda riguarda il potenziale impatto del conflitto sull'efficienza ed indipendenza del servizio, e quindi sul mercato¹⁵². Sembra esulare invece dal delineato contesto una finalità di tipo prudenziale, giacché i conflitti di interessi generalmente non appaiono tali da arrecare pericolo alla stabilità del soggetto¹⁵³.

Dunque, non par dubbio che l'ordinamento giuridico debba dettare regole volte ad impedire i predetti abusi, ossia che la società di gestione del risparmio persegua il proprio interesse (nella duplice forma dell'interesse del gestore stesso ovvero di quello del gruppo

¹⁵¹ In generale, si può affermare che la regolamentazione finanziaria si pone tra i suoi obiettivi finali di proteggere l'investitore in quanto parte debole del rapporto con l'intermediario, assicurando piena trasparenza delle condizioni contrattuali e delle caratteristiche economiche delle varie forme di impiego del risparmio finanziario. V. ONADO, *Regolamentazione di trasparenza e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, cit., p. 33.

¹⁵² V. LENER, *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in *Banca Impresa Società*, 1999, p. 367, il quale rileva come "se appare irrealistico educare il risparmiatore all'autotutela, la presenza di investitori istituzionali seri funge, ad un tempo, da veicolo di razionale allocazione delle risorse e da strumento di protezione di un risparmio più o meno inerme, anche e soprattutto culturalmente".

¹⁵³ Così COMPORTI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, cit., pp. 611 e 613. Per come, in generale, la regolazione degli organismi di investimento collettivo del risparmio abbia obiettivi molto diversi dalla regolazione dell'attività bancaria, la quale invece mira a tutelare la stabilità del mercato limitando i rischi di fallimenti sistemici, v. FERRARINI, DE CANTELLIS, FRIGENI, LEONARDI, *La regolazione delle gestioni collettive: una valutazione critica del T.U.F. alla luce della comparazione*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, cit., p. 14. Cfr. anche ENRIQUES, *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, cit., p. 291, in particolare nota 10.

di appartenenza), anziché l'interesse degli investitori¹⁵⁴. Ciò che è controverso è l'individuazione degli strumenti concretamente idonei a predisporre un assetto normativo efficiente, che tenga conto della specificità della gestione collettiva, stante il suo carattere "meta-individuale"¹⁵⁵, e che consenta al sistema di conseguire benefici superiori ai costi.

Sotto il profilo della tipologia della regolamentazione, è chiaro che non esiste una soluzione universalmente considerata modello ottimale di disciplina del conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio. Tuttavia, in via semplificativa, si rileva come l'intervento normativo possa consistere in tecniche di prevenzione e tecniche di repressione¹⁵⁶.

Le tecniche di prevenzione a disposizione dell'ordinamento sono astrattamente di due tipi: un primo tipo consiste nell'introduzione di rimedi e presidi giuridici volti ad impedire l'insorgenza di una situazione di conflitto di interessi, un secondo tipo si concreta invece in soluzioni volte a gestire in maniera appropriata il conflitto insorto e dunque volte ad ostacolarne lo sfruttamento.

¹⁵⁴ Tuttavia, si noti che soltanto in tempi relativamente recenti è maturata la consapevolezza che nella gestione collettiva del risparmio sia assolutamente necessario individuare presidi e regole volte a garantire precisi standard comportamentali del gestore. Tradizionalmente, gli interventi normativi nell'ambito della gestione collettiva si erano concentrati principalmente nell'ambito della vigilanza prudenziale, giacché erano i profili di stabilità ad essere percepiti come maggiormente critici. Significativo, a tale proposito, il fatto che sino all'emanazione delle direttive 107 e 108/2001/CE neanche la disciplina comunitaria sugli OICR conteneva delle regole dedicate alle norme di comportamento del gestore. Dal canto proprio, la dottrina aveva dedicato la sua attenzione principalmente ai profili che attengono alla *corporate governance* delle imprese partecipate dagli investitori istituzionali. Sul punto v. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Tomo I, Padova, 2005, p. 301.

¹⁵⁵ VELLA, *Commento sub art. 40*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, p. 357.

¹⁵⁶ V. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 26 ss. Cfr. anche ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, cit., p. 433 ss.

Gli strumenti del primo tipo sono finalizzati ad impedire il verificarsi di una situazione da cui potrebbe scaturire un conflitto di interessi: si tratta di incompatibilità, di divieti e, in generale, di misure che incidono dunque sull'origine stessa del conflitto. L'accertamento dell'osservanza delle suddette regole si presenta relativamente semplice, poiché incentrato sulla prova di un fatto, e da esso dovrebbero esulare valutazioni di tipo discrezionale. D'altro parte, però, questa tecnica presenta il rischio di dettare una normativa rigida, anche potenzialmente foriera di ripercussioni negative: in primo luogo, tali regole potrebbero rivelarsi in realtà arbitrarie, apportatrici di formalismi inidonei a fermare concretamente i comportamenti davvero lesivi. In seconda istanza, queste misure potrebbe risolversi in presidi eccessivi, tali da ostacolare il compimento di transazioni efficienti ed immobilizzare, o rallentare, il mercato finanziario. Dunque, questa tipologia di rimedi dovrebbe rappresentare l'*extrema ratio*, giustificandosi il ricorso ad essa soltanto in situazioni in cui si registra una particolare frequenza, intensità e pericolosità del conflitto.

Gli strumenti del secondo tipo consistono invece in regole organizzative, procedurali e di condotta attinenti alla gestione del conflitto, ossia volte ad impedire che esso possa essere sfruttato una volta insorto. La tipologia di regolamentazione in parola offre il vantaggio di essere sufficientemente flessibile da diminuire le probabilità di rivelarsi d'intralcio ad operazioni convenienti; tuttavia, presenta il difetto di rendere meno univoca la verifica della legittimità della condotta e quindi più complicato il rilevamento dell'infrazione, poiché l'accertamento del comportamento illecito implica generalmente valutazioni tecnico-discrezionali che causano una maggiore mobilità nell'individuazione della condotta illegittima.

Con riferimento, invece, alle tecniche di repressione, occorre preliminarmente distinguere tra misure civilistiche ed amministrative. Le prime si dividono a loro volta in regole di validità, che incidono sull'efficacia dell'atto compiuto in conflitto di interessi, e regole di responsabilità, che tutelano la parte lesa attraverso il risarcimento del danno e non investono la validità degli atti compiuti. Le sanzioni amministrative (o talvolta penali), invece, puniscono il comportamento illegittimo attraverso pene di natura personale, svolgendo così anche una forte funzione di deterrenza e dunque di prevenzione.

In ogni caso, poi, la reazione dell'ordinamento a fattispecie di abuso viene in concreto affidata ad un giudice, il quale normalmente è investito della questione soltanto se il soggetto legittimato ad agire ha preso l'iniziativa e ovviamente, affinché ciò avvenga, è necessario che questi abbia avuto conoscenza dell'abuso, ne abbia le prove e reputi conveniente agire in giudizio¹⁵⁷. Il giudice dovrà decidere, a distanza di tempo, sulla base del materiale probatorio fornito, che dovrà essere quindi idoneo ad accertare l'effettiva commissione dell'abuso. Dunque, è estremamente alto il rischio di c.d. falsi negativi, ossia di casi di abuso che rimangono impuniti.

2. Evoluzione del quadro normativo

Occorre premettere che il settore della gestione collettiva del risparmio ad oggi presenta elevati tratti di complessità¹⁵⁸. Trattasi, inoltre, di una materia che a partire dagli

¹⁵⁷ Ed il risparmiatore "inconsapevole", proprio perché tale, difficilmente sarà in grado di rendersi conto che è stato perpetrato un abuso a suo danno e di reperire le prove per dimostrarlo.

¹⁵⁸ La gestione collettiva costituisce una delle principali modalità di allocazione del risparmio, giacché le forme di investimento delle risorse raccolte consentono anche ai piccoli investitori di ottenere importanti vantaggi in termini di diversificazione dei rischi e di costi (sul punto, v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 404; cfr. anche BESSONE, *Le SGR, società di gestione del risparmio. La financial industry e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, cit., pp. 632 e 638). Pertanto, in considerazione della sua grande importanza sociale ed economica l'attività di gestione collettiva è riservata a particolari soggetti ed è disciplinata da una dettagliata normativa, di rango primario e secondario. Le disposizioni in materia di gestione collettiva del risparmio sono contenute nella parte II, Titolo III, del TUF; peraltro, la disciplina degli intermediari abilitati viene integrata in sede di normativa secondaria dai regolamenti del Ministro dell'economia e delle finanze, della Banca d'Italia e della Consob. Nell'ottica del legislatore, il testo unico, facendo proprie le opinioni volte a evidenziare il carattere unitario della funzione di *asset management*, intende perseguire esigenze di razionalizzazione della disciplina delle gestioni collettive e, più ampiamente, della gestione professionale del risparmio altrui; tale obiettivo viene raggiunto intervenendo sia sugli aspetti operativi, sia sui modelli organizzativi. In particolare, si opta per la disarticolazione del rapporto tra attività di gestione e prodotto della stessa: la disciplina precedente era incentrata sull'istituzione del

anni Ottanta del secolo scorso ha suscitato ampiamente l'interesse sia del legislatore comunitario che di quello nazionale¹⁵⁹ e, infatti, l'evoluzione della disciplina sugli OICR

fondo comune, mentre il TUF ha capovolto questo approccio, prestando attenzione preminente al soggetto abilitato al servizio di gestione collettiva del risparmio. I soggetti cui è riservata la prestazione di tale servizio sono le società di gestione del risparmio (di seguito, SGR) e le società di investimento a capitale variabile (di seguito, SICAV). Ed infatti, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. n) del TUF, per gestione collettiva del risparmio si intende il servizio che si realizza attraverso: 1) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; 2) la gestione del patrimonio di organismi di investimento collettivo del risparmio, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili. Tale servizio viene svolto a favore dei fondi comuni di investimento o delle SICAV, che appunto costituiscono gli organismi di investimento collettivo del risparmio. Si ha gestione collettiva del risparmio quando vi è l'esercizio anche di una soltanto delle due attività in questione, giacché l'attività di promozione, istituzione ed organizzazione può essere svincolata da quella di gestione del patrimonio (per una disamina del riparto delle competenze tra promotore e gestore, v. MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel T.U.F.: profili organizzativi*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2001, I, p. 299 ss.). Secondo la dottrina prevalente, la scissione tra promozione e gestione del fondo non fa sorgere un rapporto di mandato tra i due soggetti interessati, bensì fa sorgere un rapporto che intercorre direttamente tra i partecipanti del fondo, da un lato, e le due SGR, dall'altro. Inoltre, rispetto alla disciplina previgente, la quale demandava alla regolamentazione amministrativa solo aspetti meno importanti, il TUF effettua numerosi ed importanti rinvii alla normazione delle Autorità di controllo, rovesciando quindi il rapporto di prevalenza tra normativa primaria e secondaria. Cfr. anche MIOLA, *Commenti sub art. 33 e seguenti*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, cit., p. 288 ss; SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, p. 65 ss. e p. 177 ss.; AA. VV., *Commenti sub art. 33 e seguenti*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, p. 275 ss; ASSOGESTIONI (a cura di), *Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 21, 1998, p. 95 ss; AA. VV., *Commenti sub art. 33 e seguenti*, in ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Tomo I, Padova, 1998, p. 349 ss.

¹⁵⁹ Visto il carattere ampiamente regolamentato del settore finanziario, il processo di creazione di una legislazione comunitaria si è rivelato dal principio particolarmente accidentato. Dopo un iniziale ed ambizioso progetto di armonizzazione completa del diritto dei mercati finanziari, ossia di introduzione di norme uniformi destinate a subentrare alle norme nazionali, si è fatto strada un approccio più

registra un articolato *iter* di interventi normativi¹⁶⁰, di cui ci accingiamo a ripercorrere brevemente le tappe fondamentali.

Una compiuta regolamentazione della gestione in monte è stata introdotta in Italia con la legge 23 marzo 1983, n. 77, la quale appunto tratteggiava la più risalente tipologia di fondo, il fondo comune di investimento mobiliare aperto¹⁶¹. In seguito, nell'ambito di

concreto, incalzato anche dalla nota sentenza resa dalla Corte di Giustizia nel caso *Cassis de Dijon* (sentenza *Rewe-Zentral*, procedimento C-120/78, racc. 1979, p. 649) e poi condensato dalla Commissione Europea nel Libro Bianco del giugno 1985. Questo nuovo atteggiamento ha portato all'emanazione della legislazione successiva, basata sui seguenti principi: (i) mutuo riconoscimento, (ii) armonizzazione minima, e (iii) controllo del paese di origine.

¹⁶⁰ FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari e il testo unico*, in FERRARINI, MARCHETTI (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari. Dal Decreto Eurosim al testo unico della finanza*, Roma, 1998. Con riferimento a come la legislazione sugli intermediari non bancari, in generale, sia il prodotto di una graduale presa di coscienza circa la necessità di proteggere il risparmio “a tutto tondo”, non limitandosi quindi alla tutela di quello sotto forma di deposito bancario, v. SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., p. 16 ss; cfr. anche COSTI, *Intermediari finanziari non bancari e mercato mobiliare*, in *Politica del diritto*, 1988, p. 505 ss. Sul proliferare, spesso incoerente, degli interventi legislativi nel mercato mobiliare, v. MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, p. 5 ss.

¹⁶¹ Vale la pena di rammentare come risalga al 1964 la presentazione del primo disegno di legge relativo alla istituzione in Italia dei fondi comuni di investimento, che non ebbe particolare fortuna. Di seguito, continuarono ad affluire dei progetti successivi sino al d.d.l. n. 1609 presentato alle Camere il 27 settembre 1981 e poi trasfuso nella legge n. 77 del 1983. Si può osservare come nel linguaggio dei giuristi la dizione « fondi comuni di investimento » si sostituì a quella più colta di « Investment Trust » che da prima circolava a livello dottrinale. Cfr. ARGENZIANO, *L'investment trust. Aspetti caratteristici della gestione degli investimenti mobiliari*, Milano, 1952; ASCARELLI, *L'investment Trust*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1954, I, p. 178; LIBONATI, *Holding e Investment trust*, Milano, 1959; COLOMBO, DOTTI, PERLETTI, SCHRANS, SOTRIFFER, *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967. La legge 77 del 1983 è considerata l'“archetipo” della disciplina delle gestioni collettive, nonché il “cuore” della disciplina della gestione in monte (così ENRIQUES, *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normative italiana in tema di intermediazione gestoria*, cit., p. 290) giacché le successive normative rinviavano ampiamente a questa legge. Essa, che fu influenzata dai lavori preparatori della già citata direttiva 85/611/CEE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (di seguito, dir. OICVM), sanciva il principio della riserva

un quadro di generale ammodernamento del mercato finanziario, si è assistito al progressivo riconoscimento delle principali forme di gestione collettiva: sono state introdotte, infatti, le discipline delle società di investimento a capitale variabile (d. lgs. 25 gennaio 1992, n. 84), dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi (legge 14 agosto 1993, n. 344), dei fondi pensione (d. lgs. 21 aprile 1993, n. 124) e dei fondi comuni di investimento immobiliare (legge 25 gennaio 1994, n. 86)¹⁶².

Con specifico riferimento ai fondi comuni di investimento, si noti che in origine non venne dettata alcuna disciplina del conflitto di interessi¹⁶³: l'art. 3, comma 5, della legge 77 del 1983 imponeva soltanto il divieto di investire in "quote di partecipazione ad altri fondi comuni e in azioni emesse dalla società od enti dei cui organi facciano parte gli

di attività, nonché l'esclusività dell'oggetto sociale delle società di gestione, creando così un nesso inscindibile tra tipo di gestore e tipo di prodotto. Sul punto v. diffusamente MIOLA, *Commento sub art. 33*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, cit., p. 289 ss.; ID., *La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi*, cit., p. 299 ss.; COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 402 ss.; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 181. Per i primi commenti, cfr. COMPORTELLI, *I fondi di investimento mobiliare ed immobiliare chiusi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1994, p. 201 ss.; MARCHETTI, *Dove vanno i fondi comuni di investimento?*, cit., p. 1119 ss.; COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, cit., p. 273 ss.; DIMAJO, *I fondi comuni di investimento mobiliare aperti*, Milano, 1983, *passim*.

¹⁶² Con riferimento alla previgente disciplina e, in particolare, sulle tematiche generali relative alla struttura ed al funzionamento dei fondi comuni di investimento di diritto italiano cfr. CASELLA, RIMINI, *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig., Disc. priv., Sez. comm.*, VI, Torino, 1991, p. 208 ss.; P. G. JAEGER, CASELLA, *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1984, p. 393 ss.; PALLADINO, *Fondi comuni mobiliari*, Roma, 1984, *passim*; DE MARCHI, *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1984, *passim*; ASCARELLI, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Banca, borsa, Titoli di Credito*, 1983, I, p. 404 ss.; ID., *I fondi comuni di investimento*, in *Trattato P. Rescigno*, XVI, Torino, 1985, p. 739 ss.; CESARINI, *Fondi comuni di investimento e struttura del mercato mobiliare italiano*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 249 ss. Per un prospettiva comparata cfr. PIETRA, *La disciplina giuridica dei fondi di investimento mobiliare in alcuni paesi europei*, in *Banca, borsa, Titoli di Credito*, 1983, I, p. 534 ss.

¹⁶³ Si noti che nel presente lavoro il discorso non sarà sviluppato né con riferimento ai fondi pensione né alle società di investimento a capitale variabile, le cui particolarità, che richiederebbero un'ampia disamina e amplirebbero eccessivamente il discorso, impediscono la trattazione in questa sede.

amministratori della società di gestione” e veniva inoltre, dal comma 6, limitato al due per cento “l’investimento in azioni emesse da società controllanti la società di gestione”. Ciò ovviamente non significava che ogni altra operazione in conflitto di interessi risultasse lecita, giacché operava comunque l’obbligo enunciato dall’art. 4 della legge 77 del 1983, ai sensi del quale la gestione doveva essere improntata all’interesse dei partecipanti, mentre l’art. 3, comma 1, stabiliva che la società di gestione assumesse verso i partecipanti ai fondi gli obblighi e le responsabilità del mandatario¹⁶⁴ ¹⁶⁵. Tuttavia, la regolamentazione originaria si limitava appunto ad usare la tecnica della prevenzione

¹⁶⁴ Prima della modifica ad opera del d. lgs. n. 83 del 1992, si diceva invece che “la società gerente risponde verso i partecipanti per la gestione secondo le regole del mandato”. Occorre notare come il TUF, innovando sul punto, introduce la facoltà di articolare il servizio di gestione collettiva del risparmio in capo a due distinti soggetti, la società-promotore e la società-gestore. A quest’ultima compete l’attività di gestione del fondo comune (definizione delle scelte di investimento del patrimonio), mentre alla prima spettano tutte le altre attività che il servizio medesimo presuppone (promozione del fondo, sua istituzione ed organizzazione, amministrazione dei rapporti con i partecipanti). La scelta della SGR cui affidare la gestione di un fondo è rimessa alla decisione della SGR che istituisce quel fondo. Ove si opti per tale articolazione, entrambi i soggetti in questione sono parte del contratto con l’investitore ed entrambi assumono solidalmente verso di questi gli obblighi e le responsabilità del mandatario. V. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI, SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, cit., pp. 24-26 e p. 32 ss; MIOLA, BRIOLINI, *Commento sub art. 36*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, p. 316 ss.

¹⁶⁵ Dunque, non vi era nessuna norma che regolasse specificamente il conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio fino al momento in cui, nel 1998, sul punto intervenne il TUF. La legge 2 gennaio 1991, n. 1 aveva peraltro introdotto un embrionale richiamo alle regole di comportamento anche per le società di gestione dei fondi comuni di investimento. Stabiliva infatti l’art. 9, comma 14, lett. a), una potestà regolamentare della Consob in ordine al rispetto delle modalità di negoziazione prescritte per i mercati regolamentati ed al divieto di moltiplicare le transazioni senza vantaggi per il cliente (difatti, la Consob con reg. 8850/1994 aveva previsto che il c.d. *churning* fosse precluso a fondi aperti, fondi chiusi e SICAV); l’art. 66, comma 2, del d. lgs. 415 del 1996 aveva mantenuto la vigenza del citato articolo 9, comma 14, il quale venne poi, unitamente all’intera legge n. 1 del 1991, abrogato dal TUF. V. ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1998, p. 372 ss.

soltanto in riferimento all'esigenza di evitare o limitare determinati tipi di operazioni nelle quali la società di gestione avesse un interesse proprio (non necessariamente in conflitto con quello dei partecipanti).

Come noto, il TUF ha ridisegnato la disciplina degli intermediari finanziari e del mercato mobiliare in funzione ed a completamento di un progetto di razionalizzazione del sistema finanziario italiano, in vista di obiettivi di efficienza e competitività, anche sul piano internazionale¹⁶⁶. Ebbene, tale Testo Unico ha tra l'altro realizzato un'opera di unificazione, coordinamento e semplificazione delle diverse discipline previgenti in materia di gestione collettiva del risparmio, introducendo peraltro nuove tipologie di fondi comuni di investimento¹⁶⁷, nonché la figura del gestore unico¹⁶⁸.

¹⁶⁶ Sul punto, v. VELLA, *Commento sub art. 40*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, cit., p. 357 ss.; ASSOGESTIONI (a cura di), *Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari*, Quaderni di documentazione e ricerca, cit., pp. 112-114; TROIANO, *Commento sub art. 40*, in ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 114 ss. Per un esame dei profili internazionalprivatistici connessi alla disciplina dei fondi comuni di investimento, v. VISMARA, *Profili di diritto internazionale privato della gestione del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2001, I, p. 600 ss.

¹⁶⁷ Ossia i fondi riservati ed i fondi speculativi. V. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 194 ss. In generale, con riferimento alle significative novità che il TUF ha apportato nel settore della gestione collettiva del risparmio, si rimanda ad ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. Soc.*, 2000, p. 350 ss. In estrema sintesi, le linee direttrici lungo le quali si muove la riforma possono individuarsi come segue: ridefinizione della nozione stessa di « gestione collettiva del risparmio », che ora si articola in attività di promozione e di gestione del risparmio; applicazione alle società di gestione collettiva del risparmio di norme già proprie della disciplina delle imprese di investimento e, in particolare, delle SIM; ampliamento dell'ambito di intervento delle società di gestione del risparmio, giacché il TUF consente anche ad esse di prestare in concorrenza con gli altri intermediari autorizzati il servizio di gestione individuale di portafogli di investimento; possibilità di istituire e gestire fondi comuni di investimento aventi caratteristiche anche diverse da quelle già stabilite dalla leggi previgenti; riforma della disciplina delle crisi e delle sanzioni.

¹⁶⁸ Sul punto, v. MONGIELLO, *La società di gestione del risparmio (la nuova figura del "gestore unico")*, in *Contratto e Impresa*, 1999, p. 1458 ss.; PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Tomo I, Padova, 2005, p. 535 ss; SEPE,

Con il citato Testo Unico, dunque, la normativa in tema di conflitto di interessi, che aveva già debuttato nell'ambito dei servizi di investimento ad opera del d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415¹⁶⁹, fa la propria comparsa anche nel settore delle gestioni in monte, con una dizione che parzialmente replica quella contenuta nel previgente articolo 17 del d. lgs. 415 del 1996 (e poi confluita nell'art. 21 del TUF)¹⁷⁰.

Il risparmio gestito, cit., p. 68 e p. 72. L'ultimo Autore citato evidenzia come alla base della suddetta novità v'è la ricerca di una specializzazione e di connesse economie di scala. Così anche LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Bari, 2007, p. 63 e p. 95. Cfr. LENER, *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, cit., p. 354, il quale evidenzia come la creazione di un intermediario unico, abilitato alla gestione di patrimoni in forma individuale e collettiva, si spiega proprio in punto di prevenzione dei conflitti di interessi giacché votata a ridurre l'eventualità dei conflitti fisiologici da polifunzionalità. *Contra* VISENTINI, *La gestione del fondo da parte delle SGR*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, Roma, 2000, p. 138, il quale rileva come la nuova figura del gestore unico comporti un aumento del rischio per l'intermediario di trovarsi in situazione di conflitto di interessi.

¹⁶⁹ L'art. 17 del d. lgs. 415 del 1996 disponeva che nella prestazione dei servizi di investimento i soggetti abilitati dovessero, tra l'altro, organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interessi e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento. V. TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI, SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, cit., p. 62, il quale rileva come la trasposizione alla gestione collettiva delle disposizioni del d. lgs. 415 del 1996, avvenuta quasi alla lettera, sembra porre diversi problemi di sistema nonché, talora, alcune incongruenze.

¹⁷⁰ La versione primigenia dell'art. 21 del TUF prevedeva che nella prestazione dei servizi di investimento ed accessori i soggetti abilitati dovessero organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento. La versione primigenia dell'art. 40 del TUF prevedeva, discostandosi in parte dal citato art. 21, che le società di gestione del risparmio dovessero organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti. Sul punto, v. VELLA, *Commento sub art. 40*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, cit., p. 358 ss.; ASSOGESTIONI (a cura di), *Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari*, Quaderni di documentazione e ricerca, cit., pp. 112-114; TROIANO, *Commento sub art. 40*,

L'introduzione di una disciplina in tema di conflitti di interessi si spiega, almeno in parte, alla luce degli *input* derivanti dal diritto comunitario¹⁷¹. Infatti, mentre la versione originaria della dir. 85/611/CEE, in materia in organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (di seguito, dir. OICVM), non imponeva agli Stati membri di adottare regole di comportamento per gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (di seguito, OICVM)¹⁷², la direttiva 2001/107/CE, modificando la dir. OICVM, aveva in particolare novellato la Sezione III in materia di "Obblighi relativi alla società di gestione". Più precisamente, nell'ambito del Titolo C della suddetta sezione, venne introdotto il nuovo art. 5 *septies*, a norma del quale le autorità competenti dello Stato membro di origine sono tenute ad esigere che le società di gestione siano strutturate e organizzate "in modo tale da ridurre al minimo il rischio che gli interessi degli OICVM o dei clienti siano lesi dai conflitti di interessi tra la società ed i suoi clienti, tra i suoi clienti, tra uno dei suoi clienti e un OICVM o tra due OICVM".

Inoltre, il nuovo art. 5 *nonies*, nell'elencare i principi cui debbono ispirarsi le norme di comportamento che ogni Stato membro deve stabilire, indica, alla lett. *d*), che tali regole devono imporre alla società di gestione 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".

Il legislatore del TUF ha dunque addirittura anticipato gli esposti indirizzi comunitari, estendendoli, tra l'altro, anche al di fuori dell'ambito di applicazione della direttiva OICVM (la quale riguarda solo i fondi aperti armonizzati)¹⁷³; infatti, l'art. 40 del

ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 414 ss.

¹⁷¹ ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, cit., p. 269.

¹⁷² E sotto questo profilo, la direttiva in parola divergeva sensibilmente dalla direttiva 93/22/CE in materia di servizi di investimento, che all'art. 11 individua i principi minimi ai quali devono ispirarsi le norme di comportamento introdotte dagli Stati membri.

¹⁷³ Anzi, come è stato evidenziato, la strada intrapresa dal Testo Unico non rappresentava una via obbligata per assicurare il rispetto della disciplina comunitaria, diversamente da quanto invece si era verificato con riferimento al d.lgs. n. 415/1996 per i servizi di investimento. Infatti, la direttiva

suddetto testo unico, nella sua formulazione originaria, prevedeva che le società di gestione del risparmio dovessero “organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti”. In seguito al d. lgs. 1 agosto 2003, n. 274 (che diede attuazione della suddetta direttiva 2001/107/CE di modifica della dir. OICVM) la disposizione in parola fu emendata e fu aggiunta la previsione che le società di gestione del risparmio debbano “in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli OICR”.

Il previgente Regolamento di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli intermediari ed adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998¹⁷⁴ (di seguito, Reg. Consob 1152/1998), disponeva, all’art. 49, che le SGR fossero tenute a vigilare per l’individuazione dei conflitti di interessi e che esse potessero effettuare operazioni in cui avevano direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo o da rapporti di affari propri o di società del gruppo, a condizione che fosse comunque assicurato un equo trattamento degli OICR avuto anche riguardo agli oneri connessi alle operazioni da eseguire.

Si prevedeva inoltre che le SGR dovessero individuare i casi in cui le condizioni contrattuali convenute con i soggetti che prestavano servizi a favore di dette società

comunitaria in materia di organismi di gestione collettiva del risparmio risaliva al 1985 e, anche se era stata successivamente modificata, non ne erano stati alterati i profili maggiormente rilevanti. Pertanto, la disciplina recata dalle leggi 77 del 1983 e 344 del 1993 risultava conforme al diritto europeo e non poneva un’esigenza di rimaneggiare, in sede di redazione del TUF, la normativa nazionale per adattarla a quella comunitaria. Sul punto, v. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., pp. 352-354.

¹⁷⁴ Tale Regolamento non è più in vigore, in quanto sostituito dal Reg. Consob 16190/2007, recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari. Il nuovo Regolamento non contiene la disciplina del conflitto di interessi poiché essa, a norma del novellato art. 6 del TUF, è confluita nel regolamento congiunto adottato da Banca d’Italia e Consob, su cui *infra*. Con riferimento al previgente Reg. Consob 11522/1998, cfr. BISOGNI, *I modelli organizzativi della SGR nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Le Società*, 1998, p. 1137 ss.; LENER, *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del T.U.F.*, in *Le società*, 1998, p. 1121 ss.; GALANTE, *La gestione collettiva alla luce dei regolamenti Consob e Banca d’Italia*, in *Le Società*, 1998, p. 1131 ss.

risultassero confliggenti con gli interessi degli OICR gestiti e che le SGR fossero tenute ad assicurare che il patrimonio degli OICR non venisse gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti, nonché che fossero 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 SGR non direttamente derivanti dagli OICR a titolo di commissioni gestionali.

Peraltro, l'art. 56, comma 4, del medesimo regolamento stabiliva che le società di gestione del risparmio, anche al fine di ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi, dovessero adottare procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verificassero scambi di informazioni con altre società del gruppo attive nell'ambito dei servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini, collocamento e servizi accessori di cui all'articolo 1, comma 6, lettere *d*) ed *e*), del TUF.

Nel delineato contesto è intervenuta la legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (di seguito, legge sul risparmio). Essa dedicava un'intera parte ai conflitti di interessi e alle attività finanziarie, raggruppando dunque nel Titolo II una vasta congerie di disposizioni¹⁷⁵. Per quanto qui rileva, occorre osservare come, nell'ambito del Capo I appunto dedicato alla

¹⁷⁵ Con riferimento alla c.d. legge sulla tutela del risparmio, cfr. AA. VV., *La tutela del risparmio: l'efficienza del sistema (Atti del convegno organizzato ad Alba il 20 novembre 2004)*, in *Le Società*, 2005, p. 277 ss.; G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 1 ss.; CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (L. N. 262 DEL 2005)*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2006, p. 125 ss. (in particolare, p. 139 ss.); FERRARINI, GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 573; SPAVENTA, *La legge sulla tutela del risparmio: passi avanti, errori e illusioni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2006, p. 18 ss.; RONDINONE, *Le "mobili frontiere" della tutela del risparmio*, in DE ANGELIS, RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008, p. 13 ss. In particolare relazione al conflitto di interessi, v. ANTONUCCI, PARACAMPO, *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge sul risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2007, p. 285; BOCHICCHIO, *Ancora sul conflitto di interessi nella prestazione dei servizi finanziari: il conflitto di interesse nei rapporti contrattuali di impresa*, in *Contratto e impresa*, 2007, p. 306 ss.

disciplina dei conflitti di interessi, l'art. 9 attribuiva al Governo la delega ad adottare uno o più decreti legislativi diretti a disciplinare i conflitti di interessi nella gestione dei patrimoni di OICR, di prodotti assicurativi e di previdenza complementare. La norma in parola conteneva anche un dettagliato elenco dei principi cui il legislatore delegato doveva informarsi nella predisposizione della suddetta normativa¹⁷⁶, mostrando così di volere “prendere di petto il problema del conflitto di interessi infragruppo che nel nostro ordinamento è quasi sempre esistente perché i vari operatori di gestione del risparmio sono inseriti in conglomerate bancarie-finanziarie ed assicurative”¹⁷⁷.

¹⁷⁶ I principi in questione erano i seguenti: i) salvaguardia dell'interesse dei risparmiatori e dell'integrità del mercato finanziario; ii) limitazione dell'investimento dei patrimoni di OICR in prodotti finanziari emessi o collocati da società appartenenti allo stesso gruppo cui appartengono i soggetti che gestiscono i suddetti patrimoni; iii) limitazione dell'investimento dei patrimoni di OICR in prodotti finanziari emessi o collocati da società appartenenti a gruppi legati da significativi rapporti di finanziamento con il soggetto che gestisce tali patrimoni o con il gruppo cui esso appartiene; iv) previsione del limite di impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo da parte dei gestori degli OICR per la negoziazione di strumenti finanziari nello svolgimento dei servizi di gestione in misura non superiore al 60% del controvalore complessivo degli acquisti e delle vendite degli stessi; v) previsione dell'obbligo a carico dei gestori di OICR di motivare, sulla base delle condizioni economiche praticate nonché dell'efficienza e della qualità dei servizi offerti, l'impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo per la negoziazione di strumenti finanziari nello svolgimento dei servizi di gestione, qualora superi il 30% del controvalore complessivo degli acquisti e delle vendite degli stessi; vi) previsione dell'obbligo a carico dei gestori di OICR di comunicare agli investitori la misura massima dell'impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo all'atto della sottoscrizione delle quote degli OICR nonché ad ogni successiva variazione e comunque annualmente; vii) attribuzione del potere di dettare disposizioni di attuazione alla CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia; viii) previsione di sanzioni amministrative pecuniarie ed accessorie; ix) attribuzione del potere di irrogare le sanzioni alla CONSOB d'intesa con la Banca d'Italia; x) riferimento per la determinazione della nozione rilevante di gruppo alla nozione di controllo prevista dall'art. 93 del TUF.

¹⁷⁷ Così MERUSI, *Il conflitto di interessi fra tutela del risparmio e normativa comunitaria*, in *Banca Impresa Società*, 2008, p. 183. Si noti che l'Autore paragona l'art. 9 della legge sul risparmio – che non ha mai avuto attuazione – al cavaliere dell'esercito di Carlo Magno che si rivolse al suo Re dicendo “Maestà io non esisto” (si tratta della battuta finale del Cavaliere Inesistente di Italo Calvino).

Pertanto, l'art. 9 interveniva su due fronti: il primo, quello più importante, era fondato su limitazioni quantitative e qualitative dell'operatività all'interno del gruppo; il secondo, già presente nell'esperienza normativa precedente, era quello basato sulla trasparenza del conflitto e quindi su correlati oneri di informazione e motivazione¹⁷⁸.

Tuttavia, il citato articolo 9 ha avuto breve permanenza nell'ordinamento: esso è stato abrogato dall'art. 10 della legge 6 febbraio 2007, n. 13 (legge comunitaria 2006)¹⁷⁹, nell'ambito di un (allora ancora solo prospettato) organico adeguamento alla direttiva 2004/39/CE del Parlamento e del Consiglio del 21 aprile 2004 (di seguito, dir. MiFID), come modificata dalla direttiva 2006/31/CE del 5 aprile 2006¹⁸⁰. Si noti, tuttavia, che la

¹⁷⁸ L'approccio della legge sul risparmio con riferimento alla questione dei conflitti di interessi fu considerato un po' "anacronistico", in quanto riproponeva un modello di soluzione già superato nei paesi più evoluti (così MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, in *Il Risparmio*, 2010, p. 56).

¹⁷⁹ L'unica disposizione del Capo I che sopravvive, seppur rimaneggiato, è l'art. 8, il quale modificava gli artt. 53 e 136 del Testo Unico in materia Bancaria e Creditizia (di seguito, TUB). V. ANTONUCCI, PARACAMPO, *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge sul risparmio e le sue successive modifiche*, cit., p. 305, ove in relazione agli articoli 9 e 10 della legge sul risparmio, si legge "quasi rappresentassero una parentesi, improvvisamente aperta e allo stesso modo velocemente chiusa, nel percorso regolamentare in tema di conflitti di interesse".

¹⁸⁰ Si ricorda che, nell'ambito del *Financial Services Action Plan* (adottato dalla Commissione Europea con l'obiettivo di integrare i mercati dei capitali e creare un mercato unico europeo per i servizi finanziari), il Comitato dei Saggi ha proposto un nuovo approccio legislativo basato su un'articolazione a quattro livelli (principi quadro, misure di esecuzione, cooperazione e vigilanza), la c.d. procedura Lamfalussy. In quest'ottica, si noti che la dir. MiFID si colloca al primo livello della suddetta procedura ed individua pertanto i principi quadro, mentre la dir. 2006/73/CE della Commissione ed il Reg. 1287/2006 della Commissione, del 10 agosto 2006, contengono indicazioni in merito alle modalità di esecuzione della dir. MiFID e si collocano al secondo livello della procedura. Obiettivo della MiFID è l'armonizzazione massima affinché sia garantito un effettivo *level playing field* che faciliti la concorrenza transfrontaliera. Rimane comunque fermo il principio dell'*home country control* (sul punto v. ENRIQUES, *Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework*, reperibile su www.ssrn.com). In generale, con riferimento alle novità introdotte dalla MiFID, v. ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, *passim*; per una prospettiva più analitica cfr.

disciplina introdotta dalla dir. MiFID riguardava esclusivamente i servizi di investimento e l'estensione dei principi ivi contenuti alla gestione collettiva del risparmio, avvenuta con i necessari adattamenti, non era imposta dal legislatore comunitario¹⁸¹.

La materia dei conflitti di interessi è ampiamente affrontata dalla dir. MiFID, il cui considerando 29, come già evidenziato¹⁸², annota che “la gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano simultaneamente ha aumentato la possibilità che vi siano conflitti tra queste diverse attività e gli interessi dei clienti”.

Secondo la dottrina, la ragione per la quale le disposizioni contenute nella legge sul risparmio sono state abrogate *in toto* prima ancora che venisse recepita la normativa comunitaria risiede nel fatto che esse seguivano una logica confliggente con quella della dir. MiFID. Difatti, l'art. 9 aveva ravvisato le questioni centrali dei conflitti di interessi nella struttura stessa del mercato finanziario, struttura che fa sì che i gestori del risparmio siano sempre inseriti in gruppi polifunzionali e rende il conflitto di interessi nella gestione del risparmio una situazione endemica al gruppo e connaturata ad esso¹⁸³.

FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella Direttiva Mifid*, in *Contratti*, 2007, p. 583 ss.

¹⁸¹ ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 211. La scelta del legislatore nazionale si spiega in ragione del fatto che, come opportunamente notato, “gestione collettiva e gestione individuale sono da un punto di vista economico attività sovrapponibili”, ossia non esistono tra esse rilevanti differenze né teoriche né concrete e la diversa disciplina giuridica si limita ad incidere sulle sole metodologie operative adottate per i due tipi di gestione, mentre, d'altro canto, sussistono analoghe istanze di regolamentazione; così MARROCCO, *Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2002, p. 583.

¹⁸² Vedi *supra* p. 7.

¹⁸³ Così MERUSI, *Il conflitto di interessi fra tutela del risparmio e normativa comunitaria*, cit., p. 185. Sul punto, cfr. anche RESCIGNO, *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2006, p. 99 ss.; VISMARA, *La nozione del conflitto di interessi nel “sistema MiFID” (Direttiva n. 2004/39/CE e n. 2006/73/CE)*, in *Diritto comunitario e degli scambi internazionali*, 2008, p. 561 ss.; NUZZO, *Il conflitto di interessi nei contratti di investimento e gestione patrimoniale*, cit., p. 96 ss.

Tale approccio non è apparso compatibile con i principi enucleati nella dir. MiFID, la quale attribuisce agli intermediari la responsabilità di adottare specifiche misure organizzative idonee all'identificazione e alla successiva gestione delle situazioni di conflitto, mentre non prevede una disciplina eteronoma del gruppo in grado di risolvere il conflitto di interessi interno al gruppo stesso¹⁸⁴.

La dir. MiFID, infatti, cerca di predisporre una regolamentazione compiuta ed uniforme dei conflitti di interessi, che tenga in adeguata considerazione gli obiettivi di tutela degli investitori, i quali appunto risultano sempre più pregiudicati dalle situazioni in cui gli intermediari finanziari possono trovarsi ad operare nella prestazione contemporanea di più servizi di investimento¹⁸⁵. Tuttavia, il provvedimento in parola si muove su un sentiero distante da quello della legge sul risparmio¹⁸⁶: il legislatore

¹⁸⁴ In questo senso espressamente il Presidente della Consob nell'audizione di fronte alla VI Commissione del Senato, il 27 settembre 2006.

¹⁸⁵ La dottrina nota come la MiFID si muova sulle linee guida già tracciate dalla precedente, e poi abrogata, direttiva 93/22. Essa all'art. 11 prevedeva che l'impresa di investimento dovesse "sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, di provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo". Tale dizione riprende il n. 6 degli *International Conduct of Business Principles* proposti dalla IOSCO. È stato rilevato dalla dottrina come il quadro normativo introdotto dalla MiFID sia "solo all'apparenza destinato a introdurre un regime uniforme all'interno dell'Unione Europea. Infatti, questa disciplina si caratterizza per un tocco assai leggero in termini di regole per così dire *ex ante* (ossia che vincolano il comportamento dell'intermediario imponendogli ben precisi comportamenti attivi od omissivi nei rapporti con la clientela) e per un notevole affidamento nel controllo *ex post*, da parte dell'autorità di vigilanza e/o dell'autorità giudiziaria nei termini di un giudizio di onestà e correttezza dell'azione La libertà di agire dell'intermediario in conflitto è sostanzialmente assai ampia, nel senso che vi sono pochi limiti specifici al suo agire e forma solamente oggetto di un giudizio di onestà e correttezza *ex post*. Poiché è impossibile pensare che questo giudizio sia improntato a canoni uniformi (data la vaghezza del concetto di correttezza e il suo essere intimamente collegato con la cultura locale o nazionale), l'eventualità di una perdurante frammentazione del diritto vivente in materia di conflitto d'interessi dell'intermediario all'interno dell'UE si rivela assai probabile" (così ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 852 e p. 854).

¹⁸⁶ L'art. 13 prevede che gli Stati membri debbano prescrivere alle imprese di investimento di adottare e applicare disposizioni amministrative ed organizzative volte ad evitare in maniera efficace che i

comunitario, infatti, sembra propendere per l'inevitabilità dei conflitti di interessi e di conseguenza si schiera a favore di una normativa non tesa ad impedire che essi si manifestino quanto piuttosto ad evitare che si ripercuotano negativamente sugli investitori¹⁸⁷.

conflitti di interessi pregiudichino i clienti delle imprese stesse. Inoltre, l'art. 18 stabilisce che gli Stati membri debbano prescrivere alle imprese di investimento di adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interessi 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 qualsiasi servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi. Quando, poi, le disposizioni organizzative ed amministrative adottate a norma del citato articolo 13 non siano sufficienti per assicurare con ragionevole certezza che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, l'impresa di investimento informa chiaramente i clienti, prima di agire, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interessi. Peraltro, si prevede l'intervento della direttiva contenente le misure di esecuzione volte ad assicurare l'applicazione uniforme dell'art. 18. Si tratta della già citata direttiva 2006/73/CE della Commissione del 10 agosto 2006; essa introduce una "mappatura" delle situazioni di conflitto di interessi tipiche (l'art. 21 individua cinque aree sensibili), nonché delle misure che sarebbero da prendere al fine di gestire le situazioni più gravi ed evitare che si ripercuotano negativamente sul cliente (art. 22). Sul punto, v. ENRIQUES, *Dum Romae consulitur...verso una nuova disciplina comunitaria del conflitto d'interessi nei servizi di investimento*, in *Banca impresa società*, 2004, p. 448 ss.

¹⁸⁷ Ossia, mutuando il linguaggio della dottrina civilistica che abbiamo visto nel capitolo precedente, queste regole devono scongiurare l'evento per il quale la *situazione* di obiettivo conflitto produca la specifica *azione* in conflitto del cliente col *risultato* ai danni di quest'ultimo (così MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, cit., p. 946). Sul punto, v. anche SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2007, p. 121 ss. L'Autore con riferimento alle disposizioni organizzative ed amministrative parla di una "prescrizione di autoregolazione necessaria" (p. 124). Cfr. COMPORTI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, cit., p. 601, il quale sottolinea come l'obiettivo della disciplina della MiFID sia non tanto la prevenzione delle situazioni di conflitto di interessi quanto la loro gestione in un'ottica di "neutralizzazione" o "sterilizzazione" dei potenziali rischi di arrecare danno ai clienti. Cfr. altresì COSTI, *Banca universale e conflitti di interesse*, cit., pp. 123-124, il quale rileva, con riferimento alla MiFID, come "la sensazione che suscita questa disciplina del conflitto di interessi è che la stessa offra, almeno sul punto, un grado di tutela dell'interesse del cliente minore da quello oggi garantito dall'ordinamento italiano". Nello stesso senso, anche ENRIQUES, *L'intermediario*

3. *Segue: la disciplina attualmente in vigore*

In attuazione della MiFID, il legislatore italiano è intervenuto modificando il TUF mediante il d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164. Tuttavia, mentre l'art. 21, in tema di servizi di investimento, è stato sensibilmente mutato¹⁸⁸, l'art. 40 sulla gestione collettiva del risparmio non è stato toccato, ancorché la sua ampia formulazione ne abbia consentito comunque un'esplicitazione in sede regolamentare improntata ai principi contenuti della novella comunitaria¹⁸⁹.

Con riferimento alle sanzioni penali e amministrative, vanno richiamati l'art. 167 del TUF – il quale prevede che, salvo che il fatto costituisca reato più grave, chi, nella prestazione 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 euro cinquemilacentosessantacinque a euro centotremiladuecentonovantuno – e l'art. 190 – il quale stabilisce che i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione e i dipendenti di società o enti abilitati, che non osservano le disposizioni previste dall'art. 40, comma 1, ovvero le

in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento, cit., p. 854, il quale evidenzia come il quadro che ne esce segni un decisivo arretramento della tutela degli investitori.

¹⁸⁸ In particolare è stato introdotto un comma 1 *bis* a norma del quale “nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le SGR, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie: a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato; c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati”.

¹⁸⁹ ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 211.

disposizioni generali o particolari emanate dalla Banca d'Italia o dalla Consob in base al medesimo articolo, sono puniti con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro duemilacinquecento a euro duecentocinquantamila -. Si tratta chiaramente di un trattamento sanzionatorio piuttosto mite rispetto agli ingenti profitti che possono derivare dalla condotta illecita.

Occorre notare, inoltre, che il novellato art. 6 del TUF, al comma 2 *bis*, prevede che la Banca d'Italia e la Consob debbano disciplinare congiuntamente mediante regolamento, con riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché alla gestione collettiva del risparmio, gli obblighi dei soggetti abilitati in diversi ambiti, tra cui quello della gestione dei conflitti di interessi potenzialmente pregiudizievoli per i clienti. Si precisa peraltro come la competenza per l'esercizio della vigilanza in quest'ultima materia spetti alla Consob¹⁹⁰.

Conformemente al disposto di cui all'art. 6 del TUF, la collaborazione tra la Consob e la Banca d'Italia ha trovato espressione nell'emanazione di un Regolamento congiunto, del 29 ottobre 2007 (di seguito, Regolamento Congiunto), diretto a definire i rapporti delle stesse con il mercato e con gli intermediari, che ha il pregio di evitare inutili duplicazioni di controlli ed oneri a carico di questi ultimi. Accanto al Regolamento

¹⁹⁰ Il comma 2 *bis* dell'art. 6 prevede che la Banca d'Italia e la Consob disciplinano congiuntamente mediante regolamento, con riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché alla gestione collettiva del risparmio, gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di: a) requisiti generali di organizzazione; b) continuità dell'attività; c) organizzazione amministrativa e contabile, compresa l'istituzione della funzione di cui alla lettera e); d) procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento e delle attività di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio; e) controllo della conformità alle norme; f) gestione del rischio dell'impresa; g) audit interno; h) responsabilità dell'alta dirigenza; i) trattamento dei reclami; j) operazioni personali; k) esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o attività; l) gestione dei conflitti di interesse, potenzialmente pregiudizievoli per i clienti; m) conservazione delle registrazioni; n) procedure anche di controllo interno, per la percezione o corresponsione di incentivi. In generale, per come nel settore dei mercati finanziari il processo di delegificazione (ossia di rinvio alla normativa secondaria) risulti particolarmente accentuato, v. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, cit., p. 352.

Congiunto, inoltre, le Autorità di controllo hanno stipulato un Protocollo di intesa che, nel rispetto del criterio della prevalenza delle funzioni e sulla base di un approccio per finalità, definisce tutti i rispettivi compiti delle Autorità e lo scambio di informazioni tra esse, nonché le relative modalità di svolgimento della vigilanza, alla luce di una rinnovata *parterre* di principi operativi¹⁹¹.

Con specifico riferimento alla disciplina del conflitto di interessi, l'art. 37 del menzionato Regolamento Congiunto, nel dettare i principi generali sull'argomento, stabilisce che i conflitti di interessi che potrebbero sorgere tra le SGR e gli OICR e i partecipanti agli stessi, tra i clienti di tali società e gli OICR o tra i diversi OICR gestiti sono: a) identificati; b) gestiti tramite idonee misure organizzative in modo da evitare che il patrimonio degli OICR sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti, o che, in ogni caso, tali conflitti rechino pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi. La disposizione in parola prosegue prevedendo che, allorché le misure così adottate non risultino sufficienti ad escludere il rischio che il conflitto di interessi rechi pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi, tale circostanza deve essere sottoposta agli organi aziendali competenti ai fini dell'adozione delle deliberazioni necessarie per assicurare comunque l'equo trattamento degli OICR e dei partecipanti agli stessi.

Inoltre, l'articolo 38 contiene un elenco delle situazioni di conflitto di interessi potenzialmente pregiudizievoli per gli OICR¹⁹², mentre l'art. 39 individua più nel

¹⁹¹ Il novellato art. 5 del TUF riconosce come obiettivi della vigilanza sulle attività dei soggetti abilitati: a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria. Prevede inoltre che per il perseguimento degli obiettivi in questione, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, mentre la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti.

¹⁹² La disposizione in parola, nello specifico, prevede che le SGR considerano, tra le circostanze tali da far sorgere un conflitto di interessi, le situazioni che danno origine a un conflitto tra: a) gli interessi della società, anche derivanti da rapporti di gruppo e dalla prestazione congiunta di più servizi, di uno o più clienti e i doveri della società nei confronti degli OICR; b) gli interessi di due o più OICR in

dettaglio le modalità attraverso le quali i conflitti in questione devono essere gestiti¹⁹³. Infine, l'art. 40 impone alle SGR di istituire ed aggiornare periodicamente un registro nel

gestione. Nel considerare le situazioni di conflitto di interessi, si stabilisce che le SGR valutano, almeno, se la società, un soggetto rilevante, una persona avente un legame di controllo diretto o indiretto con la società, o uno o più clienti: a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a spese dell'OICR; b) abbiano, nel risultato del servizio di gestione collettiva o dell'operazione disposta per conto dell'OICR, un interesse distinto da quello dell'OICR; c) abbiano un'utilità finanziaria o di altra natura a privilegiare gli interessi di clienti o di altri OICR rispetto a quelli dell'OICR interessato; d) ricevano o possano ricevere, da soggetti diversi dagli investitori, incentivi in connessione alla prestazione del servizio di gestione collettiva, sotto forma di denaro, beni o servizi, diversi e ulteriori rispetto ai compensi normalmente percepiti per il servizio. Su tali previsioni, ci si soffermeremo ampiamente nel prosieguo (cap. IV).

¹⁹³ L'articolo 39 stabilisce che le SGR formulano per iscritto, applicano e mantengono un'efficace politica di gestione dei conflitti di interessi in linea con il principio di proporzionalità. Tale politica tiene altresì conto delle circostanze, di cui le società sono o dovrebbero essere a conoscenza, connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al proprio gruppo. La politica di gestione dei conflitti di interessi, anche al fine di assicurare l'equo trattamento degli OICR gestiti, deve: a) consentire di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interessi tale da ledere in modo significativo gli interessi di uno o più OICR; b) definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti. Le procedure e le misure in questione garantiscono che i soggetti rilevanti impegnati in diverse attività che implicano un conflitto di interessi tale da ledere in modo significativo gli interessi di uno o più OICR, svolgano tali attività con un grado di indipendenza adeguato alle dimensioni e alle attività della società e del gruppo cui essa appartiene e all'entità del rischio che gli interessi dell'OICR siano danneggiati. Al fine di garantire il grado di indipendenza previsto, le SGR adottano, laddove appropriato, misure e procedure volte a: a) impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportino un rischio di conflitto di interessi, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più OICR; b) garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni implicano lo svolgimento di attività o la prestazione di servizi per conto di OICR da cui possono originare situazioni di potenziale conflitto di interessi con gli OICR, o che siano portatori, a titolo personale o di terzi, inclusa la società, di interessi in conflitto con gli OICR; c) eliminare ogni connessione diretta tra le retribuzioni o i ricavi dei soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente attività da cui possono originare situazioni di conflitto di interessi; d) impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sul modo in cui un soggetto rilevante svolge il servizio di gestione collettiva; e) impedire o controllare

quale devono essere riportate le situazioni per le quali sia sorto, o possa sorgere, un conflitto potenzialmente idoneo a ledere gravemente gli interessi degli OICR gestiti.

Essendo dunque confluita nel Regolamento Congiunto, la materia dei conflitti di interessi non è più affrontata dal nuovo Regolamento Intermediari¹⁹⁴, il quale all'art. 65 si limita ad enunciare alcune prescrizioni di carattere generale, tra le quali si segnala quella secondo cui nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, le società di gestione: i) operano con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti agli OICR e dell'integrità dei mercati; ii) assicurano che l'attività di gestione sia svolta in modo indipendente, in conformità agli obiettivi, alla politica di investimento e ai rischi specifici dell'OICR, come indicati nel prospetto informativo ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR; iii) si astengono da comportamenti che possano avvantaggiare un patrimonio gestito a danno di un altro o di un cliente.

Va sottolineato, infine, che rimane tuttora in vigore l'art. 12, comma 3, del D.M. del Tesoro 24 maggio 1999, n. 228, recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento, il quale identifica alcune ipotesi tipiche di operazioni in conflitto di interessi, nelle quali l'esistenza di un conflitto è presunta *ex lege*. Su questa norma ci soffermeremo ampiamente nel prosieguo, pertanto basti per adesso rilevare che, a mente della citata disposizione, il patrimonio del fondo non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi

la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante al servizio di gestione collettiva e agli altri servizi o attività svolti dalla società, quando tale partecipazione possa nuocere alla corretta gestione dei conflitti di interessi. Inoltre, nel caso in cui le misure e le procedure descritte non assicurino l'indipendenza dei soggetti rilevanti, le SGR adottano tutte le misure e procedure alternative o aggiuntive necessarie e appropriate a tal fine. Si prevede, infine, che le SGR forniscano agli investitori una descrizione, eventualmente in forma sintetica, della politica di gestione delle situazioni di conflitto di interessi adottata.

¹⁹⁴ Trattasi, come detto, del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 (di seguito, Reg. Consob 16190/2007). Vedi *supra*, nota 15.

soggetti. Il patrimonio del fondo, inoltre, non può essere investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3 per cento del valore del fondo (tale ultima disposizione è stata aggiunta dal D.M. 31 gennaio 2003, n. 47¹⁹⁵)¹⁹⁶.

Questo dunque il quadro normativo ad oggi vigente a livello nazionale in materia di conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio. Si rileva, peraltro, che ulteriori previsioni, volte ad evitare l'insorgenza di situazioni di conflitto di interessi sono

¹⁹⁵ Per una disamina della modifiche che il D.M. 31 gennaio 2003, n. 47 ha apportato al D.M. 24 maggio 1999, n. 228, v. COLAVOLPE, *Fondi comuni di investimento: le recenti modifiche al D.M. 24 maggio 1999, n. 228*, in *Le Società*, 2003, p. 1028.

¹⁹⁶ Per un commento del D.M. in parola, v. la Circolare Assogestioni 5 agosto 1999, n. 2148/99/C, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, cit., p. 25 ss. Inoltre, si veda il regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, in materia di gestione collettiva del risparmio, il quale identifica alcune altre ipotesi tipiche di operazioni in conflitto di interessi. Il provvedimento in parola, infatti, prevede che nella gestione degli OICR non è consentito investire in strumenti finanziari emessi dalla SGR che ha istituito o che gestisce il fondo, né investire in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR o della SICAV, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti. Il patrimonio del fondo non può essere altresì investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3 per cento del valore del fondo. Tali divieti non trovano applicazione con riferimento alle operazioni in titoli quotati e strumenti finanziari derivati. Peraltro, si prevede che per ciascuna operazione di collocamento di strumenti finanziari operata da società del gruppo di appartenenza della SGR, quest'ultima non può acquistare, in fase di collocamento, strumenti finanziari in misura complessivamente superiore al 25 per cento dell'ammontare dell'impegno di collocamento assunto da ciascuna società in questione. Infine, con disposizione non più vigente in quanto coinvolta nell'abrogazione del Capitolo III del Titolo IV del Regolamento operata dal Regolamento Congiunto, si stabiliva che l'organo amministrativo, responsabile della gestione aziendale, dovesse determinare degli obiettivi e le strategie aziendali nonché le politiche di investimento dei fondi e dei patrimoni in gestione (*ivi inclusi i limiti e le procedure previsti per minimizzare i rischi delle situazioni di conflitto di interessi*) e verificarne periodicamente la corretta attuazione.

contenute nel Codice Deontologico^{197 198} e nel Protocollo di Autonomia¹⁹⁹ delle Società di Gestione del Risparmio²⁰⁰.

¹⁹⁷ Per come in generale l'etica degli affari possa oggi rappresentare un importante strumento di autoregolamentazione, si rimanda all'interessante riflessione di VISENTINI, *Etica e affari*, cit., in particolare p. 13 ss.

¹⁹⁸ Si riportano qui di seguito gli articoli più significativi del Codice Deontologico. ART. 2 (Tutela del cliente): Finalità prioritaria delle società di gestione nell'espletamento del mandato di gestione è la tutela dell'interesse dell'investitore. Esse pertanto svolgono l'attività di gestione di patrimoni con correttezza e professionalità, avendo sempre come obiettivo la salvaguardia degli interessi dei clienti. ART. 3 (Indipendenza): Le società di gestione mantengono nell'attività di gestione un'assoluta indipendenza dalla società controllante e dalle altre società del gruppo o in ogni modo collegate. ART. 4 (Correttezza): Le società di gestione improntano la propria attività alla massima correttezza nei confronti del mercato e dei concorrenti. ART. 5 (Attività di gestione): Le società di gestione non devono effettuare operazioni che abbiano come fine l'incremento delle performance di uno o più organismi di investimento collettivo in valori mobiliari o di uno o più clienti in gestione individuale a danno di altri organismi o clienti in gestione individuale. ART. 6 (Presidii di indipendenza): Le società di gestione devono adottare, con delibera del consiglio di amministrazione, un regolamento interno relativo alle operazioni personali di investimento dei soggetti preposti all'attività di gestione, controllarne l'applicazione e sanzionarne le eventuali violazioni. Il regolamento interno, al fine di prevenire l'insorgere di conflitti di interesse, deve contenere regole di comportamento atte ad assicurare l'indipendenza della gestione e la riservatezza delle scelte gestionali e prevenire l'utilizzazione di informazioni privilegiate anche a fini personali.

¹⁹⁹ Nel Protocollo di autonomia si prevede che i titolari di deleghe di gestione nella SGR non possono contemporaneamente essere titolari di deleghe operative in altre società del gruppo che svolgano in favore dei patrimoni gestiti le attività di negoziazione, collocamento, ricezione e trasmissione di ordini, ovvero che svolgano i servizi accessori (di cui all'art. 1, comma 6, lettera e) del TUF). Inoltre, viene stabilito che i titolari di deleghe di gestione nella SGR non possono far parte del consiglio di amministrazione delle società i cui titoli siano presenti nei patrimoni in gestione, salvo che tali patrimoni siano rappresentati da OICR di tipo chiuso. Peraltro, la SGR assicura la presenza, nel proprio consiglio di amministrazione, di un numero sufficiente di consiglieri indipendenti, i quali, fra i vari compiti, hanno quello di individuare, al fine di sottoporle all'esame del consiglio di amministrazione, situazioni di potenziale conflitto con l'interesse dei partecipanti, ed esprimono il loro motivato parere in occasione delle deliberazioni del consiglio in potenziale o attuale conflitto con l'interesse dei partecipanti.

Procederemo all'analisi critica delle disposizioni qui appena citate nel terzo e nel quarto capitolo del presente lavoro. In termini generali, può osservarsi fin d'ora come il legislatore abbia optato per una soluzione articolata su un doppio binario: da un lato, si collocano le norme che introducono prescrizioni relative agli aspetti organizzativi degli operatori, dall'altro quelle che impongono a questi regole di condotta nell'interazione con gli investitori. Di conseguenza può dirsi che alcune disposizioni intervengono sulla *governance* delle società di gestione del risparmio, mentre altre incidono sui rapporti tra le società di gestione del risparmio ed i sottoscrittori delle quote dei fondi da queste gestiti: il piano del rapporto contrattuale risulta pertanto integrato con quello dell'organizzazione di impresa²⁰¹.

4. Gli standard di *best practice*: i principi IOSCO

Prima di addentrarsi nella disamina approfondita del disposizioni (legislative e regolamentari) vigenti nell'ordinamento italiano, è opportuno fare un breve cenno alla prospettiva internazionale. In tal senso, occorre preliminarmente evidenziare come la globalizzazione e l'interdipendenza delle economie rendano più complesse le dinamiche delle relazioni fra Stati, da un lato, e favoriscano l'interesse di questi ad una convergenza normativa nel settore finanziario, dall'altro²⁰².

²⁰⁰ Tuttavia, si noti che i codici di *best practice* non producono effetti vincolanti, ma costituiscono soltanto un modello di riferimento, che le società possono comunque adattare alle proprie esigenze. Le SGR non sono tenute all'adozione del codice, ma solo a dare informazioni circa l'adesione stessa, dando eventualmente conto delle divergenze. Per come l'autoregolazione, quale diritto a formazione spontanea, sia destinato a svolgere un ruolo sempre più determinante nell'ordinamento finanziario, v. CAPRIGLIONE, *Diritto delle Banche degli Intermediari Finanziari e dei Mercati*, Bari, 2003, p. 56 ss.

²⁰¹ Sul punto, v. INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, p. 113 ss.

²⁰² Si rimanda sull'argomento al contributo di BESSONE, *Mercato mobiliare e tutela degli investitori*, in *Economia e diritto del terziario*, 2005, p. 417 ss. L'Autore parla di una "*financial industry* ormai operante in posizione di assoluta indifferenza ai confini geografici di territorio finanziario" e provvede

All'interno del dibattito fra armonizzazione e concorrenza degli ordinamenti, un posto di rilievo occupano gli standard internazionali, che rappresentano una risposta degli Stati alle esternalità negative derivanti dai recenti sviluppi del sistema finanziario mondiale, nonché un utile strumento per la creazione di una certa corrispondenza tra i modelli economico-giuridici dei diversi Paesi²⁰³.

Si tratta di forme di cooperazione nuove e più flessibili se confrontate con le tradizionali modalità di interazione del diritto internazionale classico, che sfociano in una produzione normativa più duttile, di tipo “soft”, e costituiscono una valida alternativa ai trattati internazionali. Infatti, da siffatte iniziative di collaborazione scaturiscono delle regole minimali sulle quali si registra un ampio consenso a livello mondiale; esse,

ad una veloce ma interessante disamina dei diversi diritti europei dei mercati mobiliari. V. anche TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 8 ss.

²⁰³ Gli standard internazionali sono formalmente riconducibili alla categoria delle regole di c.d. *soft law*, trattandosi di fonti internazionali prive di forza vincolante e che perciò non rientrano nei canali istituzionali di produzione giuridica tipici del giuspositivismo. Dunque, gli standard internazionali sono atti che presentano un intento normativo, giacché sono volti ad incidere sulla condotta dei destinatari, la cui adozione tuttavia avviene su base meramente volontaria. Si tratta di raccomandazioni non vincolanti che comunque vengono ascritte al fenomeno giuridico in forza dell'effetto conformativo che di fatto le stesse presentano. Nell'introduzione ai *Principles of Corporate Governance* elaborati all'interno dell'OCSE (Organizzazione Internazionale per la Cooperazione Economica), l'efficacia degli standard internazionali è individuata 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. (...) This work will not eradicate criminal activity, but such activity will be made more difficult as rules and regulations are adopted in accordance with the Principles. Importantly, our efforts will also help develop a culture of values for professional and ethical behaviour on which well functioning markets depend. (...) 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*”. Cfr. PASTORE, *Soft law, gradi di normatività, teoria delle fonti*, in *Lav. e dir.*, XVII, n. 1, 2003, p. 5; PANEBIANCO, *Il G-7 e il soft law istituzionale*, in *Studi in onore di Francesco Capotorti*, Milano, 1999, p. 354.

pertanto, fioriscono numerose nel sistema finanziario, sul presupposto, appunto, che mercati globali richiedano vigilanze e gestioni dei rischi altrettanto globali²⁰⁴.

Gli standard di *best practice* più rilevanti per il sistema finanziario sono senz'altro gli *Objectives and Principles of Securities Regulation* emessi dallo IOSCO nel 1998 ed approvati nuovamente nel 2003 e poi nel 2010²⁰⁵. Come già accennato, lo IOSCO è l'*International Organisation of Securities Commissions*, un'associazione internazionale che riunisce le autorità di vigilanza sui mercati mobiliari di oltre cento Paesi²⁰⁶.

Le problematiche attinenti la regolamentazione dei mercati finanziari sono, di fatto, principalmente affrontate all'interno del *Technical Committee*, organo a composizione

²⁰⁴ V. LEMMA, *Soft law e regolazione finanziaria*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2006, II, p. 600 ss.; DI ALTI, *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.

²⁰⁵ Si noti che il Preambolo dello Statuto (By-Laws) dello IOSCO, richiamato nella premessa dei Principi, recita quanto segue: " *Securities authorities resolve to cooperate together to ensure a better regulation of the markets, on the domestic as well as on the international level, in order to maintain just, efficient and sound markets: to exchange information on their respective experiences in order to promote the development of domestic markets; to unite their efforts to establish standards and an effective surveillance of international securities transactions; to provide mutual assistance to ensure the integrity of the markets by a vigorous application of the standards and by effective enforcement against offences*". Peraltro, sempre nella premessa ai Principi IOSCO si legge che "*IOSCO recognizes that sound domestic markets are necessary to the strength of a developed domestic economy and that domestic securities markets are increasingly being integrated into a global market*".

²⁰⁶ I lavori considerati di particolare importanza, fra cui gli standard internazionali, rappresentano di solito il prodotto di uno scambio tra paesi con mercati più evoluti e quelli con economie ancora emergenti, rappresentate in un altro comitato, l'*Emerging Market Committee*. Peraltro, gli standard in parola sono generalmente esaminati ed approvati dall'assemblea plenaria dell'associazione, il Comitato dei Presidenti, presso cui tutte le autorità associate hanno diritto di voto, conferendo dunque agli standard così concordati, data l'ampia rappresentatività dell'organo, notevole autorevolezza. Cfr. SOMMER, *IOSCO: its mission and achievement*, cit., p. 15; BIANCHERI, *Obiettivi e norme di regolamentazione dei titoli*, in *Banca Impresa Società*, 1999, p. 161; COLANTUONI, *La Consob nella rete europea e sovranazionale dei poteri pubblici*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 1999, p. 269 ss.

ristretta che raggruppa diciotto autorità di vigilanza di paesi con sistemi maggiormente sviluppati, tra le quali l'Italia.

Nei Principi IOSCO vengono posti gli obiettivi ed i criteri fondamentali cui deve uniformarsi la regolamentazione e l'attività di vigilanza sui mercati mobiliari. Lo standard detta un insieme di disposizioni, articolate in 38 principi, che hanno il fine di favorire tre obiettivi preminenti, i quali risultano in naturale collegamento fra loro: la correttezza, l'efficienza e la trasparenza dei mercati²⁰⁷, la tutela degli investitori²⁰⁸ e la riduzione dei rischi sistemi²⁰⁹.

I suddetti principi sono organizzati in nove categorie, rispettivamente relative all'apparato regolamentare per la vigilanza sui mercati finanziari, ai codici di autodisciplina, all'*enforcement*, alla cooperazione interna ed internazionale tra le autorità competenti, agli emittenti valori mobiliari, all'*audit* e alle agenzie di *credit rating*, alla gestione collettiva del risparmio, agli intermediari del mercato mobiliare ed al mercato secondario dei valori mobiliari.

Con riferimento alla gestione collettiva del risparmio, i principi dettati mirano a garantire una legislazione appropriata che possa realizzare la suddetta tutela degli

²⁰⁷ La correttezza, la trasparenza e l'efficienza dei mercati sono obiettivi tutti strettamente correlati alla tutela degli investitori. L'apparato regolamentare dovrebbe scongiurare le condotte scorrette degli operatori, promuovere l'efficienza del mercato ed il massimo livello di trasparenza. Cfr. FI. CAVAZZUTI, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, 2004, p. 419 ss.

²⁰⁸ A questo proposito, si noti che, come ampiamente evidenziato sia nell'introduzione sia nel capitolo primo, la piena informazione degli investitori viene considerato lo strumento principale per garantire la di questi tutela, giacché l'informazione consente di valutare in maniera appropriata i rischi ed i benefici degli investimenti effettuati. Si veda GUERNELLI, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. Comm.*, 2009, I, p. 360 ss.

²⁰⁹ Ovviamente, le autorità di vigilanza, benché non possano evitare il fallimento degli operatori abilitati, comunque devono adoperarsi affinché sia ridotto e il rischio di fallimento e l'eventuale impatto di questo sul mercato.

investitori mediante la creazione di un mercato “fair” o corretto²¹⁰. Si sottolinea come agli investitori debba essere assicurato che i gestori operino nel loro migliore interesse e che gli organismi di investimento collettivo del risparmio presentino una veste giuridica tale per cui venga garantita la separazione patrimoniale e la protezione dei beni dei clienti. Inoltre, si pone un particolare accento sull’esigenza di predisporre un sistema regolamentare che assicuri la piena trasparenza, al fine di fornire agli investitori tutte le informazioni necessarie per consentire loro un agire informato.

La regola generale sul conflitto di interessi, valida con riferimento ad ogni tipo di intermediario finanziario, è dettata nel commento al Principio n. 23 degli IOSCO *Objectives and Principles of Securities Regulation* del 2003 (ora confluito nel Principio n. 31), ove si legge che “*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*”.

E, dunque, è possibile rinvenire due categorie di obblighi che lo IOSCO caldeggia vengano prescritti agli operatori dalle autorità nazionali: il dovere di adoperarsi al fine di scongiurare l’insorgenza del conflitto (in tal senso, la raccomandazione non segnala incompatibilità e/o divieti particolari, ma rimette all’operatore – che ovviamente opera sotto la vigilanza dell’autorità di settore – la decisione in merito alle modalità più idonee attraverso cui conformarsi a questo obbligo); e, laddove vi sia la possibilità che il conflitto

²¹⁰ Si tratta di cinque principi. Principio N. 24: *The regulatory system should set standards for the eligibility, governance, organization and operational conduct of those who wish to market or operate a collective investment scheme.* Principio N. 25: *The regulatory system should provide for rules governing the legal form and structure of collective investment schemes and the segregation and protection of client assets.* Principio N. 26: *Regulation should require disclosure, as set forth under the principles for issuers, which is necessary to evaluate the suitability of a collective investment scheme for a particular investor and the value of the investor’s interest in the scheme.* Principio N. 27: *Regulation should ensure that there is a proper and disclosed basis for asset valuation and the pricing and the redemption of units in a collective investment scheme.* Principio N. 28: *Regulation should ensure that hedge funds and/or hedge funds managers/advisers are subject to appropriate oversight.*

insorga, il dovere di garantire il corretto trattamento (*fair treatment*) di tutti i clienti mediante un'adeguata informazione, procedimenti interni di riservatezza ovvero, qualora il conflitto non possa essere evitato, rinunciando a compiere l'atto²¹¹.

In ogni caso, l'operatore non deve privilegiare i propri interessi rispetto a quelli dei propri clienti, costituendo questa la regola principale del "*fair treatment*" derivante dagli ordinamenti anglo-americani, ove appunto esso viene utilizzato quale criterio per appurare la legittimità delle azioni dell'operatore in situazioni di conflitto, nonché, al contempo, quale strumento che consente di concedere a questi un margine di discrezionalità nella scelta dei mezzi volti a scongiurare, in situazioni di conflitto, il prodursi di effetti negativi²¹².

Con specifico riferimento alla gestione collettiva del risparmio, inoltre, lo IOSCO ammette che in tale ambito la problematica del conflitto si atteggia in maniera estremamente critica, a causa della totale separazione tra proprietà e controllo e della amplissima discrezionalità del gestore; l'investitore, infatti, non ha alcun diritto di influire sulle scelte di investimento, diversamente da quanto avviene in altri servizi. La

²¹¹ Ad ogni modo, il Principio IOSCO N. 23 è stato oggetto di ulteriore specificazione nel Rapporto del Comitato Tecnico dello IOSCO del marzo 2006 "*Compliance Function at Market Intermediaries*", in cui viene riconosciuta alla funzione di *compliance* un ruolo centrale nella prevenzione degli abusi derivanti dallo sfruttamento dei conflitti di interesse. In questo Report si legge che "*Although IOSCO acknowledges that the internal organization of a market intermediary will vary according to its size, the nature of its business and the risks it undertakes, the market intermediary should still have a compliance function. Specifically, IOSCO notes that a market intermediary's compliance with securities regulatory requirements and internal policies and operating procedures and controls should be monitored by a separate compliance function*".

²¹² Il modello del *fair treatment* abbandona il rigido approccio improntato alla regola del *disclose or abstain* precedentemente vigente, in favore di una regolamentazione degli operatori incentrata su una combinazione di doveri procedurali e comportamentali. V. WEISS, *A Review of the Historic Foundations of Broker-dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, in 23 *J. Corp. L.*, 1997, p. 65.

delicatezza della questione è infatti corroborata dal fatto che essa viene a costituire oggetto di molteplici approfondimenti dello IOSCO²¹³.

Rimanendo nell'ambito dei Principi IOSCO, anche qui ritroviamo sia norme di organizzazione sia di relazione²¹⁴. Sotto il primo profilo, si prevede la necessaria presenza di un organo interno di supervisione con lo scopo di promuovere l'adozione di elevati standard di competenze, correttezza e "fair dealing". Sotto il secondo profilo, viene stabilito che la legislazione debba riuscire a minimizzare il rischio di insorgenza dei conflitti di interessi tra gli investitori ed i gestori, nonché a garantire un'opportuna *disclosure* dei conflitti che dovessero insorgere. Inoltre, si decreta che i gestori non debbano trarre beneficio da situazioni di conflitto a danno degli investitori. Infine, si prevede che vengano imposte regole specifiche in tema di *best execution*, adeguatezza delle operazioni e tempestiva allocazione delle transazioni, commissioni e remunerazione, operazioni con parti correlate e accordi di collocamento.

Va osservato tuttavia come la questione dei conflitti nella materia delle gestioni collettive venga trattata con particolare cura anche in altri documenti emanati dallo

²¹³ Cfr. i rapporti del Comitato Tecnico, "Conflicts of interest of CIS Operators", 2000; "Final Report on Elements on International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds", Novembre 2004; "Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS", Ottobre 2005; "Examination of Governance for Collective Investment Schemes", Giugno 2006; "Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios", Marzo 2007.

²¹⁴ Il paragrafo 11.4 recita quanto segue: "The operation of a 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". Inoltre, con riferimento ai "Principles for Regulation of Collective Investment Scheme", emessi dallo IOSCO nel 1994, si noti che il Principio 6 esorta affinché gli ordinamenti nazionali prendano atto del fatto che chi opera una gestione collettiva può essere portatore di interessi che, se esercitati in assenza di vincoli, potrebbero configgere in modo significativo con gli interessi degli investitori. Trattasi di rischio che le autorità di vigilanza debbono contrastare attraverso l'introduzione di opportuni presidi giuridici.

IOSCO. A questo riguardo, è innanzi tutto opportuno fare riferimento ad una relazione divulgata nel 2000 dal Comitato Tecnico, “*Conflicts of Interests of Collective Investment Schemes Operators*”, ove si fa un resoconto delle situazioni che possono originare il fenomeno del conflitto e si individuano le soluzioni normative più frequenti a livello internazionale²¹⁵.

Il documento in parola, che risulta - ai nostri fini - di grande interesse, contiene altresì una lista indicativa di rimedi normativi comunemente utilizzati, anche in combinazione tra di loro, allo scopo di regolare il conflitto di interessi. Nel dettaglio, 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; (iii) il divieto di operazioni che darebbero origine ad un conflitto; (iv) la revisione o l’approvazione delle operazioni in conflitto da parte dell’autorità di vigilanza o di un terzo indipendente; (v) l’imposizione di obblighi di informazione nei confronti degli investitori e/o dell’autorità di vigilanza; (vi) la previsione procedure e standard di carattere dettagliato finalizzate alla gestione dei conflitti; (vii) l’imposizione di specifici divieti relativi a particolari operazioni; (viii) l’adozione di specifici codici di condotta; (ix) l’introduzione di poteri di vigilanza e sanzionatori in favore dell’autorità di settore.

Peraltro, dopo gli scandali del 2003, che riguardarono anche attività fraudolente di fondi comuni statunitensi condotte in conflitto di interessi, il Comitato Tecnico dello IOSCO ha emesso nell’ottobre 2005 una *Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*, diretta a impedire il compimento di operazioni illecite quali il *market timing* ed il *late trading*²¹⁶.

Anche 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, nel *Report on Fees and Expenses of Investment Funds* del

²¹⁵ Tutti i documenti citati sono disponibili sul sito internet www.iosco.org.

²¹⁶ Lo IOSCO raccomanda che i conflitti siano gestiti e che gli investitori siano resi edotti delle misure e delle politiche interne a questo fine adottate. Lo standard indica inoltre in via esemplificativa possibili procedure volte a monitorare e prevenire le suddette pratiche, e peraltro raccomanda l’istituzione di un’apposita funzione di *compliance*. Il documento è disponibile su www.iosco.org.

2004 si stabilisce 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'investitore²¹⁷.

Ancora, il Report del Comitato Tecnico dal titolo *Examination of Governance for CIS, Final Report of the Technical Committee, Part I*, del giugno 2006 esamina il conflitto nelle gestioni collettive, articolando generali principi di *governance* applicabili agli organismi di investimento collettivo con l'obiettivo di dare una serie di suggerimenti affinché venga garantito un controllo indipendente sulle gestioni, il perseguimento del miglior interesse degli investitori ed un uso più efficiente delle risorse²¹⁸.

Inoltre, l'interesse dello IOSCO per la regolamentazione delle gestioni collettive di *hedge funds* ha condotto alla pubblicazione di un Report, *Principles for the Valuation of the Hedge Fund Portfolios*, della fine del 2007, nel quale si forniscono nove raccomandazioni indirizzate a favorire l'indipendenza e la trasparenza nel calcolo del valore del portafoglio di investimenti dei fondi speculativi e ad attenuare i conflitti di interesse a beneficio degli investitori²¹⁹.

²¹⁷ Lo IOSCO raccomanda che vengano sempre minimizzati i rischi del conflitto mediante l'utilizzo di opportune limitazioni, presidi di *disclosure* e *best execution* e che, in ogni caso, ogni relativo beneficio sia allocato esclusivamente sul fondo e non sul gestore.

²¹⁸ Si raccomanda che l'indipendenza della gestione collettiva sia garantita mediante l'interposizione di una parte terza. È stata ulteriormente emanata una parte II del Report in cui si indicano in termini più dettagliati i criteri e i requisiti per accreditare l'indipendenza del terzo. Il documento è disponibile su www.iosco.org.

²¹⁹ I principi, corredati da commenti esplicativi, 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*

Da ultimo, il Comitato Tecnico dello IOSCO ha pubblicato nel novembre del 2009 un documento di consultazione relativo al conflitto di interessi nel private equity e quindi nel settore dei fondi comuni di investimento mobiliare di tipo chiuso²²⁰. Il Report propone una serie di regole dirette a mitigare il rischio del conflitto di interessi nei gestori dei fondi di private equity, nonché a limitare i pericoli connessi alla possibilità che i suddetti conflitti si ripercuotano negativamente sugli investitori e sull'efficienza del mercato²²¹.

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 su www.iosco.org.

²²⁰ La centralità e particolare rilevanza del tema era già stata segnalata in un Report pubblicato nel giugno del 2008, il *Report on Private Equity – Final Report*. Il presidente del Comitato Tecnico, Kathleen Casey ha rilevato come *"The manner in which private equity firms are structured has the potential to create conflicts of interest for their fund managers which, if not adequately addressed, have the potential to disadvantage investors. The development of these principles demonstrates our commitment to ensuring that investors of all types receive adequate protection and market remain fair, efficient and transparent"*. Il documento è disponibile su www.iosco.org.

²²¹ Come noto, l'attività di private equity consiste nell'investimento nel capitale di rischio di un'impresa non quotata da parte di un operatore specializzato, il quale intende finanziare la società mediante l'ingresso nel capitale e successivamente disinvestire la propria partecipazione quando questa, in un secondo momento, avrà sensibilmente incrementato il proprio valore di mercato. Pertanto, le operazioni di private equity comportano la partecipazione al rischio di impresa, per un arco temporale di medio-lungo periodo, da parte di un investitore istituzionale in aziende che presentano interessanti potenzialità di crescita. L'obiettivo dell'investitore è quello di agire come partner finanziario della società e quindi realizzare un *capital gain* in sede di disinvestimento. Ciò avviene mediante cessione delle azioni, allo stesso imprenditore oppure a terzi, ovvero vendita di queste sul mercato borsistico nell'ambito di un'offerta al pubblico collegata al processo di prima quotazione (c.d. *IPO, Initial Public Offering*). In linea generale, possiamo affermare che l'operatore di private equity veicola capitali alla ricerca di opportunità di rendimento elevate verso imprese che mostrano significative opportunità di sviluppo. A queste aspettative di elevati ritorni si collegano elevati livelli di rischio giacché, ove il progetto fallisca, l'investitore, il quale si è accollato parte del

Questo documento di consultazione risulta di particolare interesse ai nostri fini poiché esso esamina i rischi di conflitto di interessi ad ogni stadio del ciclo di vita aziendale di un fondo di private equity, gestito da una “*multi-fund and multi-strategy firm*” e, pertanto, individua i possibili e più comuni metodi per attenuare l’incidenza dei suddetti conflitti di interessi, mediante dei principi che sono pensati per essere applicati a tutti i gestori di fondi di private equity, a prescindere dalle dimensioni, dalla struttura e dalla concreta operatività degli stessi.

Si prescrive, quindi, come principio generale, che le società di gestione debbano gestire i conflitti di interessi in modo da perseguire il miglior interesse dei fondi e quindi degli investitori dei fondi stessi. In particolare, dunque, la società di gestione deve prevedere ed implementare delle politiche e delle procedure scritte in modo da individuare, controllare e attenuare le situazioni di conflitto di interessi, e tali politiche e

rischio di impresa al pari di ogni altro azionista, dovrà sostenere la perdita di valore della propria partecipazione, fino al suo totale azzeramento. È importante notare, comunque, come l’attività di investimento nel capitale di rischio, soprattutto in un sistema industriale quale quello italiano, caratterizzato da storici problemi di sottocapitalizzazione delle imprese, contribuisca notevolmente allo sviluppo dell’economia nel suo complesso, selezionando imprese a rapido tasso di crescita e fornendo loro il capitale necessario per svilupparsi. Inoltre, l’ingresso dei fondi di private equity nel capitale delle imprese comporta spesso risvolti positivi anche sotto il profilo della *governance* di queste (sul punto, v. CASELLI, *Gli attori nel mercato italiano del private equity. Cenni sulla regolazione dei modelli organizzativi*, in *Economia e diritto del terziario*, 2008, p. 587 ss.; DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2008, I, p. 205 ss.; PARINI, PROFUMO, *Private equity: verso un nuovo modello di governance per le imprese?*, in *Economia e diritto del terziario*, 2007, p. 701 ss.; SZEGO, *Finanziare l’innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2005, I, p. 821 ss.; BEI, *Nuovo diritto societario e “private equity”*: spunti di riflessione alla luce della riforma, in *Le Società*, 2004, p. 1071 ss.). Per quanto concerne l’impatto dell’attività dei fondi chiusi di private equity in Italia, basti qui rilevare come a partire dal 2000, anno in cui sono state concluse 66 operazioni, il mercato abbia registrato una crescita media annua continua superiore all’8%. Alla data del 30 giugno 2008, il portafoglio di mercato di proprietà dei fondi di private equity attivi in Italia è risultato pari a 460 imprese distribuite tra 146 operatori. V. Rapporto *Private Equity Monitor 2008*, disponibile su www.privateequitymonitor.it.

procedure devono essere consultabili dagli investitori sia nel momento in cui inizia il rapporto con la società di gestione sia durante il rapporto stesso. Inoltre, esse debbono essere periodicamente riviste al fine di assicurarne la perdurante adeguatezza.

Peraltro, oltre a dover essere scelte le più efficaci tecniche di attenuazione dei conflitti di interessi, deve essere garantito il massimo livello di trasparenza con gli investitori, mediante la predisposizione di un procedimento chiaramente definito e documentato che agevoli la consultazione dei medesimi. A tale riguardo, la società di gestione deve rivelare i pareri forniti nel procedimento di consultazione degli investitori, nonché garantire che ogni *disclosure* effettuata a favore degli investitori sia chiara, completa, corretta e non ingannevole.

Avviandoci a concludere, quindi, possiamo rilevare come le misure raccomandate dallo IOSCO contemplino una pluralità di presidi, preventivi e non: si tratta di regole che cercano di contemperare l'esigenza di non ingessare l'operatività degli intermediari con quella di tutelare gli investitori ed il mercato. Le diverse fasi organizzativo-procedurali strumentali alla gestione del conflitto sono tanto più stringenti quanto più il grado di separazione tra proprietà e controllo aumenta.

Semplificando, troviamo innanzi tutto il dovere di impedire al conflitto di insorgere laddove ciò sia possibile. Poi, abbiamo i doveri di gestire il conflitto attraverso opportuni strumenti procedurali volti a mitigarne gli effetti, i quali strumenti devono essere appropriati ed efficaci, nonché oggetto di adeguata informazione nei confronti degli investitori. In ogni caso, vige una regola di prevalenza dell'interesse del cliente su quello dell'operatore, e quindi un divieto di operare laddove non si possa realizzare la migliore cura dell'interesse degli investitori. Il rispetto delle menzionate norme procedurali e sostanziali può essere sinteticamente inteso come l'effettivo contenuto dell'obbligo del *fair treatment*²²².

²²² TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 118. Circa il problema di dare un contenuto normativo all'obbligo di *fair dealing*, v. DE NOVA, *Conflicts of interest and the fair dealing duty*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2002, p. 479 ss.

CAPITOLO TERZO

LA PREVENZIONE DELL'INSORGENZA DI SITUAZIONI DI CONFLITTO DI INTERESSI

1. Peculiarità della funzione amministrativa della società di gestione del risparmio: interesse dei sottoscrittori ed *agency problem* in una prospettiva di c.d. “*fund governance*”

Abbiamo fin qui visto come il benessere dei sottoscrittori di quote di fondi comuni di investimento dipenda dall'attività svolta fiduciariamente dalla società di gestione del risparmio nell'interesse di questi. Dunque, nelle SGR, ai tradizionali conflitti di interesse e costi di agenzia di qualsiasi società azionaria, si somma il conflitto di interessi, strutturale e fisiologico, tra la SGR stessa ed i partecipanti ai fondi da questa gestiti. Con l'espressione *fund governance* si intende, infatti, l'insieme di quelle caratteristiche strutturali della SGR, immanenti alla veste giuridica prescelta dal legislatore per questo tipo di società, che hanno, *inter alia*, la funzione (o comunque l'effetto) di garantire il perseguimento dell'interesse dei partecipanti ai fondi e, per tal via, scongiurano il verificarsi di situazioni di conflitto di interesse²²³.

Ed invero, il legislatore si preoccupa di prevenire l'insorgenza dei conflitti di interessi innanzi tutto ad un livello che risulta preliminare e presupposto rispetto alle diverse regole di organizzazione e di comportamento che intervengono invece più “a valle”. Pertanto, prima di procedere nell'analisi delle singole norme impositive di obblighi di organizzazione e di condotta volte a impedire l'insorgere delle situazioni di conflitto di interessi (e, ove ciò non fosse possibile, a gestirle in maniera adeguata), occorre

²²³ Cfr. M. STELLA RICHTER *jr*, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 196 ss. Con specifico riferimento agli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio, v. MESSORI, *Strutture proprietarie, piattaforme distributive e governance delle SGR*, Assogestioni working paper, 2008/1, p. 8 ss.

soffermarsi brevemente sulla tematica della *fund governance* e, in particolare, sugli aspetti che ai nostri fini rilevano.

Ebbene, il problema della *corporate governance*²²⁴ della società di gestione del risparmio si presenta in maniera del tutto peculiare rispetto alle altre società per azioni.

È appena il caso di ricordare che, come noto, con l'espressione "*corporate governance*", comunemente si designa l'insieme delle regole del *governo societario*²²⁵, ossia l'insieme delle norme ed istituzioni volte a conciliare gli interessi di

²²⁴ Seppur il tema della *corporate governance* possa dirsi assunto all'attenzione della dottrina solo in tempi relativamente recenti, amplissima è la bibliografia. Per tutti v. DENOZZA, *Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso dei modelli di corporate governance*, in *Giur. Comm.*, 2006, I, p. 167; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1082 ss.; FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 462; STELLA RICHTER, *Note preliminari sui problemi della Corporate Governance*, in *Riv. not.*, 2000, p. 615 ss.; JAEGER, MARCHETTI, *Corporate Governance*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 625 ss.; BIANCO, CASAVOLA, *Corporate governance in Italia: alcuni fatti e problemi aperti*, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 426 ss. Per i riferimenti internazionali, v. ZINGALES, *Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1997, su www.ssrn.com, nonché BEBCHUK, COHEN, FERRELL, *What Matters in Corporate Governance?*, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 491, settembre 2004, su www.ssrn.com, CHEFFINS, *Tendenze attuali di corporate governance: da Londra a Milano, via Toronto*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 161.

²²⁵ Con l'espressione *corporate governance* si indica, nell'accezione accolta altresì nei Principi di *Corporate Governance* dell'OCSE, il complesso dei meccanismi diretti a minimizzare i costi di agenzia e garantire agli investitori un ritorno del proprio investimento finanziario, assicurando che di esso non se ne appropriino i soci di maggioranza o gli amministratori, né esso venga compromesso a causa di condotte negligenti e/o in conflitto di interessi di questi. L'area della *corporate governance* rappresenta, non a caso, uno dei terreni d'elezione per il confronto, che è particolarmente vivace negli Stati Uniti negli studi di *law & economics*, sulla questione della derogabilità o imperatività delle disposizioni in materia societaria (v. per una rassegna delle diverse posizioni EASTERBROOK, FISCHEL, *L'economia delle società per azioni*, tr. it., Milano, 1996, *passim*; inoltre cfr. BRUDNEY, *Corporate Governance Agency Costs, and the Rethoric of Contract*, in 85 *Colum. L. Rev.*, 1985, p. 1403 ss.; CLARK, *Contracts, Elities, and Traditions in the Making of Corporate Law*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, p. 1703 ss.; ID., *Corporate Law*, Boston-Toronto (Little, Brown & Co.), 1986, spec. p. 37 e 93

imprenditori ed investitori al fine di assicurare che il controllo dell'impresa sia allocato e gestito con efficienza²²⁶.

Secondo un'opinione ancora più ampia, il governo delle società è la risultante di poteri condizionati non solo dalle regole organizzative strettamente societarie, ma anche da quelle afferenti alla disciplina bancaria, dei mercati finanziari, delle procedure concorsuali e, in generale, da tutte quelle regole in grado di incidere istituzionalmente sull'assetto societario²²⁷.

Notoriamente, alcuni degli obiettivi che il sistema si propone di conseguire mediante la predisposizione delle regole di *corporate governance* si collocano su un piano macroeconomico. Infatti, diffusa è "la convinzione che il miglior funzionamento delle regole in questione, sotto i diversi profili della chiarezza, dell'equità, e dell'effettività,

ss.; COFFEE, *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Rule*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, p. 1618 ss.; BEBCHUK, *Foreward: the Debate on Contractual Freedom in Corporate Law: the desirable Constraints on Charter Amendments*, in 102 *Harv. L. Rev.*, 1989, p. 1395 ss.). Con riferimento al ruolo degli investitori istituzionali nella *corporate governance* delle società quotate, in specifica relazione alla possibilità che il di loro attivismo comporti una riduzione degli *agency costs* scaturenti dalla separazione tra proprietà e controllo della ricchezza nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, v. BIANCHI, CORRADI, ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca impresa società*, 2002, p. 397 ss.; sul punto v. anche TROIANO, *Commento sub art. 40*, ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 418 ss.

²²⁶ In tal senso GAMBINO, *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Giur comm.*, 1997, I, p. 788; BIANCHI, *Considerazioni introduttive (sulla corporate governance)*, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 406.

²²⁷ Così VISENTINI, *Argomenti di diritto commerciale*, Milano, 1997, p. 449. Una definizione ancora più estesa è quella data da JAEGER, MARCHETTI, *Corporate Governance*, cit., p. 625, secondo i quali con l'espressione *corporate governance* "si intende la definizione di un sistema (*lato sensu*) di gestione dell'impresa società per azioni (il riferimento è alle società di grandi dimensioni, dotate di un azionariato largamente diffuso, con particolare riguardo a quelle che si rivolgono al pubblico risparmio); risultante da un complesso di regole di natura diversa: norme legislative, statutarie, decisioni giurisprudenziali, precetti consuetudinari e anche di etica degli affari".

favorisca l'interessamento (prima) e l'adesione (poi) dei soggetti potenzialmente orientati verso questo tipo d'investimento²²⁸.

Prescindendo, infatti, da impostazioni concettuali che possono condurre a considerazioni eccessivamente teoriche, si deve comunque tenere in debito conto un dato di fatto incontrovertibile: il successo dell'impresa, la sua capacità di mantenimento e di espansione dipende dal massimo livello di soddisfazione dei diversi interessi coinvolti, riconducibili a soggetti che alternativamente, od anche contemporaneamente, possono esser parte dell'organizzazione, utenti dei suoi servizi o fattori della sua produzione. Ed invero, "alla ricerca dell'ottimizzazione, del modello od aggregazione vincente, sembra muoversi tutto il dibattito riconducibile all'insieme elastico e storicamente relativo della *corporate governance*"²²⁹.

Dunque, come è stato opportunamente rilevato, le regole di *corporate governance* di una società individuano il criterio per ordinare gerarchicamente gli interessi coinvolti nello svolgimento dell'attività sociale; pertanto, si tratta di tematica strettamente legata alla questione dell'interesse sociale e che, parimenti, si pone al crocevia tra la "ragione privata" e la "ragione pubblica"²³⁰. Tuttavia, talvolta chi si occupa di analisi economica dell'impresa organizzata tende a prendere simultaneamente in considerazione gli interessi

²²⁸ JAEGER, MARCHETTI, *Corporate Governance*, cit., p. 625. Da evidenziare anche un'ulteriore osservazione degli illustri Autori, cioè che "si deve rifuggire l'idea populista per cui la tutela delle minoranze sia un problema sociale, di generica difesa di « deboli ». Si tratta invece di un problema di efficienza delle imprese e dei mercati, di tutela del risparmio nel suo insieme, di un problema quindi di tutela di sistema, non di singole posizioni" (p. 644). Così anche GALGANO, *Lex mercatoria*, Bologna, [1976] 2001, p. 233, secondo il quale "la tutela dell'interesse generale diventa una componente del profitto, e si protegge il consumatore per vendere di più".

²²⁹ Così ROMAGNOLI, *Corporate Governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali*, cit., p. 351. Cfr. il preambolo dei *Principles of Corporate Governance* dell'OCSE, dove si legge che: "*There is no single model of good corporate governance*" e dunque si riconosce l'esistenza di differenti sistemi di *governance*, tutti teoricamente compatibili con forme di economia di libero mercato, giacché diversi sono i modelli di capitalismo.

²³⁰ VISENTINI, *Argomenti di diritto commerciale*, cit., pp. 450-451. L'Autore sottolinea inoltre che il criterio della *corporate governance* consente di collocare adeguatamente il momento "ideologico" dell'interesse sociale nella sistemazione della legislazione positiva.

dei soci (*shareholders*) e dei terzi coinvolti nell'iniziativa della società (*stakeholders*) o da questa toccati²³¹, in una prospettiva di continuità che sembra sfumare le differenze tra chi è parte di un contratto e chi è ad esso estraneo²³².

A tale riguardo, pare opportuno qui ricordare che, invero, nello schema legale tipico della società di gestione del risparmio hanno una rilevanza del tutto peculiare gli interessi di una particolare categoria di *stakeholders*: i partecipanti ai fondi promossi o gestiti dalla SGR in questione. Esistono, infatti, alcune disposizioni nel Testo unico della finanza in cui si può rinvenire il riconoscimento legislativo di un interesse riferibile ai sottoscrittori dei fondi, il quale interesse viene collocato in posizione apparentemente preminente rispetto agli altri interessi coinvolti²³³.

Si tratta dell'art. 36, comma 4, a norma del quale la società promotrice, il gestore e la banca depositaria devono, nell'esercizio delle rispettive funzioni agire in modo indipendente e *nell'interesse dei partecipanti del fondo*, nonché dell'art. 40, comma 1, che impone alle SGR di operare con diligenza, correttezza e trasparenza *nell'interesse dei*

²³¹ O quanto meno, il riconoscimento degli interessi di quell'ampia ed assolutamente generica categoria di soggetti che il termine *stakeholders* evoca.

²³² Cercando di fondere l'interesse della società e dei suoi soci con quello dei terzi che con essa vengono in contatto, finanche nel ruolo d'utenti del servizio offerto, si arriva a sostenere che l'iniziativa sociale debba soddisfare comunque le aspettative di ciascuno, consentendo così l'ingresso di impostazioni vagamente istituzionaliste. L'ordinamento nazionale considera in varia misura gli interessi dei soci e quelli dei terzi, lasciando propendere per la necessità di mantenere una distinzione di piani tra sociale ed extrasociale. In questo senso ROMAGNOLI, *Corporate Governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali*, cit., p. 354.

²³³ Occorre richiamare l'importanza del dato normativo giacché le regole, ovviamente, sono strumenti per prevenire o dirimere conflitti tra soggetti ritenuti portatori d'interessi meritevoli di considerazione ed operano, perciò, una valutazione delle situazioni ipotizzabili. Come è stato notato da attenta dottrina, le norme in parola, benché sembrino apparentemente indirizzate a dare una sistemazione più organica a principi già in parte ricavabili dalla disciplina previgente, assumono in realtà grande rilevanza nell'ambito del disegno riformatore realizzato dal TUF, "ponendosi come punto di equilibrio, in quel territorio dove si intersecano l'ordinamento dei mercati ed il diritto societario" (così VELLA, *Commento sub art. 40*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, cit., p. 357).

partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato²³⁴. Inoltre, ai sensi del secondo comma dell'ultimo articolo citato, le SGR esercitano i diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti *nell'interesse dei partecipanti*²³⁵.

Non par dubbio che da queste norme emerga apertamente l'esigenza di protezione dei partecipanti ai fondi, esigenza che si colloca in posizione preminente o quanto meno paritaria rispetto a quella di tutelare l'interesse dei soci. Ed inoltre, si evince distintamente l'importanza fondamentale che viene riconosciuta all'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati finanziari, quali interessi che la società di gestione del risparmio deve perseguire *ex lege*²³⁶.

Questa peculiarità induce l'interprete a constatare come l'interesse sociale della società di gestione del risparmio si arricchisca, *ope legis*, degli interessi dei sottoscrittori dei fondi i cui capitali sono gestiti dalla SGR in questione²³⁷, assumendo, per tal via, una

²³⁴ Secondo ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, cit., p. 327, l'insieme delle regole di condotta di cui gli intermediari sono destinatari rappresenta lo strumento per prevenire e disciplinare l'insorgenza di situazioni di conflitto di interessi.

²³⁵ I principi generali sul governo delle società di gestione del risparmio e dei fondi posti dal TUF sono analiticamente declinati in alcune norme secondarie secondo quanto disposto dallo stesso testo unico, essendo chiara "la centralità del potere regolamentare delle autorità indipendenti in chiave di definizione delle regole di comportamento" (così CAMMARANO, *La funzione del mercato*, Milano, 1999, p. 110). Infatti, l'art. 65 del Reg. Consob 16190/2007 prevede che nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, le società di gestione del risparmio debbano operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti agli OICR e dell'integrità dei mercati. La disciplina della *fund governance* è poi ulteriormente arricchita dalla autoregolamentazione ad oggi essenzialmente costituita dal "Protocollo di autonomia" delle Società di Gestione del Risparmio (v. *supra*), giacché in questo contesto le iniziative di autodisciplina assumono una particolare importanza in considerazione del loro ruolo fondamentale nella specificazione di criteri e parametri comuni in vista di un'applicazione omogenea ed efficace della normativa (v. VELLA, *Commento sub art. 40*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, cit., p. 359).

²³⁶ Così M. STELLA RICHTER jr, *La governance delle società di gestione del risparmio*, 2009, p. 2, reperibile su www.assogestioni.it.

²³⁷ Il concetto di "interesse sociale" è da tempo terreno su quale si misurano due diverse teorie, che sono due vere e proprie filosofie politiche della società per azioni: la teoria istituzionalistica e la teoria

particolare configurazione che lo distingue dall'interesse sociale delle società per azioni *tout court*. Conseguentemente, in ragione di tale circostanza può essere senz'altro spiegata l'opportunità e la legittimità di scelte gestionali le quali, ancorché non risultino apparentemente volte a massimizzare l'interesse della società nella sua accezione tradizionale, sono in realtà quelle che meglio perseguono l'interesse della società nella particolare configurazione che questo assume nella SGR.

2. La separazione patrimoniale come presidio preventivo contro i conflitti di interesse del gestore. Il ruolo della banca depositaria

La separazione del patrimonio del fondo di investimento dal patrimonio della società di gestione costituisce senz'altro un primo e fondamentale presidio contro gli abusi che il gestore potrebbe perpetrare²³⁸.

Il tema della qualificazione giuridica dei fondi di investimento in passato ha occupato ampiamente la dottrina giacché i beni che costituiscono il fondo, sotto un profilo economico-patrimoniale, "appartengono" ai sottoscrittori (nel senso che la gestione è svolta interamente a loro rischio e dunque essi si accollano le eventuali perdite e si appropriano degli eventuali incrementi di valore), mentre, da un punto di vista del potere amministrativo e dispositivo, essi sono invece completamente sottratti ai partecipanti,

contrattualistica. Come correttamente rilevato da Mignoli, il problema dell'interesse sociale si risolve in quello dell'attribuzione e della disciplina del potere nell'ambito della collettività sociale, costituisce dunque la pietra di paragone delle diverse dottrine: le soluzioni prospettate trascendono il fenomeno particolare e sono rivelatrici di concezioni.

²³⁸ V. VISENTINI, *La gestione del fondo da parte delle SGR*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, cit., p. 137. Sulla portata del concetto di patrimonio separato, anche con interessanti riferimenti storici e parallelismi rispetto all'area di *Common Law*, v. ampiamente TONDO, *I patrimoni separati dalla tradizione all'innovazione*, in TONDO (a cura di), *I patrimoni separati fra tradizione e innovazione*, Torino, 2007, p. 1 ss.

essendo ogni decisione in ordine agli investimenti ed ai disinvestimenti rimessa esclusivamente al gestore²³⁹.

Tuttavia, tale problematica presenta oggi minore rilievo, giacché con l'entrata in vigore della legge n. 77 del 1983 sono stati stabiliti i confini della separazione patrimoniale del fondo e disciplinati nel dettaglio tutti gli aspetti che potevano sollevare dubbi interpretativi²⁴⁰. Pertanto, il problema della qualificazione giuridica del fondo

²³⁹ V. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 405. Parte della dottrina riteneva che vi fosse un diritto di comproprietà dei partecipanti del fondo amministrato dalla società di gestione in forza di un mandato dagli stessi conferito (cfr. LIBONATI, *Holding e investment trust*, cit., p. 541 ss.; *contra* Cass. 10990/2003). Altri Autori, invece, rilevarono come lo *status* giuridico dei partecipanti al fondo non fosse assimilabile a quello dei comproprietari, ma neanche si potesse dire che la società di gestione ne fosse proprietaria, vista la sua posizione meramente funzionale (così COSTI, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. Soc.*, 1968, p. 242 ss.; l'Autore concludeva nel senso che né la situazione dei partecipanti né quella della società fossero compiutamente riconducibili al diritto di proprietà così come codificato nel nostro ordinamento e che "la separazione fra la posizione di potere (della società di gestione) e di utilità-rischio (dei partecipanti) era la conseguenza inevitabilmente connessa, da un lato, alle caratteristiche dell'investimento e, dall'altro, alla mancanza nel nostro sistema di situazioni corrispondenti a quelle che convivono nell'ambito del *trust* anglosassone, del quale ci si sforzava di realizzare una traduzione in termini di *civil law*", così COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 438). Da altri era stato addirittura ipotizzato che la situazione giuridica complessa in forza della quale un soggetto affida una quantità di beni ad un altro soggetto con il compito di disporre dei suddetti beni, al fine di produrre dei frutti, mediante una gestione sottoposta alle regole del mandato introducesse un nuovo tipo di diritto reale atipico con le caratteristiche della "proprietà temporanea" (così CASELLI, *Fondi comuni e proprietà*, in *Giust. Civ.*, 1984, II, p. 86). In favore della soggettività giuridica del fondo si era espresso, *incidenter tantum*, il Consiglio di Stato, il quale aveva affermato che la titolarità dei beni facenti parte di un fondo spettasse al fondo stesso, quale centro autonomo di interessi (Cons. Stato, parere n. 108, maggio 1999, in *Foro amm.*, 2000, p. 2225 ss.). Per il resto, la giurisprudenza non ha avuto finora molte occasioni di pronunciarsi sul punto.

²⁴⁰ Il problema della qualificazione giuridica del fondo si risolveva nell'esigenza di stabilire chi fosse il soggetto cui spettava la proprietà dei beni del fondo. Ciò, oltre ad avere un'indubbia rilevanza sistematica, comportava delle conseguenze di non poco momento in ordine alla possibilità dei creditori della società di gestione di soddisfarsi sul fondo. Sul punto, v. MURITANO, *La cartolarizzazione dei*

comune ha trovato, almeno da un punto di vista pratico, una soluzione soddisfacente e, come rilevato da attenta dottrina, in presenza di siffatta disciplina è probabilmente superfluo continuare il dibattito su chi sia il soggetto cui appartiene il fondo, “essendo ben concepibile, peraltro, che l’ordinamento consenta anche la presenza di beni dei quali nessuno possa dirsi *proprietario*”²⁴¹.

crediti e i fondi comuni di investimento, in TONDO (a cura di), *I patrimoni separati fra tradizione e innovazione*, Torino, 2007, specialmente pp. 90-93 e p. 99 ss. Con riferimento alla diversa problematica della natura giuridica dei certificati di partecipazione ai fondi comuni, v. GANDINI, *Partecipazione a fondi comuni di investimento e certificato « cumulativo »*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1996, p. 477 ss.

²⁴¹ Così COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 439. Ad ogni modo, si è di recente pronunciata sul punto la Corte di Cassazione, rilevando come il fondo di investimento non possa essere qualificato come soggetto autonomo di diritto (Cass. 16605/2010). Secondo la Suprema Corte, al pari di quanto accade in altre ipotesi di patrimonio separato esistenti nel nostro ordinamento (artt. 2447 *bis* ss. c.c. e art. 3, comma 2, l. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti), il patrimonio separato del fondo è pur sempre da ricondurre alla titolarità del soggetto dal quale esso promana e ci sono diversi elementi, nel tessuto normativo, che vanno in questa direzione: innanzi tutto, se per “autonomia” si intende il potere di un soggetto di autodeterminare le proprie scelte, è di immediata evidenza che i fondi comuni ne sono quasi del tutto privi; in secondo luogo, l’art. 36, comma 5, del TUF chiama il gestore a rispondere del proprio operato direttamente nei confronti dei partecipanti al fondo, e non nei confronti del fondo medesimo (come invece sarebbe stato logico se il legislatore avesse voluto attribuire a quest’ultimo una soggettività sua propria); infine, il fondo difetta totalmente di strumenti che gli consentano di porsi direttamente in relazione con i terzi e quindi, stante la completa assenza di una struttura organizzativa minima di rilevanza anche esterna, necessita comunque a tale fine dell’intervento della società di gestione. Di conseguenza, conclude il Supremo Collegio, “atteso che l’ordinamento mal sopporta l’esistenza di un patrimonio privo di titolare”, la titolarità formale dei beni che compongono il patrimonio del fondo spetta alla società di gestione che lo ha istituito (con la precisazione che, ove la società promotrice non coincida con il gestore, la suddetta titolarità formale – al pari della legittimazione processuale – spettano alla prima, poiché il gestore può sempre essere sostituito *ex art. 36, comma 2 bis*, del TUF).

Infatti, l'art. 36, comma 6, del TUF, riprendendo l'art. 3, secondo comma della legge n. 77 del 1983²⁴², enuncia il principio secondo il quale ciascun fondo, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società²⁴³. Tale nozione è

²⁴² Come visto *supra*, si tratta della legge sui fondi comuni di investimento mobiliare aperti abrogata dall'art. 214, primo comma, lett. x, del TUF. L'art. 3, secondo comma della legge 77 del 1983 era inoltre riprodotto dall'art. 8, comma 6, della legge 344 del 1993. La richiamata disposizione contenuta nella legge n. 77 del 1983 fu la prima ad introdurre nell'ordinamento giuridico italiano la locuzione "patrimonio distinto a tutti gli effetti"; tale definizione fu poi riportata nei provvedimenti legislativi successivi, anche sulla scorta delle direttive CEE in materia di servizi di investimento. La formula in parola, già quando contenuta nella legge previgente, era stata criticata da parte della dottrina, la quale l'aveva considerata "poco elegante" in considerazione del fatto che non si riteneva che la qualificazione giuridica del fondo fosse quella di comunione dei partecipanti (così LENER, *Commento art. 3 legge 23 marzo 1983, n. 77 (Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento)*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 1984, p. 407). Sul punto v. *amplius* CANDIAN, *Fondo e fondi: itinerari paragiuridici tra gli usi linguistici*, in *Giur. comm.*, 1998, in particolare p. 166. Rispetto alla normativa previgente, il TUF chiarisce ora che la regola della distinzione dei patrimoni riguarda anche ciascuno dei singoli comparti in cui un medesimo fondo può essere suddiviso (anche se si ritiene che in questo caso l'esistenza di specifici comparti separati all'interno dello stesso fondo debba essere prevista nel regolamento del fondo stesso, v. PONTOLILLO, *Commento sub art. 36*, in ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 387) ed inoltre specifica come sul patrimonio del fondo non siano ammesse neanche le azioni dei creditori della banca depositaria o nell'interesse degli stessi.

²⁴³ Ciò che caratterizza soprattutto tale patrimonio è la sua esclusiva destinazione allo scopo di investimento finanziario per il quale è stato costituito e che perciò ne rappresenta la ragion d'essere. Come notato da attenta dottrina, il concetto di patrimonio autonomo è un "concetto classificatorio", ma la disciplina che caratterizza la figura del patrimonio autonomo non è unitaria poiché si rinvencono diversi livelli di autonomia. L'Autore rileva anche come si tratti di concetto che appartiene al "linguaggio deviato" in ragione del fatto che la nozione in parola si fonda sulla considerazione del momento della responsabilità patrimoniale. In realtà, però, la rilevanza giuridica del patrimonio come complesso di beni funzionalmente collegati si coglie in relazione non tanto al contenuto di quei beni, quanto alla direzione, ossia all'aspetto dinamico, sotto il profilo dell'attività e dell'interesse che la

contenuta anche nell'art. 1, primo comma, lett. j, del TUF, che, introducendo per la prima volta una definizione "in senso statico" del fondo comune di investimento²⁴⁴, lo qualifica precisamente come il patrimonio autonomo, suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti e gestito in monte²⁴⁵.

Inoltre, l'art. 36 in parola prosegue chiarendo come su tale patrimonio non siano ammesse le azioni dei creditori della società di gestione e del risparmio, né quelle dei creditori della banca depositaria, così specificando i soggetti verso i quali opera quell'alterazione della responsabilità patrimoniale *ex art. 2740 c.c.* che costituisce lo scopo e l'effetto della separazione del patrimonio. Del pari, le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi²⁴⁶.

determina. G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1992, p. 30 ss.

²⁴⁴ Così MIOLA, BRIOLINI, *Commento sub art. 36*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, cit., p. 315.

²⁴⁵ Con riferimento alla problematica, ulteriore, di rinvenire nella dottrina una posizione condivisa su cosa debba intendersi per "patrimonio distinto", v. G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, cit., p. 25 ss. Cfr. anche BIANCA MI., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996, *passim*; PINO, *Il patrimonio separato*, Padova, 1950; BIGLIAZZI GERI, *Patrimonio autonomo*, in *Enc. Dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982, p. 280; ORESTANO, *Diritti soggettivi e patrimoni senza soggetto. Linee di una vicenda concettuale*, in *Jus*, 1960, p. 149 ss. ora in ORESTANO, *Azione, Diritti soggettivi, Persone giuridiche*, Bologna, 1978.

²⁴⁶ Corollario della distinzione tra i patrimoni è il regime delle azioni creditorie rispettivamente esperibili dai creditori della SGR e da quelli dei clienti. In particolare, la legge fornisce alcune importanti precisazioni in ordine all'aggregabilità dei beni nei quali è investito il fondo comune da parte di alcune categorie di creditori ossia, nello specifico, che il patrimonio del fondo non è aggregabile dai creditori della SGR, né sullo stesso sono esperibili azioni di conservazione della garanzia patrimoniale generica quali l'azione surrogatoria. La medesima disciplina si applica al depositario ed all'eventuale sub-depositario. A tale proposito, la dottrina ha notato che il fatto che le obbligazioni nascenti dal rapporto di deposito non trovano garanzia sul patrimonio del fondo fa concludere per l'imputazione del rapporto alla SGR e non al fondo, seppur il contratto venga concluso nell'interesse di quest'ultimo. Pertanto il depositario o il sub-depositario non sono creditori del fondo ma soltanto della SGR. Si veda, sul punto, TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI, SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, cit., p. 69

La disposizione *de qua* conclude, infine, vietando alla società di gestione di utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti²⁴⁷.

Peraltro, a differenza di quanto accade per i servizi di investimento *ex art. 22 del TUF*²⁴⁸, nella disciplina della gestione collettiva del risparmio la distinzione tra i beni ha

ss, il quale fa un'attenta disamina delle diverse ipotesi di sottrazione dei beni del fondo alle azioni dei creditori, nonché ASSOGESTIONI (a cura di), *Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari*, Quaderni di documentazione e ricerca, cit., pp. 102-104.

²⁴⁷ Quest'ultima previsione riporta fedelmente la disposizione contenuta dell'art. 19 del d.lgs. 415 del 1996, la quale a sua volta costituisce la trasposizione dell'art. 10, commi 2 e 3, della direttiva 93/22/CEE. La dottrina ha rilevato come non sia facile spiegare il senso di tale disposizione giacché, da un lato, manca in questo ambito una divaricazione tra intestazione, titolarità dei beni e potere dispositivo su di essi (come invece accade nei servizi di investimento), e, dall'altro, il servizio di gestione collettiva del risparmio è per definizione svolto nell'interesse altrui. Così TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI, SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, cit., p. 76. Cfr. anche SODA, *Commento sub art. 36*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, cit., p. 296, il quale conclude che tale divieto mira semplicemente ad impedire comportamenti di *mala gestio* da parte della SGR e non preclude quindi alla SGR di impiegare i beni del fondo in operazioni che presentino un vantaggio economico per la SGR stessa, purché la transazione sia principalmente nell'interesse del fondo. Diversamente opinando, infatti, si addiverrebbe ad un'inaccettabile paralisi dell'attività di gestione ogni qual volta gli effetti di un'operazione fossero positivi per il fondo ma gravitassero anche nella sfera d'interesse del gestore. Cfr. anche MIOLA, BRIOLINI, *Commento sub art. 36*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, cit., pp. 334-335.

²⁴⁸ Ed infatti l'obbligo di deposito presso la banca non è previsto con riferimento agli strumenti finanziari ed alle disponibilità liquide in cui la SGR investe il patrimonio dei clienti in esecuzione dell'incarico di gestione individuale di portafogli di investimento. Così TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI, SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, cit., p. 66; l'Autore nota come tale disciplina appaia confusa e "non sempre trova una giustificazione sistematica". Infatti, la disciplina *de qua* mostra delle evidenti aporie poiché alla previsione di un regime di autonomia patrimoniale per i beni in questione non fa da corollario l'obbligo di attuare nei fatti una separazione di questi beni dai propri, al fine di evitare la confusione di patrimoni. Sul punto, cfr. anche LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, cit., p. 350 ss., nonché con riferimento alla "tenuta" del regime di separazione patrimoniale in caso di

come corollario l'affidamento del patrimonio separato ad un depositario terzo²⁴⁹, ossia la banca depositaria, in modo da impedire alla società di gestione di avere la materiale disponibilità delle somme e degli strumenti finanziari che costituiscono il fondo comune, e così evitare l'appropriazione indebita o comunque la distrazione del patrimonio del fondo²⁵⁰. Sulla banca depositaria, peraltro, oltre al dovere di custodia dei menzionati beni, incombono obblighi di controllo della liceità delle operazioni disposte sui medesimi²⁵¹, cui si accompagna la relativa responsabilità²⁵².

fallimento di una società di intermediazione mobiliare, v. D'ALESSANDRO, *Dissesto di intermediario mobiliare e tutela dei clienti*, in *Giur. comm.*, 1997, p. 465 ss.

²⁴⁹ In realtà, l'obbligo di deposito presso il soggetto terzo, diversamente da quanto prevedeva la legge n. 77 del 1983, che faceva riferimento al "patrimonio del fondo", è ora previsto solo in relazione agli strumenti finanziari ed alle disponibilità liquide del fondo, mentre non si prevede un analogo obbligo di deposito per i beni mobili diversi dagli strumenti finanziari nei quali il fondo può pure essere investito; tuttavia parte della dottrina ritiene che tale limitazione non abbia ragion d'essere (così SODA, *Commento sub art. 36*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, cit., p. 296; *contra* TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI, SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, cit., pp. 68-69; COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 424; cfr. anche FERRARIS DI CELLE, SZEGO, *Commento sub art. 38*, in ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico in materia di intermediazione finanziaria*, Tomo I, Padova, 1998, pp. 396-397). Ad ogni modo, laddove non operi l'obbligo di custodia da parte della banca depositaria, la detenzione e la custodia dei beni spetterà alla SGR e costituirà l'oggetto di un'obbligazione accessoria che la SGR assume nei confronti dei partecipanti *ex art. 1718 c.c.*, in virtù del richiamo agli obblighi del mandatario contenuto nell'art. 36, comma 5, del TUF (così COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare, ibidem*; v. anche ASSOGESTIONI (a cura di), *Regolamento Banca d'Italia 20 settembre 1999. Condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria e modalità di sub-deposito dei beni dell'OICR*, Circolare alle associate, Roma, 15 novembre 1999, p. 3).

²⁵⁰ La banca depositaria svolge il ruolo del *custodian trustee* dell'ordinamento anglosassone. V. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 422.

²⁵¹ Ai sensi dell'art. 36, comma 2, del TUF, la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un fondo comune è affidata ad una banca depositaria e, a norma dell'art. 38 del medesimo testo unico, la banca depositaria, nell'esercizio delle proprie funzioni, svolge i seguenti compiti: a) accerta la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, nonché la

Il ruolo della banca depositaria, quale soggetto che è istituzionalmente parte dello schema organizzativo del fondo comune²⁵³, deriva appunto dall'esigenza di preservare l'integrità delle risorse del fondo attraverso la separatezza tra il soggetto che lo gestisce e quello che materialmente dispone dei suoi averi²⁵⁴. Ed invero, la custodia non solo

destinazione dei redditi del fondo; b) accerta la correttezza del calcolo del valore delle quote del fondo ovvero, su incarico della SGR, provvede essa stessa a tale calcolo; c) accerta che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia ad essa rimessa nei termini d'uso; d) esegue le istruzioni della SGR se non sono contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organismi di vigilanza. Quest'ultima essenziale funzione è detta di "gatekeeping" e con essa si intende il compito di un soggetto privato tenuto a prevenire gli effetti di un comportamento altrui illegittimo attraverso il rifiuto di cooperare con l'agente (v. l'importante contributo di KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in 2 *Journal of Law, Economics and Organization*, 1986, p. 53 ss.). Con riferimento alle problematiche connesse, si rimanda per gli ampi riferimenti a ENRIQUES, *La banca depositaria*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, Roma, 2000, p. 173 ss.

²⁵² La banca depositaria è responsabile nei confronti della SGR e dei partecipanti al fondo di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi. Nella responsabilità della banca depositaria ricade l'eventuale decisione di sub-depositare la totalità o una parte del patrimonio del fondo (cfr. SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995, p. 208 ss.; LUBRANO, *Commento sub art. 38*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, p. 348 ss.). In generale, sul modello organizzativo c.d. triangolare dei fondi comuni v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 405. Parte della dottrina ha ritenuto di poter ricavare dalla dizione legislativa la conclusione che il deposito in questione presenti la qualificazione giuridica di deposito regolare, con le relative conseguenze sotto il profilo degli obblighi di comportamento cui è tenuto il depositario (così TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI, SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, cit., p. 70). Sostiene invece che si tratti di una confusione concettuale fra custodia e deposito, giacché il termine "custodia" assume in quest'ambito un significato diverso da quello comune, ENRIQUES, *La banca depositaria*, cit., p. 172.

²⁵³ Circa il carattere "triadico" del sistema dei fondi comuni, v. SCIOTTI, *Commento sub art. 38*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, p. 301.

²⁵⁴ SODA, *Commento sub art. 36*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, cit., p. 297. Cfr. altresì ENRIQUES, *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, cit., pp. 290-291; l'Autore sottolinea come la

garantisce sul piano concreto l'autonomia patrimoniale del fondo, ma rappresenta inoltre l'indefettibile presupposto dell'attività di controllo svolta dalla banca depositaria in merito alla rispondenza della gestione agli obiettivi dichiarati nel regolamento del fondo, sicché essa assicura che la SGR, da un lato, non possa materialmente detenere i beni del fondo, e, dall'altro, non possa farli uscire dal patrimonio del fondo senza la cooperazione, attiva o passiva a seconda dei casi, della banca depositaria²⁵⁵.

Ed invero, la presenza di un depositario "forte" costituisce un presidio molto significativo contro i conflitti di interesse nelle gestioni collettive, essendo questi l'unico soggetto abilitato a disporre del patrimonio del fondo, sia pure dietro indicazione della società di gestione. Infatti, "è proprio il depositario a offrire la garanzia che limiti e criteri di gestione del conflitto introdotti *ex ante* siano davvero rispettati nel corso dell'attività di gestione, senza bisogno di dover aspettare la verifica *ex post*, spesso tardiva, dell'autorità giudiziaria o dell'autorità amministrativa"²⁵⁶.

Anche la banca depositaria deve osservare il principio sancito dall'art. 36, comma 4, del TUF, a norma del quale essa nell'esercizio delle sue funzioni è tenuta ad agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo²⁵⁷. A tale proposito, si noti che il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, adottato con provvedimento

funzione della banca depositaria è non solo quella di arginare il pericolo che il gestore si appropri dei risparmi dei partecipanti, ma anche di "rendere esteriormente riconoscibile la separazione del fondo comune, e dunque dei risparmi degli investitori, dal patrimonio dell'intermediario, in modo tale da evitare che, in sede di concorso, risulti in fatto inapplicabile la regola che tale separazione sancisce".

²⁵⁵ Sul punto, v. COLAVOLPE, *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2005, pp. 616-617. V. ENRIQUES, *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, cit., pp. 292-293, il quale rileva come il controllo della banca depositaria sugli atti di gestione era tutto sommato blando durante la vigenza della legge 77 del 1983, mentre il ruolo di "watchdog" è diventato assai più pervasivo con il recepimento delle direttive comunitarie in materia di OICVM.

²⁵⁶ Così LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., p. 431 ss.

²⁵⁷ In caso di violazione di tale disposizione troverà applicazione la sanzione amministrativa pecuniaria di cui all'art. 190, comma 1, del medesimo testo unico.

della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, richiama specificamente l'attenzione sulla necessità che l'operato della stessa sia costantemente informato a tali principi, tenuto conto della delicatezza delle funzioni svolte. Infatti, la banca depositaria dovrà adottare schemi organizzativi e sistemi di controllo che ne assicurino l'autonomia.

In tale quadro, peraltro, sempre a norma del richiamato regolamento, l'incarico di depositaria 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 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 a una struttura intermedia dell'organigramma aziendale - delle strutture organizzative della banca che svolgono funzioni di banca depositaria²⁵⁸.

Fermo il rispetto delle suddette regole, nel nostro ordinamento si consente quindi alla banca che controlla la SGR di assumere l'incarico di banca depositaria. Pertanto, il soggetto investito *ex lege* del compito di vigilare sulla legittimità dell'operato della SGR, nell'interesse dei partecipanti, è nella maggior parte dei casi quello che controlla la SGR in questione. Ovviamente, la banca che versa in siffatta posizione è *istituzionalmente* in posizione di conflitto di interessi con i partecipanti del fondo, visto il legame proprietario che la vincola alla SGR, di talché "ogni comportamento della SGR mirante a massimizzare la propria utilità in contrasto con l'interesse dei partecipanti realizza altresì

²⁵⁸ Dunque, affinché sia soddisfatto il requisito dell'indipendenza della banca depositaria, è sufficiente che non vi sia una coincidenza soggettiva nei ruoli chiave degli organigrammi del gestore e del depositario. Tale previsione si discosta dal previgente art. 2 *bis*, comma 7, della legge 77 del 1983, il quale prevedeva invece delle limitazioni solo laddove la banca partecipasse al capitale della società di gestione in misura superiore al 20 per cento. Le nuove regole si applicano invece anche nei casi di controllo di fatto o di controllo esterno. La dottrina si è domandata se la Banca d'Italia possa, in sede di approvazione del regolamento, rifiutare l'autorizzazione all'assunzione dell'incarico da parte della banca depositaria, anche al di fuori delle menzionate cause di incompatibilità, qualora ritenga che le concrete circostanze del caso non siano tali da assicurare l'indipendenza e l'attitudine ad agire negli interessi dei partecipanti della banca depositaria. Sul punto, v. ENRIQUES, *La banca depositaria*, cit., pp. 186-187.

l'interesse della banca depositaria a trarre il massimo vantaggio dall'attività svolta dalla controllata²⁵⁹.

Da tale prospettiva le incompatibilità menzionate svolgono un ruolo insufficiente: infatti esse mirano a scongiurare una soggezione della banca depositaria alla SGR, laddove, invece, il problema reale è quello di assicurare un'indipendenza nell'esercizio delle rispettive funzioni che difficilmente potrà esservi fra due soggetti legati da un rapporto di controllo e che comunque non può essere certo garantita attraverso un semplice divieto del cumulo di cariche²⁶⁰. Peraltro, le norme in materia di responsabilità civile ed amministrativa²⁶¹, che dovrebbero disincentivare comportamenti opportunistici della banca, rischiano in realtà di essere un contrappeso inadeguato, giacché l'esercizio della azione di responsabilità e l'irrogazione delle sanzioni sono ipotesi tutto sommato di improbabile accadimento, mentre è certo il conseguimento di benefici a seguito del comportamento infedele²⁶².

In conclusione, quindi, ancorché la previsione di un regime di separazione patrimoniale, con la connessa garanzia del deposito presso una banca svolgente funzioni

²⁵⁹ Così ENRIQUES, *La banca depositaria*, cit., p. 189.

²⁶⁰ Sul punto v. COLAVOLPE, *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, cit., p. 629 ss. L'Autore affronta inoltre tutte le questioni interpretative che sorgono in riferimento ai requisiti di indipendenza in parola.

²⁶¹ In argomento, v. SCIOTTI, *Commento sub art. 38*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, cit., p. 304; FERRARIS DI CELLE, SZEGO, *Commento sub art. 38*, in ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 402 ss.

²⁶² Cfr. COOTER, FREEDMAN, *The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences*, cit., p. 1052. Inoltre, il rischio di conflitto di interessi tra banca depositaria e partecipanti al fondo presenta una particolare gravità anche in considerazione del fatto che esso non può essere gestito con gli ordinari rimedi che il legislatore predispone per i casi analoghi. Invero, a poco varrebbe l'imposizione di obblighi di trasparenza che segnalino il rapporto di controllo, poiché le SGR fanno quasi sempre parte di un gruppo bancario e pertanto il cliente che fosse reso edotto di tale circostanza non avrebbe comunque valide alternative verso cui transitare. Parimenti, l'introduzione di eventuali regole di condotte specifiche per la banca depositaria non si presta ad essere strumento efficace, considerato che la banca svolge una mera attività di controllo sull'operato altrui.

di custodia e di controllo sull'operato della società di gestione²⁶³, costituisca un importante presidio a favore della correttezza comportamentale del gestore, va da sé che ciò non necessariamente assicura una forte tutela dei sottoscrittori in considerazione dei molteplici rapporti, diretti ed indiretti, che possono sussistere tra i soggetti in questione e che possono inficiare l'indipendenza delle di loro condotte²⁶⁴.

3. L'opzione legislativa a favore degli amministratori indipendenti come ulteriore presidio preventivo

Ulteriore rimedio preventivo contro il sorgere di conflitti di interessi è rappresentato dalla figura degli amministratori indipendenti²⁶⁵. Infatti, ai sensi dell'art. 13 del TUF, i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso le società di gestione del risparmio devono possedere i requisiti di professionalità,

²⁶³ Così VISMARA, *La nozione del conflitto di interessi nel "sistema MiFID"* (Direttiva n. 2004/39/CE e n. 2006/73/CE), cit., p. 56. Cfr. anche RUOZI, *Manuale dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1987, p. 322. V. inoltre SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., p. 218 ss.

²⁶⁴ SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., p. 223. Si rimanda anche a quanto detto *supra*, nel Cap. I, Par. 1.

²⁶⁵ Le origini della figura degli amministratori indipendenti vanno ricercate nel rafforzamento del consiglio di amministrazione a seguito degli scandali finanziari americani degli Anni Settanta del secolo scorso (primo fra tutti quello di Penn Central). Si passò infatti da un consiglio di amministrazione privo di funzioni direttive e investito di compiti essenzialmente consultivi ad uno con funzioni di vigilanza e monitoraggio sull'operato degli amministratori esecutivi (agli amministratori indipendenti era affidato il ruolo di *policemen* e di *wise men*). Da qui la nomina di amministratori indipendenti dal *management*. Peraltro, da una fase in cui il controllo era incentrato principalmente sugli aspetti contabili e gli indipendenti erano in minoranza si è arrivati, con varie tappe intermedie, ad una che registra una maggioranza di indipendenti in consiglio ed un monitoraggio esteso alla totalità dei controlli interni (finanche alla remunerazione degli esecutivi). In siffatta ottica, l'accettazione del *monitoring board* è il compromesso che gli esecutivi hanno dovuto accettare per evitare forme di vigilanza più pregnanti da parte della pubblica autorità. Sul punto, v. FERRARINI, *Ruolo degli amministratori indipendenti e lead independent director*, in AA. VV., *La corporate governance ed il risparmio gestito*, Milano, 2006, p. 35 ss.

onorabilità e indipendenza previsti dal Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato una volta sentite la Banca d'Italia e la Consob²⁶⁶. Il difetto dei suddetti requisiti comporta la decadenza dalla carica.

In generale, il requisito dell'indipendenza degli amministratori è sempre stato al centro di accesi dibattiti²⁶⁷. Come rilevato da attenta dottrina, tale qualità non può essere considerata in astratto e conseguentemente non è possibile pensare ad una nozione unitaria di indipendenza. Infatti, il carattere dell'indipendenza può svolgere la propria funzione, e pertanto rivelarsi di una qualche utilità, soltanto laddove venga concretamente pensato e parametrato sullo specifico costo di agenzia che si intende contenere²⁶⁸. Il punto cruciale è dunque rappresentato dalla definizione dei criteri di indipendenza, benché un altro aspetto

²⁶⁶ Si tratta, peraltro, a norma dell'art. 34, comma 1, del TUF di un condizione la cui sussistenza deve essere verificata dalla Banca d'Italia in sede di rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività.

²⁶⁷ Come ricorda MARCHETTI (*L'indipendenza degli amministratori*, in AA. VV., *La corporate governance ed il risparmio gestito*, Milano, 2006, p. 17 ss.), il cammino del concetto di indipendenza degli amministratori è stato lungo: esso è partito in sede di autoregolamentazione e si è via via insinuato nelle pieghe della normativa secondaria e quindi primaria, introducendosi così in ordine sparso nel sistema legislativo italiano. Nel nostro Paese è aperto un interessante dibattito intorno alla questione dell'efficienza e dell'efficacia degli amministratori indipendenti ed intorno a quella, contigua, dell'alternativa fra amministratori indipendenti ed amministratori di minoranza. Si dice, infatti, che in un Paese come il nostro, cioè con imprese ad azionariato concentrato, l'amministratore indipendente rischierebbe di essere scarsamente incisivo, mentre meglio sarebbe propendere per l'amministratore di minoranza, il quale indipendente non è in quanto, appunto, portatore degli interessi della minoranza. Con riferimento al ruolo dell'amministratore di minoranza, v. DENOZZA, *L'"amministratore di minoranza" e i suoi critici*, in AA. VV., *La corporate governance ed il risparmio gestito*, Milano, 2006, p. 21 ss.

²⁶⁸ Infatti l'indipendenza che deve essere cercata non è l'indipendenza nei confronti di chiunque, bensì quella verso il socio di maggioranza, che è in grado di commettere (o far commettere) abusi. Così M. STELLA RICHTER jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in AA. VV., *La corporate governance ed il risparmio gestito*, Milano, 2006, pp. 12-13.

parimenti fondamentale sia quello del controllo sull'esistenza e sul mantenimento di tali requisiti²⁶⁹.

Per tal via, la questione degli amministratori indipendenti diventa un problema di *corporate governance*. Infatti, tema sul tappeto è quello del contributo degli amministratori indipendenti alla *corporate governance*, questione controversa sia nella prassi sia nella letteratura di *law and economics*. Non essendo senz'altro possibile in questa sede un approfondimento complessivo della tematica in questione, basti tuttavia rilevare come sia significativo il dato che i noti e recenti scandali finanziari, sia negli Stati Uniti che in Europa, hanno genericamente portato ad un rafforzamento della figura degli amministratori indipendenti, nonché dei di loro compiti e responsabilità²⁷⁰.

Tra le sfide più importanti che deve affrontare l'istituto degli amministratori indipendenti vi è senz'altro quella del controllo sui conflitti di interesse²⁷¹. Anche negli Stati Uniti, infatti, ove le società di gestione non sono normalmente possedute da banche,

²⁶⁹ Infatti, problema rilevante è anche quello dell'eccesso di autoreferenzialità e dell'assenza di adeguati meccanismi di *accountability*. Sul punto, v. ONADO, *Gli amministratori indipendenti delle società di gestione del risparmio*, in AA. VV., *La corporate governance ed il risparmio gestito*, Milano, 2006, p. 51.

²⁷⁰ Il famoso *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, al fine di evitare il ripetersi delle pratiche illecite connesse a diversi casi tra cui Enron e Worldcom, affida al comitato di *audit* composto da amministratori indipendenti il compito di vigilare sulle nuove e più severe disposizioni in materia di controlli interni e di controlli sul bilancio. Inoltre, la legge ha delegato la *Security And Exchange Commission* (di seguito, SEC) ad adottare regolamenti in base ai quali vengano escluse dalla quotazione le imprese che non si conformano ai codici di autodisciplina per quanto riguarda nomina, compiti e requisiti degli amministratori indipendenti. Sul punto, in maniera molto critica, v. ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 2004, in particolare p. 13 ss., disponibile su www.ssrn.com; l'Autrice rileva come le disposizioni di questa legge siano state dettate dalla volontà politica di intervenire in modo apparentemente molto severo ma in realtà totalmente privo di efficacia concreta. *Contra*, J. ROBERT BROWN, Jr., *Criticizing The Critics: Sarbanes-Oxley And Quack Corporate Governance*, 2007, disponibile su www.ssrn.com.

²⁷¹ Si rimanda a ONADO, *Gli amministratori indipendenti delle società di gestione del risparmio*, in AA. VV., *La corporate governance ed il risparmio gestito*, cit., p. 52 ss.

la legge americana impone la presenza di amministratori indipendenti²⁷²: da ciò possiamo evincere come il problema nasca a prescindere dalla struttura proprietaria dell'impresa di investimento, per poi assumere connotazioni diverse nei diversi casi. Negli Stati Uniti, gli interessi del *management* possono prevalere su quelli degli azionisti o degli investitori, mentre in Europa la questione trae origine prevalentemente dagli assetti proprietari concentrati, che possono condurre ad un pregiudizio degli interessi dei sottoscrittori, indipendentemente dal fatto che il soggetto che esercita il controllo sia o meno una banca.

A tale proposito, si evidenzia infine come il Protocollo di Autonomia delle società di gestione del risparmio²⁷³ sia fortemente focalizzato sul tema degli amministratori indipendenti. Infatti esso, nel tentativo di incoraggiare i gestori ad adeguarsi alle norme americane, nonché alla prassi internazionale, prevede che ogni SGR debba assicurare la presenza, nel proprio consiglio di amministrazione, di un numero sufficiente di consiglieri indipendenti, i quali, fra i vari compiti, hanno quello di individuare, al fine di sottoporle all'esame del consiglio di amministrazione, situazioni di potenziale conflitto con l'interesse dei partecipanti, ed esprimono il loro motivato parere in occasione delle deliberazioni del consiglio in potenziale o attuale conflitto con l'interesse dei partecipanti.

²⁷² In misura almeno pari al 40% del consiglio secondo la prima legge degli Anni Trenta del secolo scorso, ma la SEC ha da tempo avviato un dibattito per innalzare ulteriormente questo limite. In un recente documento della SEC troviamo un'affermazione che merita di essere riportata: *“To be truly effective, a fund board must be an independent force in fund affairs rather than a passive affiliate of management. Its independent directors must bring to the boardroom «a high degree of rigor and skeptical objectivity to the evaluation of management and its plans and proposals,» particularly when evaluating conflict of interest. They must commit their time and energy, and devote themselves to the principles set forth in the Investment Company Act and state corporate and trust law under which the fund is organized”* (Security And Exchange Commission, *Investment Company Governance*, Document 17 CFR Part 270, settembre 2004).

²⁷³ Sul punto, v. *supra* p. 64, nota 41.

4. I divieti e i limiti relativi a particolari operazioni²⁷⁴

Una disciplina specifica e aggiuntiva intesa a limitare determinate operazioni che possano contenere *ex se* un conflitto di interessi è dettata dall'art. 12, comma 3, del D.M. del Tesoro 24 maggio 1999, n. 228, recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento, il quale identifica alcune ipotesi tipiche di operazioni in conflitto di interessi²⁷⁵. A norma della citata disposizione, infatti, il patrimonio del fondo chiuso (e del fondo aperto armonizzato, in virtù del richiamo contenuto nell'art. 9 del medesimo decreto) non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti. Il patrimonio del fondo, inoltre, non può essere investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di

²⁷⁴ Un'ampia serie di limiti e divieti relativi a particolari operazioni era stata prevista dalla legge sul risparmio, la quale all'art. 9 conteneva una delega al Governo ad adottare uno o più decreti legislativi volti a disciplinare i conflitti di interesse nella gestione collettiva del risparmio e, in particolare, a introdurre a) delle limitazioni all'investimento dei patrimoni di OICR in prodotti finanziari emessi o collocati da società appartenenti allo stesso gruppo cui appartengono i soggetti che gestiscono i suddetti patrimoni; b) delle limitazioni all'investimento dei patrimoni di OICR in prodotti finanziari emessi o collocati da società appartenenti a gruppi legati da significativi rapporti di finanziamento con il soggetto che gestisce tali patrimoni o con il gruppo cui esso appartiene; c) un limite di impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo da parte dei gestori degli OICR per la negoziazione di strumenti finanziari nello svolgimento dei servizi di gestione in misura non superiore al 60% del controvalore complessivo degli acquisti e delle vendite degli stessi; d) l'obbligo a carico dei gestori di OICR di motivare, sulla base delle condizioni economiche praticate nonché dell'efficienza e della qualità dei servizi offerti, l'impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo per la negoziazione di strumenti finanziari nello svolgimento dei servizi di gestione, qualora superi il 30% del controvalore complessivo degli acquisti e delle vendite degli stessi; e) un obbligo a carico dei gestori di OICR di comunicare agli investitori la misura massima dell'impiego di intermediari appartenenti al medesimo gruppo all'atto della sottoscrizione delle quote degli OICR nonché ad ogni successiva variazione e comunque annualmente. Come abbiamo visto *supra* (cap. II, par. 2), a questa norma non è mai stata data attuazione,

²⁷⁵ Sull'argomento v. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 416 ss.

cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3 per cento del valore del fondo (tale ultima disposizione è stata aggiunta dal D.M. 31 gennaio 2003, n. 47²⁷⁶)²⁷⁷.

L'art. 12 vieta di compiere qualsiasi investimento del patrimonio del fondo in beni in qualche modo riconducibili ai soggetti individuati, indipendentemente dall'effettivo contenuto e dalle modalità concrete dell'atto stesso: il divieto scatta sulla base della mera contrapposizione formale di posizioni, quindi anche nell'ipotesi in cui le condizioni dell'investimento si rivelino vantaggiose per il fondo²⁷⁸.

²⁷⁶ Per una disamina della modifiche che il D.M. 31 gennaio 2003, n. 47 ha apportato al D.M. 24 maggio 1999, n. 228, v. COLAVOLPE, *Fondi comuni di investimento: le recenti modifiche al D.M. 24 maggio 1999, n. 228*, cit., p. 1028.

²⁷⁷ Per un commento del D.M. in parola, v. la Circolare Assogestioni 5 agosto 1999, n. 2148/99/C, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, cit., p. 25 ss.

²⁷⁸ L'art. 12 vieta di compiere qualsiasi operazione in cui l'esponente sia "direttamente" o "indirettamente" controparte del fondo, perché in entrambi i casi vi è il rischio che la persona interessata faccia prevalere il proprio personale interesse su quello dell'ente. Per comprendere, dunque, in quali situazioni operi il particolare divieto previsto dall'art. 12, è necessario interpretare la dizione della norma, individuando soprattutto il significato dell'avverbio "indirettamente". L'interpretazione dell'espressione "indirettamente" può suscitare dubbi e problemi interpretativi nella definizione della fattispecie normativa. In generale, si parla di obbligazioni indirette (o di atti di compravendita compiuti indirettamente) in tutti quei casi in cui le operazioni vengono effettuate attraverso lo strumento dell'interposizione di persona; rientrano in tale previsione sia le ipotesi di interposizione fittizia, sia quelle di interposizione reale. Nelle prime, vi è simulazione soggettiva, in quanto la compravendita è effettuata da un soggetto, diverso dall'esponente della SGR, apparentemente in nome e per conto proprio, mentre, in realtà, egli è un semplice prestanome e il *dominus* o vero interessato è l'esponente aziendale. Nell'interposizione reale, invece, la transazione è compiuta da un soggetto legato all'esponente aziendale da un rapporto fiduciario o di mandato senza rappresentanza, il quale contrae realmente l'obbligazione in nome proprio, ma agisce per conto e nell'interesse dell'esponente della SGR, essendo solo lo strumento o la società di comodo di cui questi si serve per non risultare come controparte dell'ente cui è preposto. In entrambi i casi, i risultati dell'operazione si producono conclusivamente in capo all'esponente aziendale, che è l'effettivo

La finalità della disposizione in esame è quella di evitare conflitti di interessi tra il fondo e le persone preposte alla SGR, impedendo, in questo modo, che il soddisfacimento degli interessi personali dei soggetti indicati dalla norma contrasti con l'esigenza di garantire il compimento di sane scelte di investimento da parte della SGR: trattandosi, infatti, dei massimi esponenti centrali del gestore, che, in virtù delle cariche di vertice da essi ricoperte, hanno rilevante peso nelle decisioni aziendali, si è avvertito il timore di un'eventuale strumentalizzazione dell'attività dell'intermediario per il profitto personale di tali soggetti.

Con riferimento ai fondi immobiliari, tale divieto non trova applicazione nei confronti dei soci della società di gestione dei fondi immobiliari o delle società facenti parte del gruppo rilevante cui essa appartiene. Queste operazioni possono essere quindi eseguite subordinatamente al rispetto di particolari cautele che dovrebbero ridurre il rischio di danno ai partecipanti²⁷⁹.

dominus negotii e l'interposizione è solo lo strumento utilizzato per pervenire a tale deviazione degli effetti del negozio.

²⁷⁹ Le cautele in questione sono le seguenti: a) il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento non può superare il 10 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione non può superare il 40 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 60 per cento del valore del fondo; b) dopo la prima emissione di quote, il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento e in ogni caso il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 10 per cento del valore complessivo del fondo su base annua; c) i beni acquistati o venduti dal fondo devono costituire oggetto di relazione di stima elaborata da esperti aventi specifici requisiti; d) le quote del fondo sottoscritte a fronte dei conferimenti devono essere detenute dal conferente per un ammontare non inferiore al 30 per cento del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento (il regolamento del fondo disciplina le modalità con le quali i soggetti che effettuano i conferimenti si impegnano al rispetto dell'obbligo); e) l'intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione in relazione all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo, non deve appartenere al gruppo del soggetto conferente; f) la delibera dell'organo di amministrazione della SGR deve illustrare

Peraltro, il regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, in materia di gestione collettiva del risparmio, identifica alcune ulteriori ipotesi tipiche di operazioni in conflitto di interessi. Il provvedimento in parola, infatti, prevede che nella gestione degli OICR non sia consentito investire in strumenti finanziari emessi dalla SGR che ha istituito o che gestisce il fondo, né investire in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR o della SICAV, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti. Il patrimonio del fondo non può essere altresì investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3 per cento del valore del fondo. Tali divieti non trovano applicazione con riferimento alle operazioni in titoli quotati e strumenti finanziari derivati. Inoltre, si prevede che, per ciascuna operazione di collocamento di strumenti finanziari operata da società del gruppo di appartenenza della SGR, quest'ultima non può acquistare, in fase di collocamento, strumenti finanziari in misura complessivamente superiore al 25 per cento dell'ammontare dell'impegno di collocamento assunto da ciascuna società in questione²⁸⁰.

Il legislatore individua pertanto *ex ante* una serie di fattispecie in cui opera una presunzione assoluta circa l'esistenza di un conflitto di interessi, imponendo per tal via divieti e particolari cautele destinati ad operare *ope legis* ogni qual volta ricorrano le condizioni previste. Si tratta di strumenti finalizzati ad impedire il verificarsi di una

l'interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori all'operazione e va assunta su conforme parere favorevole dell'organo di controllo. I limiti quantitativi non si applicano se le quote hanno un valore nominale superiore ai 250.000 euro; né i suddetti limiti né l'obbligo di motivazione si applicano in caso di fondi riservati o speculativi. Per tutte queste operazioni è inoltre prevista una particolare pubblicità *ex art. 3, comma 5 bis* del decreto in esame.

²⁸⁰ Peraltro, con disposizione non più vigente in quanto coinvolta nell'abrogazione del Capitolo III del Titolo IV del provvedimento operata dal Regolamento congiunto di Banca d'Italia e Consob, si stabiliva che l'organo amministrativo, responsabile della gestione aziendale, dovesse determinare degli obiettivi e le strategie aziendali nonché le politiche di investimento dei fondi e dei patrimoni in gestione (*ivi inclusi i limiti e le procedure previsti per minimizzare i rischi delle situazioni di conflitto di interessi*) e verificarne periodicamente la corretta attuazione.

situazione da cui potrebbe scaturire un'azione del gestore in oggettivo conflitto di interessi, di misure che incidono dunque sull'origine stessa del conflitto. Come abbiamo già rilevato, questa tecnica di normazione presenta il rischio di dettare un impianto alquanto rigido, che introducendo dei divieti assoluti non consente di prendere in considerazione le circostanze concrete delle diverse ipotesi; d'altra parte, tuttavia, le suddette regole hanno il vantaggio di presentare un accertamento della di loro osservanza relativamente semplice, poiché incentrato sulla prova di un fatto, da cui dovrebbero esulare valutazioni di tipo discrezionale.

5. L'adozione di un assetto organizzativo volto a limitare la circolazione delle informazioni: i *chinese walls*²⁸¹

Lo svolgimento di diverse attività finanziarie da parte della medesima entità, giacché moltiplica gli interessi potenzialmente facenti capo al soggetto in questione, incrementa in maniera esponenziale il rischio dell'insorgere di situazioni di potenziale conflitto fra gli stessi: viene infatti comunemente riconosciuto che il pericolo di insorgenza del conflitto tende a presentarsi in maniera tanto più forte quanto più sono numerose le attività ed i servizi offerti dal gestore (o dal gruppo di appartenenza), potenzialmente in grado di dare origini ad interessi contrastanti²⁸². Dunque, il fenomeno

²⁸¹ V. ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., pp. 673-674, il quale rileva che “con il termine « muraglie cinesi » si fa riferimento all'insieme delle regole di fonte secondaria ed aziendale, le quali, incidendo sull'organizzazione dell'intermediario, disciplinano la circolazione tra i dipendenti delle informazioni riservate”, allo scopo di prevenire la possibilità che l'intermediario adotti comportamenti opportunistici a danno del cliente. V. *amplius* ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, cit., p. 350 ss.

²⁸² Pertanto, in passato la banca universale veniva vista con grande sfiducia negli Stati Uniti dove soltanto con l'approvazione del *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999 è stato consentito alle banche commerciali di affiliarsi alle società di intermediazione mobiliare ed alle compagnie assicurative. Cfr. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 285; TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI A., SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari*

della polifunzionalità accentua il conflitto di funzioni in capo agli intermediari, incrementando sensibilmente la probabilità che gli operatori agiscano perseguendo un interesse diverso da quello facente capo agli investitori cui sono legati da un rapporto fiduciario²⁸³.

Ne consegue che la separazione organizzativa tra le diverse attività svolte dal medesimo soggetto è uno degli strumenti tipicamente finalizzati ad ostacolare la comparsa di situazioni di conflitto di interessi: i c.d. *chinese walls* (o *firewalls*) dovrebbero garantire l'indipendenza delle diverse divisioni di una *full-service investment firm*, impedendo il passaggio di informazioni tra i dipartimenti e quindi ostacolando l'eventualità che il compimento delle operazioni finanziarie di un certo segmento possa essere influenzato da considerazioni e valutazioni relative ad un settore diverso.

Nel mercato mobiliare l'idea della separazione tra attività diverse trova origine negli ordinamenti di *common law*, ed in particolare in quello statunitense, nel quale si iniziò a parlare di meccanismi organizzativi di separazione interna a partire dagli anni Sessanta del secolo scorso, in specifica relazione all'*insider trading*²⁸⁴. In questo ambito,

finanziari, mercati e società quotate, cit., p. 88, il quale rileva come sia “inevitabile che l'ampliamento dell'operatività di chi agisce istituzionalmente nell'interesse altrui vada, di regola, di pari passo con l'intensificarsi di vicende in cui gli interessi coinvolti possono essere tra loro contrastanti”.

²⁸³ Così SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 285. Si noti che risale al 1985 un contributo di Marchetti, il quale sottolineava come “la vocazione «parabancaria» dell'intero sistema degli intermediari finanziari se, da un lato, certo esalta la professionalità e la diversificazione della banca, dall'altro canto è destinata a creare delicatissimi problemi di conflitto di interessi pericolosi per il risparmiatore, correlati alla molteplicità di funzioni spesso tra loro oggettivamente conflittuali svolte da uno stesso istituto di credito e dalla società del parabancario da esso controllate”. L'Autore citato proseguiva evidenziando come “rispetto a siffatti problemi la Vigilanza non appare istituzionalmente strumento idoneo ad assicurare al risparmiatore la tutela richiesta dalla posizione conflittuale in cui la banca viene a trovarsi. Il conflitto si riconduce infatti, si è già visto, ad una situazione strutturale del sistema degli intermediari e non ad anomalie comportamentali” (così MARCHETTI, *Dove vanno i fondi comuni di investimento*, cit., p. 1120).

²⁸⁴ V. MONDINI, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nell'ordinamento statunitense*, in ANOLLI, BANFI, PRESTI, RESCIGNO (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Bologna, 2007, p. 221.

infatti, si sviluppò l'idea che l'erezione di "muraglie cinesi", ossia di barriere divisorie tra le diverse attività, fosse indispensabile al fine di ostacolare la circolazione delle informazioni e così assicurare una certa riservatezza nell'operatività dei vari settori²⁸⁵.

La separazione organizzativa consiste nell'introduzione di un'apposita struttura indipendente per ciascuna attività soggetta a separazione; al vertice della struttura viene posto un soggetto responsabile, autonomo rispetto agli altri settori e munito di poteri sufficienti per amministrare il servizio. Soltanto i membri del consiglio di amministrazione sono sovraordinati rispetto ai diversi responsabili, collocandosi pertanto al di sopra delle barriere: tra di essi, infatti, il passaggio delle informazioni è libero affinché possa essere garantita l'efficienza e l'unitarietà dell'amministrazione²⁸⁶.

Tuttavia, le "muraglie cinesi" si sono rivelate uno strumento sostanzialmente inadeguato a risolvere la problematica dei conflitti di interessi degli intermediari polifunzionali giacché non si concretizzano nella realtà in dispositivi di effettiva compartimentazione dei servizi offerti dall'intermediario e, quindi, le probabilità che in seno ad un intermediario polifunzionale si verifichino "infiltrazioni", e sorgano così delle occasioni di sfruttamento dei conflitti di interesse, rimangono considerevoli²⁸⁷.

²⁸⁵ Il modello è stato di seguito mutuato dall'ordinamento inglese: infatti, le muraglie cinesi assumono un ruolo determinante nella disciplina del *Financial Services Act* del 1986. Nel sistema britannico le barriere informative hanno giocato un ruolo importante come misura di prevenzione dei conflitti di interessi, atto a garantire la neutralità dell'intermediario, benché esse vengano comunque utilizzate in modo equilibrato ed individuate con modalità generiche, in base ad un'impostazione "funzionale", così da consentire all'intermediario di articolare come meglio crede la propria struttura interna. V. HUCK, *The Fatal Lure of the « Impermeable Chinese Wall »*, in *94 Banking Law J.* (1977), p. 122; MÉNDEZ-PEÑATE, *The Bank « Chinese Wall »: Resolving and Contending with Conflicts of Duties*, in *Banking Law J.*, 1976, p. 701.

²⁸⁶ Sul punto, v. ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., p. 673; PATRONI GRIFFI, « *Organizzazione interna* » degli intermediari mobiliari, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 52 s. Cfr. anche ANNUNZIATA, *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni*, cit., p. 634.

²⁸⁷ Di CASTRI, *I conflitti di interesse degli analisti finanziari: disciplina statunitense, evoluzione della normativa comunitaria e prospettive nell'ordinamento italiano*, cit., p. 484. Diversamente, è stato da

Le barriere informative, ammesso che siano effettivamente adottate dai singoli intermediari, possono essere inefficaci: diversi studi empirici dimostrano che le muraglie cinesi non sono in grado di prevenire il *leak* di informazioni confidenziali da un comparto all'altro, mentre, in secondo luogo, esse prevengono il flusso tra i diversi comparti delle sole informazioni *riservate* e non hanno invece alcun impatto sui conflitti d'interessi concernenti situazioni di dominio pubblico²⁸⁸. E il fatto che alcune informazioni siano pubbliche non garantisce in nessun modo il fatto che l'intermediario non sfrutti a proprio vantaggio la situazione²⁸⁹.

Peraltro, le "muraglie cinesi" potrebbero anche ritorcersi contro lo stesso investitore laddove l'ottemperanza alle misure ad esse relative venisse invocata dal gestore a dimostrazione della propria "buona fede" e della propria *compliance*²⁹⁰.

alcuni sostenuto che il meccanismo dei *chinese wall* rimanga un sistema valido di gestione dei conflitti, mentre la *glasnost* interna possa comportare un rafforzamento dei conflitti stessi (così MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 62).

²⁸⁸ SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 290.

²⁸⁹ Così ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, cit., p. 853.

²⁹⁰ Circa l'attitudine delle muraglie cinesi a liberare da responsabilità l'intermediario in ipotesi che altrimenti costituirebbero una violazione della normativa sul conflitto di interessi, v. ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., p. 680 ss. L'Autore rileva come il problema sia in sostanza quello della prova dell'avvenuto funzionamento delle barriere informative, ossia del fatto che la notizia tale da rendere l'intermediario interessato al compimento di una data operazione non era conosciuta dal soggetto che aveva dato disposizione di eseguire detta operazione. Enriques conclude nel senso che "che, quando sia dimostrato il corretto funzionamento delle muraglie cinesi, lo stato di conoscenza rilevante sarà quello dell'agente che abbia posto in essere l'operazione: non avrà alcun peso invece l'eventuale conoscenza delle notizie riservate da parte dei rappresentanti legali dell'ente e, a maggior ragione, da parte degli altri agenti dell'intermediario". Continua il citato Autore, affermando che "tale soluzione sembra da privilegiare anche in forza di una considerazione ulteriore rispetto a quanto osservato in precedenza sulla *ratio* anche difensiva delle muraglie cinesi: come è stato autorevolmente sostenuto, l'ordinamento giuridico dovrebbe tendere a porsi in posizione neutrale rispetto alla scelta

Ad ogni modo, tale strumento ha avuto ingresso nella disciplina della gestione collettiva del risparmio ad opera del previgente Reg. Consob 1152/1998, il quale, all'art. 56, comma 4, disponeva che le società di gestione del risparmio e le SICAV, anche al fine di ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi, dovessero adottare procedure interne finalizzate ad ostacolare gli scambi di informazioni con altre società del gruppo che prestano servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini, collocamento e servizi accessori di cui all'articolo 1, comma 6, lettere d) ed e), del Testo Unico²⁹¹.

Ai sensi, invece, dell'art. 39 del Regolamento Congiunto attualmente in vigore, l'esigenza di introdurre le barriere informative diventa meramente eventuale. Infatti, le società di gestione del risparmio sono tenute a formulare ed applicare un'efficace politica di gestione dei conflitti di interessi, all'interno della quale è necessario definire procedure e misure idonee a garantire che i soggetti rilevanti impegnati in diverse attività che implicano un conflitto di interessi potenzialmente in grado di ledere in modo significativo gli interessi di uno o più OICR, svolgano tali attività con un grado di indipendenza adeguato alle dimensioni e alle attività della società e del gruppo cui essa appartiene e all'entità del rischio che gli interessi dell'OICR siano danneggiati. Al fine di garantire il grado di indipendenza di cui sopra, le SGR devono peraltro adottare, *laddove appropriato*, misure e procedure volte a: a) impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportino un rischio di conflitto di interessi, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più OICR; b) garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni implicano lo svolgimento di attività o la prestazione di servizi per conto di OICR da cui possono originare situazioni di potenziale conflitto di interessi con gli OICR, o che siano portatori, a titolo personale o di terzi, inclusa la società, di interessi in conflitto con gli OICR²⁹².

organizzativa degli operatori tra banca universale e gruppo plurifunzionale". Su quest'ultimo punto, v. MASERA, *Intermediari, mercati e finanza d'impresa*, Bari, 1991, p. 151.

²⁹¹ Sul punto, v. ampiamente SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 286 ss.

²⁹² Come precisa il CESR (*CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, 1st Set of Mandates, Second Consultation Paper*, novembre 2004) la predisposizione di una separazione organizzativa non è più obbligatoria

L'introduzione di barriere informative cessa così di essere obbligatoria. Con riferimento alla separazione organizzativa, quindi, la politica legislativa registra un'opportuna battuta di arresto. Il legislatore, infatti, sembra aver acquisito la consapevolezza che, se da una parte è vero che l'innalzamento di un "muro" tra le varie attività, limitando la conoscenza di fatti rilevanti, riduce astrattamente la possibilità che il gestore sfrutti la polifunzionalità a danno del cliente, d'altra parte si pone il problema di verificare in quale misura questo sistema sia realmente idoneo a tutelare gli interessi degli investitori²⁹³. Invero, il meccanismo della separazione organizzativa, ancorché sia senz'altro idoneo a prevenire le situazioni di conflitto, al contempo, riducendo le informazioni a disposizione del gestore, può cagionare una perdita dei vantaggi che comunque la polifunzionalità presenta e, per tal via, costituire causa di occasioni perdute per gli investitori. Per altro verso, si fa strada l'idea che siffatto strumento possa al contrario favorire l'interesse del gestore, il quale sarebbe messo in condizione di servirsi delle regole sulla separazione organizzativa al fine di esonerarsi dalla responsabilità per la gestione infedele²⁹⁴.

(*mandatory*) giacché in linea teorica vi sono altri mezzi per impedire il sorgere di conflitti di interessi. L'utilizzo di strumenti alternativi dovrà essere tuttavia supportato da un'adeguata spiegazione. Sul punto v. ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., p. 130.

²⁹³ Con riferimento alla possibilità di ricondurre alla violazione delle norme in tema di separatezza organizzativa un danno subito dalla clientela, v. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, cit., p. 354; CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1994, I, p. 35; COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993, p. 726.

²⁹⁴ Così FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., pp. 323-324. L'Autore rileva che se l'esistenza di una muraglia cinese portasse ad escludere lo stato di conoscenza del conflitto da parte dell'agente appartenente ad un diverso dipartimento, facendosi dunque affidamento "su una tenuta del muro che è tutta da verificare", ciò andrebbe a detrimento dei clienti, sembrando per contro più opportuno valutare la non conoscenza del conflitto secondo diligenza e correttezza sicché il gestore possa andare esente da responsabilità solo a seguito di un accertamento condotto in concreto. In termini generali, infatti, la proliferazione di regole organizzative spesso costituisce uno strumento di deresponsabilizzazione degli intermediari.

6. La disciplina degli *inducements*

Nell'ambito delle problematiche relative ai conflitti di interessi possono essere ricompresi anche i c.d. *inducements*, ossia le remunerazioni o gli altri benefici che il gestore riceve od ottiene in connessione alla prestazione del servizio di gestione²⁹⁵. Tradizionalmente, il bilancio del gestore del risparmio ricomprende diverse fonti di reddito, suddivisibili in tre categorie: le commissioni di sottoscrizione, *switch*, uscita e i diritti fissi che vengono posti a carico dei partecipanti ai fondi; le commissioni di gestione o di *performance* che vengono corrisposte non dai sottoscrittori, ma dal fondo; la retrocessione di una quota delle commissioni di gestione da parte degli OICR oggetto di investimento o di parte delle commissioni di negoziazione²⁹⁶.

Con specifico riferimento all'ultima delle summenzionate categorie, osserviamo che la retrocessione delle commissioni di gestione si realizza mediante la restituzione di una parte di esse, pagate dai patrimoni gestiti agli OICR oggetto di investimento, mentre la retrocessione di commissioni di negoziazione consiste nella restituzione al gestore che ha impartito un determinato ordine di investimento/disinvestimento all'intermediario negoziatore di una frazione del costo di esecuzione dell'ordine²⁹⁷.

Da più parti si è rilevato come la presenza di accordi che prevedono la retrocessione di una quota delle commissioni pagate dagli OICR bersaglio non possa non

²⁹⁵ Gli *inducements* vengono più precisamente definiti come “ogni tipo di competenza, commissione o prestazione non-monetaria versata a o percepita da un intermediario finanziario in connessione con la prestazione ad un cliente di un servizio di investimento o di un servizio accessorio o anche di una loro combinazione” (così FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2009, pp. 136-137).

²⁹⁶ V. MARROCCO, *Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*, cit., p. 583 ss.

²⁹⁷ La retrocessione effettuata da intermediari terzi (gestori o negoziatori) in favore del gestore può avere ad oggetto denaro (e allora si parla di *hard commission*), come generalmente avviene nella retrocessione di commissioni di gestione, ovvero può avere ad oggetto beni o servizi (c.d. *soft commission*). V. MARROCCO, *Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*, cit., p. 585 e p. 593.

influenzare l'attività svolta dal gestore. In particolare, le principali conseguenze dell'esistenza di accordi di retrocessione delle commissioni sembrano essere una preventiva delimitazione dell'universo degli OICR che possono costituire oggetto di investimento, con le relative conseguenze in ordine all'esigenza di diversificazione dei fondi gestiti, nonché una probabile scarsa trasparenza dei costi a carico dei patrimoni gestiti ed una possibile divaricazione di interessi tra gestore e patrimoni gestiti, con conseguenti situazioni di conflitto di interessi²⁹⁸.

Sotto quest'ultimo profilo, si noti che gli accordi di retrocessione di commissioni di gestione sono idonei ad influenzare negativamente le scelte di investimento del gestore giacché esso, tra quegli OICR con cui ha concluso i suddetti accordi, sarà indotto ad investire su quei prodotti per i quali il livello di commissioni retrocesse è più alto. D'altra parte, gli accordi di retrocessione di commissioni di negoziazione, poiché comportano la restituzione all'intermediario di parte delle commissioni di negoziazione pagate dall'OICR per l'esecuzione sul mercato di un determinato ordine, potrebbero indurre il gestore a compiere un numero di operazioni eccessivo, non correlato all'effettiva realizzazione della politica di investimento ma volto soltanto ad incrementare i profitti derivanti dall'operatività dell'accordo²⁹⁹.

Abbiamo visto che l'asimmetria informativa tra *principal* ed *agent* e l'impossibilità per gli investitori di monitorare efficacemente l'attività del gestore implica il rischio che il gestore persegua i propri interessi in danno di quelli dei sottoscrittori. Pertanto, tra i vari presidi volti a scongiurare i comportamenti opportunistici dell'*agent*, si colloca anche la

²⁹⁸ Queste conclusioni sono supportate da un'analisi condotta sulla selezione degli investimenti effettuati da alcune SGR che avevano stipulato accordi di retrocessione. Sul punto, *amplius*, MARROCCO, *Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*, cit., p. 590 ss. Cfr. anche LINCiano, MARROCCO, *Fondi di fondi e accordi di retrocessione*, Quaderno di finanza n. 49 (gennaio 2002), p. 10 ss, reperibile su www.consob.it; FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, cit., pp. 148-149.

²⁹⁹ MARROCCO, *Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*, cit., pp. 593-594.

predisposizione di uno schema retributivo tale da creare una convergenza tra gli interessi del gestore e quelli dell'investitore³⁰⁰.

Ciò nondimeno, fino al recepimento della dir. MiFID in Italia non esisteva una vera e propria disciplina degli *inducements*: per quanto attiene alla gestione collettiva, in particolare, il tema era trattato indirettamente nell'art. 49 del Reg. Consob 11522/1998, il quale imponeva soltanto dei presidi di trasparenza³⁰¹. La problematica era stata inoltre affrontata in maniera incidentale dalla Consob in diverse comunicazioni, le quali - seppur come noto non vincolanti - possono tuttavia contenere (e solitamente contengono) raccomandazioni che gli operatori non dovrebbero ignorare³⁰². In generale, l'orientamento espresso dall'autorità di vigilanza, che riconduceva la tematica *de qua* nell'alveo della

³⁰⁰ MARROCCO, *Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*, cit., p. 596. L'Autore citato rileva come sia essenziale innanzi tutto la trasparenza di ogni costo e di ogni provento prodotto in qualsiasi modo dalla gestione; inoltre, il sistema di remunerazione è idoneo a retribuire il gestore in maniera efficiente se è in grado di retribuirlo in misura proporzionale allo sforzo da questi effettuato con l'attività di gestione. Nell'ipotesi, invece, in cui la retrocessione entra a far parte della remunerazione la situazione di incertezza che si determina nella definizione dei costi a carico dell'investitore crea uno squilibrio tra le contrapposte posizioni contrattuali.

³⁰¹ Il secondo comma della norma in questione prevedeva infatti che le società di gestione del risparmio e le SICAV dovessero individuare i casi in cui le condizioni contrattuali convenute con i soggetti che prestano servizi a favore di dette società configgono con gli interessi degli OICR gestiti e che dovessero assicurare: *a)* che il patrimonio degli OICR non fosse gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti; *b)* che venissero 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. L'obbligo di comunicazione presuppone la liceità delle convenzioni stipulate tra gestori e negozianti che prevedevano la retrocessione delle commissioni. Sul punto, v. MARROCCO, *Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*, cit., p. 614 ss.

³⁰² Si tratta delle comunicazioni n. DI/9004451 del 25-1-1999 (*soft commission*); n. DI/20844 del 16-3-2000 (commissioni di movimentazione); n. DIN/1009635 dell'8-2-2001 (remunerazione del gestore); n. DIN/1011290 del 15-2-2001 (remunerazione del gestore).

disciplina del conflitto di interessi, era nel senso dell'ammissibilità degli accordi di retrocessione purché venissero rispettati dagli intermediari determinati obblighi di trasparenza e di *best execution*. Inoltre, si raccomandava ai gestori di non addebitare al cliente le c.d. commissioni di movimentazione o operative (ossia le commissioni in ragione del numero e/o del controvalore delle operazioni), né in generale commissioni tali da determinare una duplicazione di oneri a carico del cliente³⁰³.

Con la direttiva MiFID di secondo livello – atto della Commissione, destinato a dettare le modalità esecutive dei principi contenuti nella direttiva MiFID di primo livello – viene introdotta una specifica disciplina degli incentivi, volta a garantirne la trasparenza ed a ridurre l'utilizzo al fine di assicurare una maggiore tutela degli investitori³⁰⁴. Benché

³⁰³ L'*European Securities and Markets Authority* (di seguito ESMA) ha preso il posto, dal 1 gennaio 2011, del CESR (*Committee of European Securities Regulators*). Si tratta dell'organismo che raggruppa le Autorità nazionali di vigilanza dei mercati finanziari dell'Unione Europea. Nel 2002 il CESR aveva pubblicato la versione definitiva di un documento contenente i propri orientamenti in materia di armonizzazione delle regole di condotta da rispettare nella prestazione dei servizi di investimento (v. CESR, *Standards and rules for harmonizing core conduct of business rules for investor protection* (aprile 2002), reperibile su www.europecesco.org, ora www.esma.europa.eu). Tuttavia, tali principi devono ritenersi validi solo per la gestione di portafogli su base individuale, e non anche per la gestione collettiva. Valga però la pena di notare come, nella visione del CESR, i vincoli imposti alla modalità di remunerazione del gestore, pur non sovrapponendosi alle regole in tema di conflitto di interessi, venivano ad esse significativamente accostati. Nel maggio del 2007 il CESR ha adottato delle misure di cooperazione, sotto forma di raccomandazione, che costituiscono il terzo livello della procedura Lamfalussy, su cui *infra*. Le soluzioni interpretative del CESR (ora ESMA) non hanno carattere vincolante ma senz'altro sono destinate a produrre sulle autorità nazionali orientamenti convergenti in sede applicativa.

³⁰⁴ Come è stato rilevato, la disciplina degli *inducements* si inserisce a pieno titolo nella complessa architettura normativa della c.d. procedura Lamfalussy, introdotta nell'ambito del *Financial Services Action Plan* comunitario per la creazione di un mercato unico dei capitali, nel senso che la regolamentazione degli incentivi si ritrova ai diversi livelli dell'architettura in questione, sollevando così vari problemi interpretativi. Sul punto, v. *supra*, cap. II, nota 34, nonché FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, cit., p. 136 ss., il quale rileva come si tratti di “un sistema barocco, ridondante”. V. anche COMPORTI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, cit., pp. 606-607. Per un'interessante panoramica della regolamentazione della

la normativa sugli incentivi sia stata inserita dal legislatore comunitario nel novero delle regole di condotta stabilite dall'art. 19 della direttiva MiFID di primo livello, e non ricompresa nella disciplina sui conflitti di interesse contenuta nell'art. 18, l'art. 21, lett. e) della direttiva di secondo livello testimonia tuttavia l'esistenza di una connessione tra incentivi e conflitti, giacché, tra i casi di conflitto di interessi, sono comprese le ipotesi nelle quali l'intermediario riceve, da una persona diversa dal cliente, un incentivo in relazione con il servizio prestato a quest'ultimo, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio. Peraltro, la direttiva di secondo livello affronta la tematica degli incentivi anche all'art. 26, nell'ambito della disciplina delle regole di comportamento dell'intermediario finalizzate ad una prestazione del servizio nel miglior interesse del cliente, ed il contenuto della suddetta norma è stato sostanzialmente ripreso dal Regolamento Intermediari, che esamineremo nel prosieguo. Se ne deduce che la disciplina degli incentivi si ricollega a due diversi ma connessi principi dettati dalla direttiva di primo livello: il principio organizzativo ed il principio comportamentale.

Come già visto, alla direttiva MiFID ha dato attuazione il d.lgs. 164/2007, che ha novellato il TUF, cui sono seguiti i corrispondenti interventi di novellazione della regolamentazione secondaria. La materia degli incentivi è stata delegata dal novellato art. 6 del TUF al potere regolamentare della Consob, sentita la Banca d'Italia, sia per i profili di trasparenza (comma 2, lett. a, n. 1), sia per i profili di correttezza dei comportamenti (comma 2, lett. b, n. 5). Al contempo è stato affidato al potere regolamentare congiunto di Consob e Banca d'Italia l'introduzione di una disciplina dei requisiti organizzativi degli intermediari, inclusa la gestione dei conflitti di interessi potenzialmente pregiudizievoli per i clienti e le procedure anche di controllo interno per la percezione o la corresponsione degli incentivi (comma 2 *bis*, lett. l e lett. n). Infatti, a norma dell'art. 15 del Regolamento Congiunto, gli intermediari, ed i gestori in forza del rinvio *ex art.* 30 del medesimo provvedimento, sono tenuti a predisporre procedure interne di controllo dirette ad

remunerazione del gestore nei principali ordinamenti esteri, v. MARROCCO, *Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*, cit., p. 598 ss.

assicurare il rispetto delle disposizioni adottate per la prestazione dei servizi, ivi comprese le disposizioni relative alla corresponsione e alla percezione di incentivi. Peraltro, ai sensi dell'art. 38 del medesimo regolamento, nel considerare le situazioni di conflitto di interessi, le SGR sono tenute a valutare se la società, un soggetto rilevante, una persona avente un legame di controllo diretto o indiretto con la società, o uno o più clienti ricevano o possano ricevere, da soggetti diversi dagli investitori, incentivi in connessione alla prestazione del servizio di gestione collettiva, sotto forma di denaro, beni o servizi, diversi e ulteriori rispetto ai compensi normalmente percepiti per il servizio³⁰⁵. Tale situazione rappresenta dunque un potenziale conflitto di interesse fra il cliente e il gestore, ed obbliga perciò quest'ultimo ad adottare le misure idonee a gestire il rischio di ledere l'interesse del cliente.

Ciò posto, veniamo quindi alla disciplina specificamente dettata sul punto dall'art. 73 del Reg. Consob 11690/2007. Ai sensi della norma *de qua*, le società di gestione del risparmio e le SICAV non possono, in relazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, versare o percepire compensi o commissioni oppure fornire a terzi o ricevere da terzi prestazioni non monetarie ad eccezione di:

a) compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti da un investitore o da una persona per conto dell'investitore;

b) compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a - o da - un terzo o ad una persona che agisca per conto di un terzo, purché siano soddisfatte le seguenti condizioni: 1) l'esistenza, la natura e l'importo di compensi, commissioni o prestazioni o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo, siano comunicati chiaramente all'investitore, in modo completo, accurato e comprensibile e prima della prestazione del servizio; 2) il pagamento di compensi o commissioni o la fornitura di prestazioni non monetarie sia volta ad accrescere la qualità del servizio di gestione collettiva e non ostacoli l'adempimento da parte della società dell'obbligo di servire al meglio gli interessi degli OICR;

³⁰⁵ V. FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, cit., p. 138.

c) compensi adeguati che rendano possibile la prestazione del servizio di gestione o siano necessari a tal fine, come ad esempio i costi di custodia, le commissioni di regolamento e cambio, i prelievi obbligatori o le spese legali, e che, per loro natura, non possano entrare in conflitto con il dovere della società di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi degli OICR.

Il nuovo Regolamento Intermediari, in conclusione, ha opportunamente esteso l'applicazione della disciplina degli incentivi, dalla dir. MiFID prevista solo per i servizi di investimento, anche all'ambito dei servizi di gestione collettiva³⁰⁶. La norma in oggetto è appunto strutturata come un divieto di ricevere (o concedere) pagamenti o altri benefici in relazione con la prestazione dei servizi salvo le seguenti ipotesi: i) che il pagamento dell'incentivo sia stato effettuato a favore del gestore dal cliente stesso; o ii) che in relazione all'incentivo corrisposto da ovvero a un terzo (a) sia stato reso nota al cliente in modo completo, esatto e comprensibile prima della prestazione del servizio l'esistenza, la natura e l'importo dell'incentivo (oppure il metodo di calcolo dello stesso); (b) si tratti di un pagamento diretto ad aumentare la qualità del servizio e (c) non rappresenti un ostacolo all'obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente; iii) che si tratti di remunerazioni di altri servizi, che rendono possibile o che sono necessari al fine della prestazione del servizio principale offerto al cliente (ad es. spese legali, commissioni di cambio)³⁰⁷.

La novità più rilevante è probabilmente quella *sub* ii), inerente agli incentivi corrisposti da terzi³⁰⁸, giacché si prevede l'obbligo per i gestori di informare i clienti degli

³⁰⁶ Sul punto, v. FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, cit., p. 140. L'Autore sottolinea come il legislatore nazionale, nell'estendere numerose regole della MiFID, abbia inteso perseguire una linea unitaria ed organica di regolamentazione dell'intero settore, specialmente con riguardo a tipologie di prodotti formalmente diversi ma sostanzialmente omogenei per la natura dei rischi sottesi, creando così un effettivo *level playing field*.

³⁰⁷ TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., pp. 166-168.

³⁰⁸ FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, cit., p. 146. L'Autore evidenzia come questa sia l'ipotesi più critica giacché la legittimità di tali incentivi è subordinata al rispetto delle suddette condizioni e l'incentivo che non si conformi anche ad una sola di esse è vietato. Inoltre l'Autore sottolinea come le condizioni *sub* b) e *sub* c) vadano valutate a priori, nel momento in cui è

incentivi ricevuti da controparti terze e di dare prova che tali incentivi non solo non compromettono la qualità del servizio fornito al cliente, ma sono diretti ad accrescerla. La nuova normativa di matrice comunitaria ammette di conseguenza le remunerazioni soltanto ove destinate a garantire una migliore tutela degli interessi dei clienti e prescrive degli stringenti obblighi informativi³⁰⁹.

Anche nei documenti dello IOSCO le commissioni e le remunerazioni vengono in rilievo come possibili fonti di conflitto: esse sono reputate alla stregua di elementi frequentemente distorsivi, in grado di indurre il gestore a deviare rispetto all'obiettivo della cura dell'interesse del cliente.

In particolare, il *Report on elements of international regulatory standards on fees and expenses of investment funds* del novembre 2004³¹⁰ stabilisce che la remunerazione del gestore debba essere tale da impedire l'insorgenza dei conflitti di interesse e non deve costituire un incentivo ad agire in maniera contraria agli interessi del cliente. Il problema viene affrontato in relazione alle *soft commissions*, all'investimento in fondi gestiti dal medesimo intermediario che ne dispone l'acquisto o da entità affiliate e alla conclusione di accordi di retrocessione. Lo IOSCO raccomanda che nelle menzionate ipotesi sia monitorato il più possibile il rischio di conflitti, mediante il ricorso a limitazioni, regole di *disclosure* e *best execution*, e che in ogni caso tutti i profitti vadano a beneficio unicamente del fondo e non del gestore³¹¹.

definito l'accordo con il terzo, e non nel momento dell'effettivo pagamento dell'incentivo. Peraltro, viene rilevato come la valutazione circa il miglioramento della qualità del servizio possa riguardare anche una categoria di servizi, e non necessariamente quindi il servizio reso al singolo cliente. Con riferimento, infine, ai doveri di trasparenza, occorre escludere che una clausola opaca o reticente possa soddisfare l'obbligo informativo *de quo*.

³⁰⁹ Il CESR e la Consob sono intervenute per indicare dei criteri sulla base dei quali verificare se tale condizione sia effettivamente soddisfatta. Sul punto, v. FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, cit., pp. 147-148.

³¹⁰ Il documento è reperibile su www.iosco.org.

³¹¹ Il punto n. 21 stabilisce che “*The conditions of remuneration of the fund operator should comply with three main principles: transparency, prevention of conflicts of interest, as conditions of remuneration of fund operators should not create an incentive to behave contrary to the interest of the*

Ancora più di recente è stato reso pubblico un *Report* predisposto dal Comitato Tecnico dello IOSCO precisamente sul tema delle *soft commission* quale fonte di conflitti di interessi. Il documento non prevede nuove raccomandazioni e prendere in esame le problematiche a ciò relative e le soluzioni adottate anche in una prospettiva comparativa³¹².

Avviandosi a conclusione, vediamo che il disegno complessivo risultante dall'articolato quadro normativo in materia di incentivi “sconta l'ambiguità del tema” giacché trattasi di problematica che per un verso è attratta nella disciplina organizzativa dell'intermediario sul conflitto di interessi, destinata ad operare in via preventiva, mentre per altro verso incide sulle regole di comportamento dell'intermediario nel rapporto con il cliente, con le connesse questioni inerenti al diligente adempimento delle obbligazioni ed ai relativi profili di responsabilità³¹³.

investor, fairness of competition; disclosure requirements (should prevent any distortion among operators)”. Il punto n. 35 chiarisce invece che “Regulators also agree that soft commissions may create conflicts of interest for fund operators. Regulation should therefore seek to ensure that those conflicts are either eliminated or managed in the investors’ best interests”.

³¹² Si tratta del *Report on soft commission arrangements for collective investment schemes* del novembre 2007. Il documento spiega innanzi tutto in quale maniera le *soft commission* possono determinare l'insorgere di conflitti di interessi (“*Soft commission arrangements present conflicts between the interests of a CIS operator and the CIS and its investors. In particular, the CIS operator receives goods and services from the broker-dealer that the CIS operator does not have to pay for itself. Those benefits could be used to benefit other CIS and non-CIS clients of the operator, not just the CIS whose commissions generated the benefit. This could create an incentive on the part of the CIS operator to generate portfolio securities transactions for a CIS in order to increase soft commission payments*”) e poi enuncia le soluzioni legislative adottate nelle giurisdizioni partecipanti al Comitato Tecnico, che sono le più diverse, ferma restando la diffusa vigenza di regole di trasparenza e *best execution*.

³¹³ Sul punto, v. FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, cit., pp. 139-140. L'Autore si sofferma inoltre sul problema delle sanzioni che può comportare la violazione di regole organizzative e comportamentali in materia di incentivi.

CAPITOLO QUARTO

L'INDIVIDUAZIONE E LA GESTIONE DELLE SITUAZIONI DI CONFLITTO DI INTERESSI

1. La nozione rilevante di conflitto di interessi: questioni terminologiche

Una volta delineato il quadro dei rimedi volti a prevenire l'insorgere di situazioni di conflitto di interessi tra gestore ed investitore, occorre procedere alla disamina dei profili problematici relativi all'identificazione e gestione delle situazioni di conflitto di interessi la cui insorgenza non sia stato possibile scongiurare³¹⁴.

La normativa di rango primario, oltre a prevedere che la società di gestione del risparmio debba operare nell'interesse dei partecipanti al fondo³¹⁵, introduce una disciplina dell'*attività* ed una disciplina dell'*atto*: l'art. 40, comma 1, lett. b), del TUF stabilisce, come abbiamo già visto, che il gestore debba organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse, anche tra i patrimoni gestiti, e che, in situazioni di conflitto, questi debba agire in modo da assicurare comunque un *equo trattamento* dei fondi gestiti³¹⁶.

³¹⁴ Viene qui mutuata la distinzione tra tecniche di prevenzione e tecniche di risoluzione del conflitto utilizzata dalla dottrina in un diverso ambito. V. NATOLI, *Il conflitto dei diritti e l'art. 1380 del codice civile*, Milano, 1950, p. 47 ss.

³¹⁵ Come già ricordato, l'art. 36, comma 4, del TUF prevede che la società promotrice, il gestore e la banca depositaria debbano agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, mentre l'art. 40, comma 1, del TUF stabilisce che la società di gestione debba operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato.

³¹⁶ Si noti che, conformemente a quanto previsto dal 25° Considerando della Direttiva MiFID di II livello, non si prevede un'applicazione differenziata della disciplina dei conflitti di interesse in funzione della natura dei soggetti con i quali si relaziona l'intermediario (ossia, cliente al dettaglio, professionale o qualificato). Benché quindi la Direttiva MiFID di I livello contempli differenti classi di clientela cui è possibile associare un diverso grado di protezione, l'adempimento delle disposizioni in

Tuttavia, le norme di carattere primario che regolano il conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio non forniscono una definizione del sintagma “conflitto di interessi”; nessuna disposizione di legge indica quando un conflitto di interessi tra gestore e cliente debba realmente considerarsi esistente e, pertanto, vi è disciplina senza descrizione del fatto³¹⁷.

Conseguentemente, l'individuazione del fatto viene rimessa all'interprete. La mancata descrizione dei requisiti oggettivi e soggettivi della fattispecie è fenomeno frequente, comune ai concetti indeterminati, quale quello di conflitto di interessi. In queste ipotesi, dunque, l'attività di determinazione del presupposto fattuale, indispensabile per la ricostruzione della regola, è affidata all'operatore del diritto³¹⁸. Tuttavia, trattasi di operazione di non agevole espletamento.

Innanzitutto, abbiamo già osservato come nel nostro ordinamento siano presenti diverse nozioni di conflitto di interessi (o di interesse, a seconda della dizione legislativa prescelta³¹⁹), le quali offrono una pluralità di modelli di disciplina³²⁰. Inoltre, la dottrina ha

materia di conflitto di interessi configura un obbligo che prescinde dallo *status* del cliente. Sul punto, v. ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., pp. 137-138.

³¹⁷ V. RAZZANTE, *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, cit., p. 60. Cfr. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da CICU E MESSINEO e continuato da MENGONI, Milano, 1980, in particolare p. 183, dove si richiama il concetto di definizione secondo Aristotele, il quale appunto evidenzia come la definizione sia un discorso che significa il cosa è, l'essenza della cosa definita, mediante l'indicazione del genere e della differenza specifica. Rileva l'importanza dell'intervento dell'interprete al fine della produzione della regola, in particolar modo in caso di norme che non individuano completamente la fattispecie, GENTILI, *L'argomentazione nel sistema delle fonti*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 2001, p. 481 ss.

³¹⁸ Sul punto, ampiamente, MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 6 ss. Cfr. anche SCOGNAMIGLIO, *Fatto giuridico e fattispecie complessa*, cit., p. 343.

³¹⁹ Con riferimento ad una possibile spiegazione da attribuire alla scelta legislativa fra le alternative dizioni di *conflitto di interessi* e *conflitto di interesse*, v. MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 253.

³²⁰ V. *supra*, cap. I, par. I.

evidenziato il carattere incerto del concetto stesso di “interesse”, vocabolo che ricorre frequentemente nelle disposizioni legislative e che risulta però sprovvisto di una definizione che possa vantare una qualche precisione di contenuto³²¹.

In via di prima approssimazione, l’interesse può essere inteso come un semplice rapporto di tensione tra un soggetto ed un bene, e quindi si tratta di una situazione presupposta da altre situazioni che ne conseguono³²². Accogliendo invece una prospettiva *lato sensu* economica, possiamo rilevare come l’interesse sia l’utilità attesa, ipotetica e futura, collegata ad un determinato evento. Esso consiste in una proiezione mentale del vantaggio che si può ricavare da una certa attività e rappresenta dunque, nei rapporti negoziali, lo scopo che muove le parti di un contratto e, per tal via, ne giustifica l’esistenza³²³.

Nella gestione collettiva del risparmio, in termini generali, possiamo asserire che l’interesse dell’investitore è quello di ottenere il massimo guadagno sopportando il minimo rischio, mentre l’interesse del gestore è quello di lucrare quanto più possibile dall’attività di gestione svolta. Abbiamo visto che il gestore cui è affidata la cura dell’interesse del cliente subirà la tentazione di operare in maniera opportunistica, in violazione dell’affidamento della controparte, laddove i costi che potrebbero derivare da

³²¹ Così FERRO LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori – Profili di sistema*, cit., p. 662 ss. In particolare, l’Autore rileva come non si possa dare una definizione dell’interesse in sé, e quindi occorra accontentarsi di una delimitazione dell’area rilevante. Come ci ha mostrato SACCO, “non c’è movente umano che non possa tradursi in un «interesse»” (così SACCO, DE NOVA, *Il contratto*, Tomo II, Torino, 1996, p. 692). Cfr. anche STESURI, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 6.

³²² BETTI, *Interesse (teoria generale)*, in *Nuovissimo Digesto Italiano*, VIII, 1962, p. 838 ss. V. anche STESURI, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 6, il quale evidenzia come possa parlarsi di interesse sia in senso oggettivo, sotto il profilo cioè di un interesse tipico astrattamente identificato dalla legge (ad es. il diritto di proprietà), sia in senso soggettivo, ossia con riferimento alla sua concreta relazione con un particolare soggetto che ne è titolare (ad es. il diritto di proprietà che fa capo ad una determinata persona fisica).

³²³ Così SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 277. L’Autore richiama inoltre, sul concetto di interesse in generale, l’opera di JAEGER, *L’interesse sociale*, Milano, 1964. V. anche TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d’interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 83.

siffatta condotta – in termini sanzionatori e reputazionali – siano da questi percepiti come inferiori ai benefici³²⁴. Dunque il rapporto tra cliente ed intermediario è caratterizzato in maniera permanente da una tensione fisiologica, che diventerà patologica laddove l'intermediario dovesse optare per il sacrificio dell'interesse del cliente allo scopo di avvantaggiare ingiustamente sé od altri³²⁵.

Infatti, sebbene sia normale che ogni operatore del mercato agisca per massimizzare il proprio benessere, nel caso di una relazione fiduciaria³²⁶ l'intermediario

³²⁴ TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 89. V. anche MATTEI, *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un'ipotesi di lavoro*, cit., p. 249, il quale rileva come “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. Naturalmente ogni monitoraggio ha un proprio costo, e la soluzione giuridica che consente il monitoraggio al minor costo possibile sarà nella ricetta gius-economica quella da preferire”.

³²⁵ SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 277. V. anche LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 760, il quale evidenzia come nell'ambito dell'intermediazione finanziaria si crei una “situazione strutturale che sotto molti aspetti favorisce i conflitti di interesse”. V. anche ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., p. 651, il quale evidenzia come “il rapporto tra intermediario mobiliare e cliente è caratterizzato da forti asimmetrie informative tra le parti. Dal fatto che il cliente è in grado di valutare la qualità del servizio reso solo *ex post* deriva che, nel corso del rapporto, il cliente medesimo deve confidare nella volontà della controparte di eseguire con correttezza e diligenza la propria prestazione. In altri termini, la natura del rapporto impone al cliente di riporre *fiducia* nella controparte, mentre permette di fatto a quest'ultima di adottare comportamenti opportunistici a danno del primo”.

³²⁶ In dottrina si è sostenuto che la dizione “attività fiduciaria” sia “ambigua, polisensa e, soprattutto, priva di un significato tecnico” e che venga generalmente impiegata soltanto per indicare un'attività “avente ad oggetto la gestione di patrimoni svolta nell'altrui interesse” (così ZACCHEO, *Gestione fiduciaria e disposizione del diritto*, Milano, 1991, p. 23). Sul punto, v. l'ampia trattazione VISENTINI, *Aspetti giuridici del rapporto fiduciario*, in *Banca borsa Titoli di Credito*, 1985, I, in particolare p. 84,

assume istituzionalmente l'impegno di realizzare al meglio l'interesse del cliente e, pertanto, qualsiasi comportamento che sacrifichi la cura dell'interesse del fiduciante allo scopo di conseguire il proprio tornaconto concreta un abuso del potere conferito per il perseguimento dell'interesse altrui e, quindi, un'illegittima deviazione dalla condotta dovuta³²⁷.

La nozione di conflitto di interessi non può essere determinata senza fare riferimento al rapporto che lega i due soggetti portatori di interessi in contrasto. Ed invero, come già visto, il problema del conflitto di interessi nell'ambito della gestione collettiva del risparmio deve essere affrontato tenendo innanzi tutto conto che la relazione che si viene a creare tra società di gestione e sottoscrittori del fondo è di tipo fiduciario³²⁸.

ove l'Autore rileva come la qualifica di un rapporto quale "fiduciario" sia da ricollegarsi alla natura della fonte del rapporto stesso. Cfr. anche MEO, *Problemi e tendenze attuali dell'attività fiduciaria*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 103; LENER, *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982, V, c. 147; FERRARINI, *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1982, I, p. 215; GALLARATI, *La delega di funzioni per la gestione patrimoniale nell'interesse altrui: un modello efficiente*, cit., p. 941 ss. Sul punto, si veda anche quanto detto *supra*, cap. I, par. 3.

³²⁷ Come rilevato dalla dottrina, ciò che è essenziale perché possa parlarsi di relazione fiduciaria è che il gestore operi nell'interesse del cliente, ossia che gli effetti delle scelte compiute dal gestore si producano sul patrimonio del cliente (dissociazione tra potere di decisione e sopportazione del rischio). Non importa definire quale sia lo strumento giuridico attraverso il quale si consente al gestore di agire con effetti nella sfera altrui, né è necessario qualificare il rapporto di gestione ai fini di un suo inquadramento nella categoria delle relazioni fiduciarie: è il controllo sulla ricchezza altrui che rende la posizione del gestore fiduciaria, "a causa dell'affidamento in lui dal cliente circa la rispondenza delle scelte effettuate e degli atti compiuti al suo interesse". Sul punto, v. FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 292 e p. 294.

³²⁸ La SGR effettua scelte di investimento e disinvestimento allo scopo di valorizzare il patrimonio dell'OICR; le obbligazioni del gestore sono *open-ended* poiché il contenuto di esse non può essere definito nel dettaglio se non in relazione al fine per cui l'incarico è conferito, ossia la valorizzazione del patrimonio dell'OICR. Corretto appare il rilievo secondo cui proprio nelle gestioni in monte, stante l'assoluta discrezionalità del gestore e la mancanza di poteri di intervento degli investitori nella gestione, il ruolo che assume la fiducia è notevolmente maggiore ed assolutamente cruciale (sul punto, v. FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 289 e p. 294 ss.;

Abbiamo già visto come, per l'analisi dei rapporti tra cliente ed intermediario, e in specifico rapporto con l'eventuale fase patologica degli stessi, sia utile fare riferimento al concetto economico dell'*agency*, il quale consente di ben ricostruire il fenomeno della relazione fiduciaria, in generale, e della relazione tra intermediario ed investitore, in particolare.

Infatti, nei rapporti sinallagmatici, il conflitto tra i diversi (e talvolta opposti) interessi delle parti è del tutto fisiologico³²⁹: ciascuna delle parti è portatrice dei propri interessi, i quali verosimilmente sono in contrasto con quelli della controparte ma tale conflitto è assolutamente naturale e viene generalmente composto attraverso lo strumento del contratto, il quale appunto consente alle parti di addivenire ad un accordo reciprocamente favorevole³³⁰. Dunque, in tali casi, la presenza di confliggenti interessi dei contraenti, lungi dall'essere sintomo di qualche problema, è per contro il fenomeno che

VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 469). Peraltro, poiché la discrezionalità di cui è investito il gestore deve essere "funzionalizzata" a vantaggio esclusivo del cliente, ogni inadempimento al suddetto obbligo rappresenta un comportamento illegittimo. Il risultato che l'inadempimento connesso con un conflitto di interessi realizza si risolve in un'appropriazione da parte del gestore di risorse che dovrebbero spettare al cliente e, pertanto, "si hanno un arricchimento ed un impoverimento non giustificati dalla natura del rapporto che intercorre tra le parti, ma conseguenza di un atto che assume lo stesso significato della truffa" (così FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 305).

³²⁹ Interessante sul punto la riflessione di MONATERI, *Ripensare il contratto: verso una visione antagonistica del contratto*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003, I, p. 409 ss.

³³⁰ Gli interessi danno luogo a situazioni giuridiche soggettive che nella maggior parte dei casi si rivelano contrastanti tra loro in quanto alla situazione di vantaggio per una delle parti si contrappone una situazione di svantaggio per l'altra parte. Normalmente, tuttavia, nei rapporti sinallagmatici, non interviene l'ordinamento per attribuire ad uno degli interessi in gioco maggiore rilevanza rispetto all'altro poiché saranno le parti stesse, nell'ambito della loro autonomia contrattuale, a trovare una soluzione. V. STESURI, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 7. Cfr. anche FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, p. 112, il quale Autore rileva come il conflitto di interessi sia "connaturato colla struttura dello scambio perché in tal caso l'utile tipicamente perseguito con la conclusione dell'affare si deve realizzare per ciascun partecipante a carico dell'altro".

giustifica la conclusione del contratto stesso. Contratto che rappresenta quindi il punto di incontro tra gli interessi individuali delle parti³³¹.

Invece, nelle relazioni fiduciarie, nelle quali ad una parte è istituzionalmente affidata la cura dell'interesse della controparte, l'attività successiva cui il fiduciario si obbliga è funzionale soltanto alla cura dell'interesse del fiduciante, e non alla cura dell'interesse proprio del fiduciario³³². In altre parole, quindi, quest'ultimo, una volta ottenuto l'incarico di gestione, dovrebbe "spogliarsi" di qualunque interesse *stricto sensu* proprio e, al contempo, considerare come proprio interesse il perseguimento dell'interesse del fiduciante. In queste ipotesi, dunque, laddove il gestore consenta invece l'ingresso di un interesse personale che contrasta con l'interesse del gestito, il conflitto che sorge in capo al medesimo soggetto fra l'interesse proprio e l'interesse altrui apre la porta a situazioni gravemente patologiche.

³³¹ Per meglio chiarire il concetto, potremmo semplificare e dire che in questi casi il conflitto è tra A, portatore dell'interesse di A, e B, portatore dell'interesse di B. Si tratta quindi di un conflitto fra gli interessi facenti capo a *due soggetti diversi* ed è un conflitto perfettamente lecito giacché è ovvio e fisiologico che ogni parte cerchi di perseguire il proprio tornaconto e ciascuna delle parti è in pieno diritto di farlo. Per esempio, se A è interessato all'acquisto di un immobile di B, A cercherà di comprare al prezzo più basso e B di vendere al prezzo più alto. Se A e B troveranno un compromesso tra i rispettivi e opposti interessi, stipuleranno un contratto di compravendita per un prezzo che entrambi ritengono a sé favorevole e che rappresenterà dunque il punto di incontro tra le rispettive esigenze.

³³² Mentre nei contratti caratterizzati dalla *causa vendendi* domina il principio di tradizione anglosassone del *caveat emptor*, in presenza di una *causa mandati* non vale certo per il *dominus* il principio *caveat contractor*, poiché il gestore, nel rapporto con l'investitore, *non vende* bensì *agisce nell'interesse* di questi in forza di un contratto che non è di scambio ma di cooperazione (o di sostituzione). Ne deriva che gli atti posti in essere dal gestore sono atti di esecuzione del rapporto di cooperazione, che è un rapporto fiduciario. Sul punto MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., pp. 587-588. Cfr. anche LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., pp. 758-759, il quale evidenzia come i contratti del mercato finanziario, benché non siano perfettamente coincidenti con il mandato, hanno comunque un legame abbastanza saldo con la cooperazione gestoria.

Ciò poiché, mentre nei rapporti sinallagmatici ogni parte si preoccupa della cura del proprio tornaconto, nelle relazioni fiduciarie, invece, essenza stessa del rapporto è l'affidamento ad una parte della cura dell'interesse della controparte, la quale, avendo demandato questo compito ad un altro soggetto, si trova quindi nell'impossibilità di provvedervi essa stessa³³³. E ancora, bisogna considerare che il contenuto delle obbligazioni nascenti dalla relazione fiduciaria non è rigidamente predeterminato e che il gestore nel determinare le modalità di esecuzione dell'incarico gode di un'ampia discrezionalità.

Le caratteristiche, quindi, di questo tipo di rapporto pongono come preminente il problema di *tutelare l'affidamento* del fiduciante avverso i comportamenti opportunistici dell'altra parte³³⁴. Infatti, mentre la questione della negligenza nell'esecuzione dell'incarico non si pone in quest'ambito in maniera diversa da come potrebbe porsi in una qualsiasi altra relazione contrattuale, proprio l'abuso di potere, nella forma dell'infedeltà e, specularmente, della tutela della fiducia riposta in colui che utilizza il

³³³ Riprendendo l'esempio della nota precedente, vediamo come, invece, nei rapporti fiduciarie abbiamo due soggetti, A e B, i quali concludono un accordo in forza del quale A viene investito del compito di curare al meglio l'interesse di B. Per esempio, A è incaricato da B di vendere un immobile di quest'ultimo e realizzare il miglior prezzo possibile. In quest'ipotesi, con riferimento alla successiva attività svolta da A, non versiamo più in una situazione in cui A è portatore dell'interesse di A e B è portatore dell'interesse di B, perché, invece, ad A è stata affidata la cura dell'interesse di B. Pertanto A, nell'esecuzione del suddetto incarico, deve effettuare delle scelte che si ripercuotono su B e che quindi devono essere compiute nell'interesse di B, non nel proprio. Ove, invece, A dovesse decidere di non porre in essere le operazioni convenienti per B, ma al contrario di seguire il proprio tornaconto, ci si troverebbe appunto in una situazione non lecita in cui *un medesimo soggetto* si ritrova ad essere portatore di diversi interessi tra loro confliggenti, e da qui, quindi, il conflitto di interessi *stricto sensu* inteso.

³³⁴ V. STESURI, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 221. Da certa dottrina è stata tentata una classificazione di alcuni tipi di contratti, i quali si fonderebbero sull'affidamento di un contraente nella "massima correttezza" (*uberrima fides*) dell'altro. V. CRISCUOLI, *Fiducia e fiducie in diritto privato: dai negozi fiduciarie ai contratti uberrimae fidei*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1983, I, p. 144.

potere, costituisce il problema principale delle relazioni fiduciarie, in generale, e di quelle di gestione, in particolare³³⁵.

Infatti, non sarebbe forse da escludere che il problema del conflitto di interessi, in senso stretto, possa porsi solo nell'ambito delle relazioni fiduciarie poiché, per l'appunto, esso, da un punto di vista ontologico più che giuridico, è il conflitto che sorge qualora in capo all'agente si concentrano interessi plurimi e contrastanti fra loro, ossia si verifica una *situazione di divergenza tra il proprio interesse personale e l'obbligo assunto nei confronti di un altro soggetto in ragione di un rapporto non di scambio ma di cooperazione*³³⁶. In questi casi, la regola di conciliazione degli interessi opposti è estremamente semplice: prevale l'interesse del soggetto gestito, cui deve essere sacrificato l'interesse del gestore. Il mancato rispetto di questa regola si traduce in comportamenti opportunistici, che ledono l'interesse del cliente *uti singuli* e del mercato nel suo complesso.

Il conflitto di interessi, come abbiamo già più volte rimarcato, rappresenta un costo tipico dei rapporti di agenzia, che espone il fiduciante al rischio di un comportamento sleale del fiduciario, ben più grave di qualsiasi altra ipotesi di inesatta esecuzione di un

³³⁵ FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 303. L'Autore evidenzia anche come, da un punto di vista del disvalore della condotta, un comportamento negligente sia percepito come meno spregevole rispetto ad un comportamento sleale e scorretto quale quello in conflitto di interessi; infatti, l'art. 167 del TUF, rubricato *Gestione infedele*, introduce addirittura un'ipotesi di reato per chi, nella prestazione del servizio di gestione di portafogli o di gestione collettiva del risparmio, pone in essere operazioni che arrecano danno agli investitori in violazione delle disposizioni regolanti i conflitti di interesse.

³³⁶ "Il fatto stesso che le situazioni di conflitto di interessi tra i contraenti costituiscano una patologia è il segno che siamo in presenza di un rapporto di cooperazione, visto che, tutto al contrario, del contratto di scambio (*bargain*) il conflitto di interessi è il presupposto stesso". Così MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 588; sul punto, v. anche VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 466. D'altra parte, però, il rischio di conflitti di interesse è insito in qualsiasi relazione fiduciaria in maniera pressoché ineliminabile; esso può essere ridotto ma mai completamente eliminato se non si vuole eliminare la stessa essenza delle relazioni fiduciarie, ossia l'affidamento (la *fides*). V. FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 306.

incarico proprio perché si versa in un territorio in cui il ruolo della buona fede risulta notevolmente accentuato³³⁷.

Tuttavia, quanto detto rappresenta soltanto una piattaforma di partenza e non è invece sufficiente a chiarire *quando* vi sia effettivamente un conflitto di interessi, ossia in quali ipotesi ed al ricorrere di quali presupposti un conflitto di interessi, nell'accezione utilizzata dalla legislazione speciale del TUF, possa dirsi sussistente.

Senza altro, la formulazione "conflitto di interessi" che ritroviamo nell'ambito del diritto finanziario non è figlia della medesima locuzione contenuta nell'art. 1394 c.c., bensì del concetto di conflitto di interessi, sorto nei paesi anglosassoni e di tipo economico, su cui ci siamo già soffermati in precedenza³³⁸. Ciò nonostante, al fine di meglio comprendere quale sia la nozione di conflitto di interessi presupposta dalla normativa in materia di gestione collettiva del risparmio, può rivelarsi innanzi tutto utile il ricorso a quanto detto con riferimento al concetto di conflitto di interessi nel diritto privato, il quale si profila parimenti "indeterminato". Abbiamo infatti osservato come ad esso possano corrispondere tre diversi modelli di fattispecie: il conflitto di interessi come situazione, come azione e come risultato dell'azione³³⁹.

³³⁷ D'obbligo il rinvio a COOTER, FREEDMAN, *The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences*, cit., p. 1047. V. anche DE LORENZI, *Il mandato alla luce dell'analisi economica del diritto*, cit., p. 983 ss.; AFFERNI, VISINTINI (a cura di), *Principi civilistici della riforma del diritto societario*, Milano, 2005, p. 101, ove appunto si sottolinea come il problema della prestazione diligente si pone quanto più il risultato è aleatorio.

³³⁸ V. MERANI, *Il problema del conflitto di interesse nell'intermediazione mobiliare*, in *I contratti in generale*, diretto da ALPA e BESSONE, *I contratti atipici*, II, Torino, 1991, p. 804. V. altresì SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, *ibidem*; INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 131 ss.

³³⁹ Il conflitto di interessi inteso come *situazione* indica la circostanza, precedente alla stipula di un contratto o al compimento di un'attività, per cui il fiduciario sia portatore di un interesse in conflitto con quello del fiduciante, e dunque viene in rilievo una situazione di conflitto di interessi precedente alla conclusione di un contratto in considerazione del mero pericolo che essa possa ripercuotersi negativamente sul fiduciante. Il conflitto di interessi inteso come *azione* indica invece la condotta posta in essere contro l'interesse del fiduciante per l'incidenza di un interesse del fiduciario,

Ebbene, al pari di quanto già visto, da una prospettiva di diritto comune, appare corretto concludere nel senso che possa essere messa in discussione la validità del negozio rappresentativo soltanto laddove il fiduciario, agendo in conflitto con l'interesse del fiduciante, abbia concluso un contratto il cui contenuto, o comunque i cui effetti, siano contrari all'interesse del fiduciante, il quale dunque per l'incidenza dell'interesse in conflitto subisce un pregiudizio³⁴⁰. In altre parole, al conflitto di interessi nella rappresentanza viene correttamente attribuito il significato di risultato dell'azione in conflitto di interessi, ossia di esito sfavorevole per il fiduciante di un *agere* del fiduciario, caratterizzato dall'incidenza di un interesse di quest'ultimo che contrasta con l'interesse del fiduciante.

Ciò si spiega poiché nell'ambito del diritto privato, la tutela contro il conflitto di interessi del rappresentante è di tipo meramente successivo e "sanzionatorio", ossia la disciplina in questione si limita ad introdurre un'ipotesi di annullabilità del contratto concluso in siffatta situazione, e quindi trattasi di un meccanismo di protezione che scatta solo una volta che l'abuso sia stato perpetrato. Conseguentemente è naturale che

indipendentemente dalla conclusione di un negozio ovvero dall'incidenza su esso dell'interesse in conflitto. Il conflitto di interessi inteso come *risultato dell'azione* enuclea l'ipotesi in cui il fiduciario, agendo in conflitto con l'interesse del fiduciante, abbia concluso un contratto il cui contenuto, o comunque i cui effetti, siano contrari all'interesse del fiduciante, il quale dunque per l'incidenza dell'interesse in conflitto subisce un pregiudizio. Vedi *supra*, cap. I, par. 2.

³⁴⁰ In base a questa tesi, dunque, il conflitto di interessi che rende annullabile il contratto concluso dal rappresentante è solo quello che abbia inciso sul contratto stesso di talché questo non realizzi al meglio l'interesse del rappresentato (teoria del conflitto di interessi come *risultato dell'azione*, e quindi come pregiudizio effettivo). Così LUCARELLI, *Lesione di interesse e annullamento del contratto*, cit., p. 74 ss.; ANGELICI, *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394 c.c.*, cit., p. 146 ss.; PAPANTI, PELLETIER, *Rappresentanza e cooperazione rappresentativa*, cit., p. 88; MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 138 ss; LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 751; SOLIMENA, *Il conflitto di interessi dell'amministratore di società per azioni nelle operazioni con la società amministrata*, cit., p. 27. Vedi anche *supra*, cap. I, par. 3. In giurisprudenza, v. Cass., 30.5.2008, n. 14481, in *Studium iuris*, 2009, p. 196. Per un'ampia rassegna giurisprudenziale in materia, v. CARRASSI, *Il conflitto d'interessi nella disciplina generale della rappresentanza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1991, II, p. 377 ss.

presupposto della rimozione degli effetti pregiudizievoli subiti dal fiduciante sia che questi abbia effettivamente sofferto un danno a causa dell'inadempimento del fiduciario all'obbligo di agire nell'interesse altrui³⁴¹.

Per converso, nell'ambito della disciplina speciale dei mercati finanziari, la prospettiva si mostra sensibilmente diversa: come abbiamo ampiamente visto, sia gli standard internazionali, sia il legislatore comunitario che nazionale, si pongono l'obiettivo di predisporre dei meccanismi più complessi, i quali agiscono a diversi livelli, dalla prevenzione delle situazioni di conflitto di interessi alla gestione delle stesse alla, infine, repressione degli abusi³⁴².

Ne consegue che, dal punto di vista del diritto finanziario, non appare possibile rinvenire una nozione unica di conflitto di interessi. Infatti, le norme che sono volte a prevenirlo ovvero a gestirlo, collocandosi in un momento che precede l'eventuale illecito da un punto di vista e logico e cronologico, ovviamente non possono presupporre l'esistenza di un conflitto che si sia già tradotto in una lesione concreta dell'interesse dell'investitore: da tale prospettiva, gli obblighi di comportamento del gestore sorgono in

³⁴¹ Per una stringente critica delle tesi che postulano la non necessarietà del pregiudizio del rappresentato ai fini dell'annullamento *ex art.* 1394 c.c., accontentandosi invece del mero pericolo, v. MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 267 ss.

³⁴² Nota infatti MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 481, che mentre la nozione di conflitto di interessi presupposta dall'art. 1394 c.c. è in funzione del rimedio impugnatorio, la nozione di conflitto di interessi in materia di intermediazione finanziaria, invece, è innanzi tutto in funzione della predisposizione di tutta una serie di rimedi preventivi e precauzionali. Il ricorso a tecniche di prevenzione si spiega in ragione del fatto che la disciplina protegge, prima e più che l'interesse del singolo cliente, l'interesse generale alla fiducia dei risparmiatori nel mercato: ed infatti, quando la protezione dell'interesse privato si accompagna ad un interesse terzo, il legislatore è solito introdurre, accanto alle misure di risoluzione, quelle di prevenzione. Cfr. ID., *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 265; LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 760; DONISI, *Il contratto con se stesso*, cit., p. 152, il quale evidenzia la differenza tra le «misure di profilassi» della disciplina speciale e la «regola di terapia» di cui all'art. 1394 c.c.

uno stadio nel quale l'esigenza di tutela è ancora meramente potenziale³⁴³. Per converso, il concetto di conflitto di interessi come risultato dell'azione, che comporta quindi un pregiudizio per il cliente, sicuramente entra in gioco in sede di rimedi alla violazione delle norme di condotta di cui sopra.

Infatti, l'art. 40 del TUF richiede che le SGR si organizzino in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interessi, ciò implicando il dovere di porre in essere dei presidi, di natura organizzativa, volti a scongiurare che una situazione di conflitto possa concretamente sorgere (ossia che si verifichi un conflitto di interessi inteso come *situazione* nella quale semplicemente accade che la SGR sia portatrice di un interesse in conflitto con quello degli investitori). Laddove invece si dice, nel prosieguo del medesimo articolo, che le SGR devono in situazioni di conflitto agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli OICR viene in rilievo il conflitto di interessi quale *azione* poiché la norma mira appunto ad impedire che le SGR possano, per l'incidenza di un interesse proprio, porre in essere una condotta contraria all'interesse del fiduciante. Da un punto di vista, infine, della tutela *ex post* in caso di inadempimento alle menzionate prescrizioni di legge, il conflitto di interessi invece rileva solamente in quanto si sia tradotto in un danno per il cliente, mentre non si ritiene venga in rilievo la situazione statica della presenza di un interesse proprio del gestore nell'operazione ove ciò non abbia causato un pregiudizio al fiduciante³⁴⁴.

³⁴³ Così FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 307, il quale evidenzia come laddove si tratti di predisporre misure preventive, occorre accogliere una nozione statica di conflitto di interessi. V. anche INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 132 ss.

³⁴⁴ Così FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 302. Si noti che la via dell'art. 1394 c.c. non sembra adatta al mercato finanziario almeno per due principali ragioni. La prima è che la risposta dell'ordinamento avviene soltanto *ex post*, una volta cioè che il conflitto in situazione sia già sfociato nell'azione conflittuale e nel relativo pregiudizio. Si tratta di una tempistica di intervento piuttosto ritardata per un mercato nel quale la situazione di conflitto è estremamente frequente ed è elevato il rischio che si verifichi l'azione in conflitto. In pratica verrebbe addossato ai risparmiatori il costo della fiducia nel mercato, dal momento che ogni loro difesa sarebbe rimessa esclusivamente all'eventuale reazione contro gli eventi lesivi. D'altra parte il modello dell'art.

Ebbene, nell'ambito del conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio, quindi, le diverse accezioni in cui prima abbiamo visto che può essere inteso il concetto di conflitto di interessi trovano spazio ognuna in un diverso momento, in una diversa fase, della tutela legislativa. Quanto detto, comunque, riguarda il modello di fattispecie da accogliere nel determinare il contenuto concreto del concetto di conflitto di interessi, e non il contenuto stesso, con riferimento al quale, invece, valgono le considerazioni svolte nel prosieguo.

2. L'individuazione delle situazioni di conflitto di interessi: profili problematici

Si è dunque osservato che nello stadio dell'identificazione del conflitto di interessi occorre prendere in considerazione la mera *situazione* di conflitto e prescindere sia dall'azione del gestore, che ancora non è stata posta in essere, sia, *a fortiori*, dall'eventuale pregiudizio che ne potrebbe conseguire per il cliente. Ancorché sia naturale che il conflitto oggetto di disciplina sia solo quello che potrebbe implicare un pregiudizio per il cliente, in una valutazione *ex ante* non è possibile stabilire esattamente da quali circostanze effettivamente deriverà un danno per gli investitori e da quali no; pertanto, in questo ambito, verranno in rilievo tutti i conflitti dai quali potrebbe *potenzialmente* discendere uno svantaggio per il cliente³⁴⁵.

È necessario a questo punto chiarire quando effettivamente si realizzi, nella pratica, una situazione di conflitto di interessi tra gestore e gestito, virtualmente lesiva della

1394 c.c. è poco conveniente anche perché male si concilia con la stabilità dei mercati il rimedio demolitorio conseguente all'accertata invalidità. La stabilità si regge sulla certezza degli scambi e un generalizzato rischio che siano rimossi gli effetti economici degli scambi già avvenuti avrebbe un grave risultato destabilizzante. Così MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, cit., p. 947.

³⁴⁵ V. MARROCCO, *Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*, cit., pp. 619-620, il quale sottolinea appunto che il conflitto di interessi potenziale, il quale si verifica in capo ad un soggetto che semplicemente diventa portatore di due interessi diversi fra loro e potenzialmente non compatibili, è la tipologia di conflitto di interessi presa in considerazione dal legislatore dell'art. 40 del TUF.

posizione del cliente. Un ausilio sul punto viene offerto dal Regolamento Congiunto di Banca d'Italia e Consob. Infatti, l'art. 38 del citato Regolamento fornisce alcuni importanti indici per l'individuazione dei conflitti di interessi: a norma della disposizione in parola le SGR devono innanzi tutto considerare, tra le circostanze tali da far sorgere un conflitto, le situazioni che danno origine a un contrasto tra: a) gli interessi della società, anche derivanti da rapporti di gruppo e dalla prestazione congiunta di più servizi, di uno o più clienti e i doveri della società nei confronti degli OICR; b) gli interessi di due o più OICR in gestione³⁴⁶.

La disposizione, dunque, prende in considerazione due differenti tipologie di conflitto: (i) l'ipotesi di divergenza tra l'interesse del gestore ed i doveri di questi nei confronti del cliente e (ii) l'ipotesi di divergenza tra i diversi interessi di due o più fondi comuni, ossia tra gli interessi di gruppi eterogenei di investitori. Inoltre, viene specificato come il conflitto possa assumere rilevanza anche laddove l'interesse del gestore derivi dall'appartenenza ad un gruppo ovvero dalla c.d. polifunzionalità dello stesso³⁴⁷.

Pertanto, nella tassonomia dei conflitti di interesse, è possibile innanzi tutto distinguere tra conflitto interno e conflitto esterno³⁴⁸: il primo ricorre laddove il gestore, o

³⁴⁶ Il rischio di conflitto di interessi tra i patrimoni gestiti si è indubbiamente accresciuto non solo in ragione della possibilità per le SGR di prestare il servizio di gestione su base individuale e di gestire i fondi pensione ma anche per la possibilità di gestire, in regime di delega i patrimoni di altri gestori. V. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., p. 450, nonché PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, p. 213 ss..

³⁴⁷ A tale proposito, si noti che la dottrina è solita distinguere tra conflitto di interessi "intrinseco" ed "estrinseco". Con la prima espressione si intende, genericamente, il conflitto che caratterizza qualsiasi contratto in cui una parte si obbliga ad effettuare una prestazione nell'interesse dell'altra, mentre il conflitto estrinseco ricorre appunto nelle ipotesi in cui il gestore persegue un interesse diverso e ulteriore da quello che avrebbe perseguito qualora non avesse svolto una pluralità di attività ovvero qualora non avesse fatto parte di un gruppo di imprese. Sul punto, v. CALVI, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*, in *Responsabilità civile previdenza*, 2007, p. 1023.

³⁴⁸ V. RAZZANTE, *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, cit., p. 65. Cfr. anche TAGLIAMONTE, *Frodi*

un soggetto a questo collegato o facente parte del medesimo gruppo, è portatore di un interesse ulteriore rispetto al profitto atteso dall'investitore; il secondo si rinviene qualora il gestore presti i propri servizi nei confronti di una pluralità di fondi, di cui taluni sono più profittevoli degli altri e quindi questi potrebbe essere indotto a favorire l'OICR dal quale si aspetta di ricavare il maggior il guadagno³⁴⁹.

In aggiunta, la norma in commento precisa che nel valutare le situazioni di conflitto di interessi, le SGR siano tenute a esaminare, almeno, tutta una serie di circostanze, e cioè se la società, un soggetto rilevante³⁵⁰, una persona avente un legame di controllo diretto o indiretto con la società, o uno o più clienti: a) possano realizzare un

finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia, cit., pp. 95-96.

³⁴⁹ La stessa distinzione è rinvenibile all'art. 18 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". Un esempio di conflitto interno può essere quello di una SGR che investe parte del patrimonio di un fondo nelle azioni di una società che ha rapporti di finanziamento con la banca che controlla il gestore, un esempio di conflitto esterno può essere il caso di una SGR che, a fronte di una buona opportunità di investimento, sceglie di indirizzare su di essa il patrimonio del fondo da cui percepisce le commissioni più elevate.

³⁵⁰ Ai sensi della lett. p), del comma 1, dell'articolo 2 del Regolamento Congiunto deve essere considerato "soggetto rilevante" il soggetto appartenente a una delle seguenti categorie: i) i componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi, dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario; ii) dipendenti dell'intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario; iii) persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario.

guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a spese dell'OICR; b) abbiano, nel risultato del servizio di gestione collettiva o dell'operazione disposta per conto dell'OICR, un interesse distinto da quello dell'OICR; c) abbiano un'utilità finanziaria o di altra natura a privilegiare gli interessi di clienti o di altri OICR rispetto a quelli dell'OICR interessato; d) ricevano o possano ricevere, da soggetti diversi dagli investitori, incentivi in connessione alla prestazione del servizio di gestione collettiva, sotto forma di denaro, beni o servizi, diversi e ulteriori rispetto ai compensi normalmente percepiti per il servizio³⁵¹.

Tale previsione, che introduce un elenco minimo di circostanze da valutare, ricalca, *mutatis mutandis*, quanto disposto dall'art. 21 della già citata Direttiva della Commissione 2006/73/CE del 10 agosto 2006³⁵², la quale appunto indica talune situazioni esemplificative da prendere in esame al fine di vagliare la possibile insorgenza di un conflitto³⁵³.

³⁵¹ Con riferimento a questa tecnica legislativa, che mediante l'introduzione di ipotesi tipiche di conflitto già delineate riduce i margini di discrezionalità valutativi, dietro i quali possono più facilmente annidarsi comportamenti opachi ed opportunistici, v. RESCIGNO, *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, cit., p. 102.

³⁵² V. *supra* cap. II, note 35 e 41. L'obiettivo di questo elenco non è di imporre una rigida elencazione di criteri prestabiliti da utilizzarsi per l'identificazione dei conflitti, bensì di fissare delle regole e dei principi minimali; trattasi quindi di un elenco non tassativo e non esaustivo. V. ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., pp. 132-133.

³⁵³ Ossia: a) che a seguito di un'attività svolta da o nell'interesse dell'intermediario, sia probabile che questi o un soggetto collegato ottenga un profitto o eviti una perdita, a spese del cliente; b) che 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; c) che 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; d) che l'intermediario o altro soggetto collegato svolga lo stesso business del cliente; e) che 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 servizio. V. INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 136 ss. All'interno della suddetta elencazione, la dottrina ha distinto tra le ipotesi di conflitto di interessi (lett. a e c) e quelle di concorso (lett. b e d), e tra le ipotesi di conflitto interno (lett. a, b, c, d) e di conflitto

In realtà, a ben vedere, una fattispecie in un certo modo contiene al suo interno tutte le altre, giacché essa appare come il minimo comun denominatore delle diverse ipotesi: si tratta della lett. b), a norma della quale va considerato “qualsiasi interesse distinto da quello dell’OICR” nel risultato del servizio di gestione collettiva o dell’operazione disposta per conto dell’OICR. Infatti, sia che si tratti di realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria (lett. a), ovvero di conseguire utilità finanziaria o di altra natura (lett. c), ovvero ancora di ricevere un incentivo diverso ed ulteriore rispetto al normale compenso (lett. d), si tratta in ogni caso, appunto, di perseguire un interesse dell’agente, distinto dall’interesse del fondo gestito³⁵⁴.

Dunque, sulla scorta delle indicazioni che precedono, è possibile rilevare i caratteri comuni alle diverse ipotesi: (i) la necessaria presenza di un interesse del gestore o di terzi che sia virtualmente divergente rispetto a quello del cliente (accertata situazione di conflitto, quantomeno potenziale); (ii) il rischio che l’intermediario, a fronte di quell’interesse, effettui un’operazione contrastante con l’interesse del cliente (potenziale sfruttamento del conflitto).

esterno, con coinvolgimento di un terzo (lett. e). In realtà, la suddetta distinzione può ovviamente risultare meno nitida nei fatti giacché attività in grado di sollevare forme di conflitto possono contestualmente rientrare in due o più aree. Sul punto, v. ampiamente VISMARA, *La nozione del conflitto di interessi nel “sistema MiFID” (Direttiva n. 2004/39/CE e n. 2006/73/CE)*, cit., p. 563 ss.

³⁵⁴ È appena il caso di ricordare che nella gestione collettiva del risparmio il gestore gode sì di un’enorme discrezionalità nella scelta delle politiche di investimento, che radicalmente esclude qualsiasi ingerenza dei partecipanti del fondo, ma tale assoluta libertà di movimento è “funzionalizzata” alla cura esclusiva dell’interesse del fondo e dei partecipanti al fondo stesso. Il potere di gestione della SGR incontra limiti sia legali, sia amministrativi sia contrattuali (quelli del regolamento), ma non solo. Il potere di gestione, oltre ad essere *limitato*, è anche un potere il cui concreto esercizio risulta *vincolato*: esso costituisce l’oggetto di un dovere di gestione che la SGR assume nei confronti dei partecipanti e, pertanto, la SGR è obbligata ad esercitarlo per adempiere la funzione gestoria che le è stata affidata e quindi per perseguire l’interesse dei partecipanti del fondo. A tale riguardo, si è rilevato come in realtà si tratti di un potere strumentale all’adempimento di un obbligo, di un “potere-dovere”, ossia di una funzione e non di un diritto soggettivo. Così COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, cit., p. 288 ss.

Si noti che la disposizione regolamentare prevede che debba assumere rilievo non solo l'interesse del gestore (ossia della SGR), nella duplice forma dell'interesse dell'intermediario in senso stretto e dell'interesse del gruppo cui questi appartiene, ma anche gli eventuali interessi di cui possano risultare portatori altri soggetti, quali una persona fisica avente un legame di controllo diretto o indiretto con la società, un cliente ovvero finanche qualsiasi soggetto rilevante (ossia componenti degli organi aziendali, soci, dirigenti, promotori finanziari, dipendenti dell'intermediario o persone che comunque partecipino alla prestazione del servizio da parte del gestore). Ebbene, con il Regolamento Congiunto si è dunque ritenuto opportuno chiarire come il conflitto possa sorgere non solo in caso di interesse del gestore, ma anche in altre numerose ipotesi. Esse riguardano l'interesse che nell'operazione potrebbero avere altri soggetti, in vario modo collegati con il gestore stesso, che esercitano compiti "delicati" in ruoli potenzialmente conflittuali³⁵⁵.

Occorre a questo punto fare brevemente luce su due questioni: quale "interesse" sia in grado di innescare un conflitto e cosa debba intendersi per "conflitto".

Sotto il primo profilo, è necessario rinvenire un minimo comune denominatore a tutti gli interessi potenzialmente idonei a produrre comportamenti opportunistici pregiudizievoli per gli investitori. Ebbene, il minimo comune denominatore potrebbe essere il fatto che si tratti di un interesse, di natura patrimoniale o meno³⁵⁶, che risulta estraneo alla causa del contratto da cui origina la relazione fiduciaria tra intermediario e cliente; l'interesse in questione (cioè l'utilità attesa dal gestore o da altri nel compimento di una certa operazione) potrà dirsi illegittimo, suscettibile di innescare una situazione di conflitto, ove esso esuli dalla funzione del negozio in origine concluso fra gestore e

³⁵⁵ LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., p. 436.

³⁵⁶ L'art. 320 c.c., in tema di esercizio della patria potestà, al comma 6 fa riferimento al conflitto di interessi *patrimoniali*; tale specificazione lascia concludere, in via interpretativa, che negli altri casi, quale quello al nostro esame, vada data rilevanza anche agli interessi di natura morale.

cliente, in forza del quale, in cambio di una remunerazione, al primo è affidata la cura dell'interesse del secondo³⁵⁷.

Qualsiasi interesse di un soggetto che si presti ad essere realizzato mediante gli atti di esecuzione di un contratto ma che non sia compreso nel novero delle utilità che fisiologicamente confluiscono nella causa di quel contratto potrebbe incidere negativamente sulla corretta e puntuale esecuzione del medesimo, e costituisce dunque un rischio per l'affidamento della controparte³⁵⁸.

L'assetto dei reciproci interessi che le parti intendono soddisfare con il compimento dell'operazione è cristallizzato nel contratto, ed in particolare nella sua causa, che ne costituisce la funzione economico-individuale; conseguentemente, non v'è spazio per alcun motivo individuale che in essa non trovi legittima collocazione. In definitiva, quindi, l'interesse rilevante è quello ulteriore e deviante rispetto agli interessi costitutivi del contratto stipulato tra il gestore e l'investitore, in grado di sviare il gestore dall'adempimento dei propri doveri nei confronti dell'investitore³⁵⁹.

Un'ulteriore problematica riguarda la necessità di meglio inquadrare la nozione di conflitto³⁶⁰. Occorre in particolare domandarsi quale differenza vi sia tra conflitto e concorso (o concorrenza), ed in particolare in presenza di quale di queste situazioni scatti

³⁵⁷ In questo senso, v. VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 472.

³⁵⁸ In questo senso TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 86.

³⁵⁹ Nell'ordinamento anglosassone, la qualificazione del rapporto tra intermediario mobiliare e cliente quale *fiduciary relationships* comporta un generale divieto in capo all'*agent* di trarre dall'attività svolta per conto del *principal* un *secret profit*, ossia un vantaggio patrimoniale diverso dal compenso per l'attività svolta, ed, eventualmente, *da quello comunicato al fiduciante e da questo autorizzato*. V. CLARK, *Agency Costs Versus Fiduciary Duties*, in PRATT, ZECKHAUSER (a cura di), *Principals and Agents: The Structure of Business*, cit., p. 72 ss.

³⁶⁰ La nozione di conflitto di interessi è senz'altro una "nozione relazionale". Così MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 273.

l'esigenza di tutela per l'investitore³⁶¹. Appare corretto ritenere che, mentre nell'ipotesi di concorso di interessi viene in rilievo la mera presenza di interessi diversi in relazione alla medesima operazione, nella fattispecie del conflitto rinveniamo l'esistenza di interessi diversi e *contrapposti*, tali per cui la realizzazione dell'uno debba necessariamente passare per il sacrificio dell'altro³⁶².

Ricordiamo che, in quest'ambito, il conflitto viene in rilievo quale fenomeno meramente potenziale, valutato a priori in ragione della sua possibile forza lesiva. Probabilmente la distinzione tra conflitto e concorso si presenta piuttosto inconsistente ove ci si ponga da una prospettiva di tutela preventiva e dunque da un punto di vista *ex ante*³⁶³. Inoltre, è utile ricordare “la derivazione indirettamente anglosassone dell'espressione”, e che nel Regno Unito e negli Stati Uniti si parla di *conflict of interests* anche con riferimento a situazioni di mera concorrenza di interessi³⁶⁴.

Conseguentemente, appare opportuno concludere nel senso che il legislatore, mirando a disincentivare comportamenti opportunistici, abbia adottato una nozione ampia

³⁶¹ Rileva FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 314, come tra le due ipotesi estreme del conflitto assoluto di interessi e della mera concorrenza possano esservi ipotesi intermedie in cui l'interesse del cliente, benché non trovi completa soddisfazione, può comunque essere parzialmente soddisfatto. L'Autore le definisce ipotesi di “conflitto relativo”.

³⁶² Nell'ambito del diritto comune, secondo la dottrina e la giurisprudenza, si ha conflitto di interessi laddove l'interesse di una parte sia in contrasto insanabile con quello dell'altra parte, ossia quando le posizioni sono tra loro del tutto incompatibili. Ciò che conta, quindi, al fine di verificare se si versa in una situazione di conflitto di interessi è che le due posizioni non possano trovare alcun punto di incontro e l'una non possa essere realizzata se non con la lesione dell'altra. V. CARNEVALI, *Rappresentanza*, in ALPA, BONILINI, CARNEVALI, DI MAJO, INZITARI (a cura di), *Le obbligazioni e il contratto*, Torino, 1995, pp. 642-644; BIANCA, *Diritto civile. 3. Il contratto*, cit., p. 96. Nell'ambito dell'intermediazione finanziaria, v. AFFERNI, *Contratto di gestione patrimoniale e responsabilità della banca*, in *Danno e responsabilità*, 2003, p. 297.

³⁶³ VISMARA, *La nozione del conflitto di interessi nel “sistema MiFID” (Direttiva n. 2004/39/CE e n. 2006/73/CE)*, cit., 569.

³⁶⁴ Così COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 344. V. anche ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., p. 124 ss.; COMPORTI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, cit., p. 602.

di conflitto di interessi, che comprenda anche il semplice concorso purché potenzialmente conflittuale³⁶⁵. Questa conclusione è ulteriormente suffragata dal rilievo che, nel campo oggetto di questa indagine, l'interesse da proteggere non è meramente privato e, quindi, le ragioni di utilità generale che vengo in rilievo (la tutela del risparmio e dell'integrità dei mercati) giustificano l'accoglimento di una nozione di conflitto più ampia di quella sancita dall'art. 1394 c.c.³⁶⁶.

³⁶⁵ Così, fra gli altri, LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., pp. 763-764; ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., p. 657 ss.; TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 89. V. anche PENNINGTON, *How conflicts of interest may arise*, in GOODE (a cura di), *Conflicts of Interest in the Changing Financial World*, London, 1986, p. 2: «*The underlying principle of equity is that a person who acts as representative of another is in a conflict of interest situation if, either at the time when he accepts the appointment or subsequently while he acts as representative, there is a material interest of his own or a third person for whom he also acts, and the pursuit or protection of that interest would create a substantial risk that he might not act in the best way to pursue or protect the interest of the person he represents*». Questa soluzione è ulteriormente suffragata dalle conclusioni espresse dal CESR (*CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, gennaio e aprile 2005, disponibili su www.cesr-eu.org) e dalla dizione dell'art. 18 della Direttiva MiFID di I livello, il quale appunto parla dei conflitti che "potrebbero insorgere".

³⁶⁶ Nell'art. 1394 c.c. mancano i presupposti per adottare una regola più severa, "dal momento che l'interesse da proteggere – l'interesse del rappresentato – è un interesse privato". Così MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, cit., p. 269. V. anche ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., p. 657, il quale sottolinea come "la previsione del pericolo di danno quale elemento della fattispecie di conflitto di interessi risponde all'opportunità di prevenire l'altrimenti possibile abuso da parte del rappresentato della potestà di annullamento del contratto ex art. 1394. Si consideri infatti che qualsiasi contratto può *ex post* risultare « dannoso » per una delle parti". Inoltre, l'art. 1394 c.c. colpisce con l'annullabilità un contratto e incide dunque anche sulla sfera giuridica di un terzo, mentre l'art. 40 pone invece una regola che di per sé non ha alcun effetto sulla validità dell'operazione compiuta in sua violazione e non involge dunque problemi di tutela dei terzi.

3. L'adozione di procedure e misure volte a gestire le situazioni di conflitto di interessi

La presenza di precise e analitiche previsioni legislative e regolamentari incentrate sui doveri di organizzazione preventiva si spiega, come abbiamo detto poc'anzi, in ragione del fatto che occorre tutelare un interesse non meramente privato³⁶⁷. È stato già osservato come i servizi finanziari, di qualunque genere, siano attività sì essenziali ma in un certo qual modo al contempo pericolose per i risparmiatori³⁶⁸, i quali potenzialmente ignari si confrontano con controparti "sperimentatissime"³⁶⁹. Si tratta di un pericolo che può essere definito fisiologico, socialmente accettato, in forza del quale però si spiega l'adozione normativa di tecniche di protezione. Tra queste, appunto, l'art. 40 del TUF, che impone alle SGR di organizzarsi in maniera tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interessi, e le relative norme secondarie di attuazione³⁷⁰.

³⁶⁷ V. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 760, il quale evidenzia come le norme in questione tutelino l'interesse pubblico all'integrità del mercato *prima e più* dell'interesse individuale del risparmiatore. L'Autore inoltre rileva come "siffatto profilo teleologico della disciplina sull'intermediazione finanziaria attribuisce alle relative norme natura imperativa, e quindi una valenza tutta particolare, che non solo vale a segnare una significativa differenza rispetto al mandato ma che soprattutto costituisce una fondamentale chiave di lettura dell'intero ordito legislativo". Cfr. anche ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., p. 651 ss.; FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 281 ss. e p. 321 ss.; VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 462.

³⁶⁸ Circa l'intrinseca pericolosità del prodotto finanziario, che determina l'esigenza di una più penetrante protezione del cliente, LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., p. 761.

³⁶⁹ SACCO, DE NOVA, *Il contratto*, Tomo I, Torino, 2004, p. 567.

³⁷⁰ Queste misure sono state da alcuni interpretate come un segno di rassegnazione, da parte del legislatore che ammetterebbe così l'impossibilità di scongiurare i conflitti *tout court*. V. RAZZANTE, *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, cit., p. 56. *Contra* MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 608.

Dunque è possibile ravvisare, in questo ambito, una deroga alla regola generale in materia di obbligazioni, secondo cui la preparazione dell'adempimento è rimessa alla condotta volontaria e autonoma del debitore; qui, invece, la responsabilità del gestore può essere ricollegata anche alla fase organizzativa concernente l'attività preparatoria all'adempimento, con un giudizio sull'organizzazione dell'impresa tale per cui l'accertamento della responsabilità dipende altresì dal modo in cui sono state predisposte e rispettate le misure volte a prevenire il verificarsi di un danno per il cliente³⁷¹.

Vediamo che nella gestione collettiva del risparmio il legislatore non ha replicato interamente i meccanismi preventivi operanti nel diverso ambito dei servizi di investimento³⁷². Infatti l'art. 21 del TUF, nella versione novellata dall'art. 4 del d. lgs. n. 164 del 2007, dopo aver previsto che gli intermediari autorizzati debbano adottare le misure necessarie all'*identificazione* dei conflitti di interessi e debbano *gestirli*, anche mediante l'ausilio di specifici presidi organizzativi, in modo da evitare che essi si ripercuotano negativamente sui clienti, stabilisce altresì che i soggetti abilitati debbano *informare* chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interessi, qualora le misure adottate non siano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato³⁷³. Questa disposizione è stata a sua volta attuata dalla normativa secondaria contenuta nel Regolamento Congiunto³⁷⁴, il quale prevede un obbligo di informazione a

³⁷¹ In relazione alla rilevanza delle procedure interne e dei flussi informativi nei giudizi di responsabilità degli intermediari finanziari, v. RABITTI, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori*, Milano, 2004, p. 66 ss.

³⁷² Sul punto, v. FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 306 ss.

³⁷³ Invece il previgente art. 21 conteneva una dizione analoga all'attuale art. 40, giacché stabiliva che i soggetti abilitati dovessero organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed un *equo trattamento*.

³⁷⁴ Il Regolamento Congiunto, nel dare attuazione a quanto previsto dal TUF, ha stabilito che: (i) gli intermediari debbano adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o tra clienti, al momento della prestazione di qualunque servizio e attività di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi; (ii) gli intermediari

carico dell'intermediario volto a garantire che i clienti possano assumere una decisione informata sui servizi prestati.

In generale, la normativa italiana in tema di prevenzione dei comportamenti opportunistici dell'intermediario mobiliare ha tratto ispirazione principalmente da quella

debbono gestire i conflitti di interesse anche adottando idonee misure organizzative e assicurando che l'affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti; (iii) quando le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, gli intermediari debbano informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché questi possano assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano. L'art. 27 del previgente regolamento intermediari (Reg. 11522) prevedeva che gli intermediari autorizzati dovevano vigilare per l'individuazione dei conflitti di interessi e che essi non potevano effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se avevano 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 avessero preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non avesse acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione. Quindi la disciplina previgente si ispirava al modello inglese del *disclose or abstain*, come già faceva la legge n. 1 del 1991, all'art. 6, lett. g). Il punto 5.08 delle *conduct of business rules*, emanate dalla SIB nell'ambito del *Financial Service Act* del 1986, imponeva all'intermediario di non agire laddove avesse, direttamente o indirettamente, un *material interest* nell'operazione da compiere, a meno che egli rivelasse la presenza del proprio interesse conflittuale al cliente e fosse da questo autorizzato al compimento dell'atto. Questa disposizione ha avuto breve permanenza nell'ordinamento inglese, giacché nel 1989 è stata invece introdotta la *core rule 2*, meno rigida, a norma della quale in caso di conflitti di interessi l'intermediario è tenuto a porre in essere "*reasonable steps to ensure fair treatment for the customer*". Tale modello di soluzione del conflitto ha goduto di ampia fortuna, giacché è stato recepito dalla direttiva 93/22/CEE e, in sede di recepimento, dal d. lgs. n. 415/1996. Come noto, infine, in sede di riforma, è confluito nel TUF. Sul punto v. ampiamente ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, cit., p. 127 ss. e p. 197; ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., p. 654; INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 115.

inglese³⁷⁵. Ed infatti, la previgente disciplina in materia di servizi di investimento accoglieva la soluzione dell'autorizzazione preventiva, soluzione che sebbene possa senz'altro essere apprezzabile in presenza di rapporti in cui la parti sono su un piano di parità, non rappresenta probabilmente la scelta ideale nelle relazioni fiduciarie giacché esse invece sono contraddistinte, come abbiamo visto, dalla presenza di asimmetrie informative e, pertanto, l'autorizzazione costituisce uno strumento di tutela ben poco efficace in una situazione di assoluta diversità del bagaglio di informazioni e di competenze che caratterizza la posizione delle parti³⁷⁶. Anzi, si tratta di un meccanismo che può rivolgersi a tutto vantaggio dell'intermediario, nella misura in cui può avere l'effetto di addossare definitivamente sul cliente il rischio del cattivo esito della gestione³⁷⁷.

³⁷⁵ ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., p. 652.

³⁷⁶ Il modello della trasparenza funziona ove i soggetti coinvolti, come nel consiglio di amministrazione di una società, sono in una situazione di parità informativa o sono comunque in grado di valutare con cognizione di causa le informazioni ricevute. Dove invece si incuneano le asimmetrie informative ovvero la inettitudine ad elaborare le informazioni da parte di alcuni rispetto ad altri, allora il modello della trasparenza non funziona più. Anzi, la massa di informazioni che si riversa sul soggetto inesperto lo allontana dal prenderne attenta considerazione e ciò tanto più se la quantità di informazioni ricevute è maggiore e maggiormente tecnica. L'imperativo è quindi di andare oltre la trasparenza e, se essa può ancora giocare un ruolo incisivo, va raccordata alle altre misure di salvaguardia del risparmiatore. Così MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, cit., p. 949. V. anche LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., p. 432.

³⁷⁷ Sul punto, v. FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 308 ss. È stato notato come, ove la *disclosure* sia effettivamente completa, e consenta al cliente di acquisire consapevolezza della prospettata operazione e dei connessi risvolti, nessun cliente darebbe la propria autorizzazione ad un'operazione in conflitto di interessi, se non nel caso di semplice concorrenza di interessi: assolti compiutamente gli obblighi di informazione da parte dell'intermediario, nessun investitore darà razionalmente la propria autorizzazione ad un'operazione che danneggia sé e avvantaggia il gestore. Viceversa, nel caso di operazione in semplice concorrenza di interessi, è probabile che il cliente acconsenta all'esecuzione dell'operazione, la quale, potrebbe essere per lui quella per lui più redditizia nonostante essa comporti un beneficio anche per

A maggior ragione, quella dell'informazione preventiva sarebbe stata una scelta ancora meno sensata nel contesto della gestione collettiva del risparmio, ambito in cui, come abbiamo visto, i singoli investimenti dei sottoscrittori di un fondo confluiscono tutti insieme a creare un patrimonio segregato in relazione al quale il singolo investitore è del tutto privo di poteri dispositivi e decisionali³⁷⁸. Pertanto, a nulla avrebbe giovato l'imposizione di un dovere del gestore di informare il cliente, se non forse al gestore stesso nella misura in cui questi avrebbe potuto in un secondo momento invocare l'adempimento del suddetto obbligo per scongiurare un giudizio di responsabilità³⁷⁹.

l'intermediario. Così ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, cit., p. 661.

³⁷⁸ Come è stato efficacemente detto, nella gestione collettiva del risparmio, “non si ha dialogo fra gestore e gestito” (così LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., p. 449) e, in un certo senso, è un rapporto fiduciario in cui manca il *dominus*, ossia colui che ha poteri di controllo e di indirizzo (v. VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 473). Vero è che come sappiamo, ai sensi dell'art. 37, comma 2 *bis*, del TUF, i partecipanti ai fondi chiusi si riuniscono in assemblea per adottare, su determinate materie (una serie di argomenti indicati dal medesimo art. 37 e una serie di materie indicate con regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze, adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob), deliberazioni vincolanti per la SGR. Tuttavia, sarebbe stata ben strana l'attribuzione a quest'*organo* (se così può chiamarsi) della competenza a decidere, previa ricezione di un'adeguata informazione sul punto, sulle operazioni in conflitto di interessi (v. BOCHICCHIO, *Ancora sul conflitto di interessi nella prestazione dei servizi finanziari: il conflitto di interesse nei rapporti contrattuali di impresa*, cit., p. 310). Dunque, nella gestione collettiva del risparmio con riferimento al conflitto di interessi l'investitore è provvisto soltanto di strumenti di eterotutela, limitandosi l'autotutela alla possibilità di valutare *ex ante*, al momento della sottoscrizione delle quote, l'eventuale insorgere dei conflitti (v. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, cit., p. 163). Con riferimento agli “effetti perversi della *disclosure*”, v. anche ENRIQUES, *Dum Romae consulitur... verso una nuova disciplina comunitaria del conflitto d'interessi nei servizi di investimento*, cit., p. 451; CAIN, LOWENSTEIN, MOORE, *The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest*, 2003, su www.ssrn.com.

³⁷⁹ In argomento v. diffusamente FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 310 ss.

L'art. 40 del TUF tace in merito al regime di trasparenza circa la presenza di conflitti di interesse nell'espletamento di compiti di gestione collettiva e si limita a richiedere che le SGR si organizzino in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interessi; si tratta, questa, di una prescrizione di autoregolazione necessaria³⁸⁰. Così come la formulazione dell'art. 18 della direttiva MiFID di primo livello, che delegava alla Commissione l'adozione di misure di secondo livello volte a "rilevare, prevenire, gestire e/o divulgare" i conflitti di interessi, non sembrava consentire l'introduzione di divieti o di doveri di astensione, così anche la lettera dell'art. 40 del TUF non lascia spazio ad un inserimento per via regolamentare di misure drastiche e paralizzanti.

Siffatta impostazione va appunto letta nello spirito del poc'anzi richiamato art. 18, che non pone divieti bensì stabilisce il ricorso a misure di organizzazione e di gestione dei conflitti, in piena armonia con la linea ispiratrice dei quattro pilastri sui quali si basa tutta l'intelaiatura della nuova regolamentazione comunitaria: doveri di organizzazione, doveri di identificazione, doveri di dichiarazione, doveri di agire secondo onestà ed equità³⁸¹. E nella gestione collettiva del risparmio, in virtù della particolare ontologia del rapporto che lega cliente ed intermediario, l'onere della "gestione" del conflitto ricade interamente in capo alla SGR, senza che via sia la possibilità di "esternalizzarlo" coinvolgendo in ciò anche l'investitore mediante forme di informazione ed autorizzazione.

In attuazione dunque dell'art. 40 del TUF, l'art. 37 del citato Regolamento Congiunto detta alcuni principi generali e prevede che i conflitti di interessi che potrebbero sorgere tra le SGR e gli OICR e i partecipanti agli stessi, tra i clienti di tali società e gli OICR o tra i diversi OICR gestiti debbano essere: a) identificati; b) gestiti tramite idonee misure organizzative in modo da evitare che il patrimonio degli OICR sia

³⁸⁰ Così SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, cit. p. 124. Il Legislatore così pone un obiettivo (la sterilizzazione del conflitto) e lascia libero l'intermediario di decidere come realizzarlo (sul punto, v. MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 53).

³⁸¹ Così LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., p. 435. V. anche INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto di interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, 2009, su www.ilcaso.it, p. 6.

gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti, o che, in ogni caso, tali conflitti rechino pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi³⁸². Seppur in via preliminare, è importante sin d'ora evidenziare come assolutamente centrale sia la previsione circa la necessità di adottare delle misure per *gestire* il conflitto, giacché ciò sta a significare che alla situazione di conflitto non necessariamente consegue una lesione degli interessi degli investitori, ma anzi, al contrario, essa può essere gestita dalla SGR, attraverso adeguate misure, di talché il danno agli OICR venga scongiurato nonostante la presenza di un vero e proprio conflitto di interessi³⁸³.

Un primo profilo interessante senz'altro concerne le possibili direzioni in cui possono esplicarsi le situazioni di conflitto: non soltanto fra il gestore e il fondo e i partecipanti al fondo, ma altresì tra i clienti della SGR e i fondi, nonché tra i fondi stessi³⁸⁴. Conseguentemente, il gestore non deve limitarsi a individuare le situazioni in cui possa insorgere un interesse proprio contrastante con quello di un OICR, ma è tenuto altresì a identificare le situazioni in cui vi possa essere un contrasto fra l'interesse di un fondo e quello di un cliente del gestore stesso, ovvero le situazioni in cui l'interesse di un OICR confligga con l'interesse di un altro OICR.

Non par dubbio che al gestore sia fatto carico di individuare e gestire anche questi altri tipi di conflitto, che in realtà riguardano interessi di soggetti terzi, *nella misura in cui questi si riflettono in un interesse del gestore a tutelare l'interesse di uno dei detti*

³⁸² L'art. 37 riprende sostanzialmente le finalità, espresse nella direttiva MiFID, della creazione all'interno della struttura di ogni intermediario di una politica di individuazione e gestione dei conflitti atta ad evitare che essi possano pregiudicare negativamente gli interessi degli investitori. Sul punto, v. INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 136.

³⁸³ Infatti, è stato detto che nel nuovo sistema delineato dal Legislatore “non v'è spazio per ipotesi di conflitto non gestibili” (così MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 68).

³⁸⁴ A questo proposito la dottrina ha distinto tra conflitto esterno e conflitto interno. V. VISMARA, *La nozione del conflitto di interessi nel “sistema MiFID” (Direttiva n. 2004/39/CE e n. 2006/73/CE)*, cit., p. 563.

*soggetti*³⁸⁵. In altre parole, l'interesse di un cliente ovvero di un altro fondo in conflitto viene in rilievo se, e solo se, il gestore può in qualche modo farsi portatore dell'interesse in questione, altrimenti non è dato comprendere come tale interesse, seppur astrattamente conflittuale, possa in qualche modo avere ingresso nell'operazione e quindi interferire effettivamente con il perseguimento dell'interesse del fondo: ciò potrà accadere esclusivamente ove l'interesse di un cliente o di un altro fondo si traduca, in forza della volontà della SGR di proteggerlo, in un interesse della SGR stessa, seppur mediato.

Assolutamente fondamentale è l'obbligo di identificazione dei conflitti, che si traduce in un monitoraggio costante delle diverse attività svolte dall'intermediario³⁸⁶. Dalla dizione della norma non si capisce se le menzionate situazioni di conflitto debbano essere individuate soltanto di volta in volta che si presentano, ovvero se il gestore debba altresì tentare di identificarle *ex ante*, sulla base di un esame e di una valutazione astratte delle circostanze che potenzialmente potrebbero innescare un conflitto. Probabilmente questa seconda conclusione appare più corretta, sia in ragione della lettera della norma (che contiene la dizione "potrebbero sorgere"), sia poiché effettuare una verifica preventiva consentirebbe al gestore di avere a disposizione una sorta di mappatura delle circostanze già teoricamente qualificate come "pericolose"³⁸⁷. Inoltre, così facendo, ove si

³⁸⁵ V. MAFFEIS, "Equo trattamento" e cura dell'interesse nella prestazione dei servizi di investimento, 2005, su www.ilcaso.it, p. 8.

³⁸⁶ La SGR deve quindi, adottando misure e prefigurando presidi (nell'ambito di ciò che ovviamente è ragionevole), sottoporre la sua intera attività ad una verifica volta a rintracciare dove possano annidarsi i conflitti di interesse fra la SGR e un OICR, fra un OICR e un cliente della SGR e fra i diversi OICR (così MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 58). Questa mappatura consente di addivenire all'individuazione di due tipologie di conflitti: quelli dannosi per gli investitori e quelli che, al contrario, non lo sono, e solo i primi saranno considerati ovviamente rilevanti. V. anche COMPORI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, cit., p. 603.

³⁸⁷ È stato rilevato che l'identificazione dei conflitti non deve essere limitata a quelli che si sono effettivamente "materializzati" fino a quel momento, bensì deve includere anche quei conflitti che potrebbero sorgere nel futuro. Così ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., p. 131. Nello stesso senso altresì MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., pp. 58-59.

verificasse una delle situazioni che presuntivamente possono aprire la strada ad un conflitto, sul soggetto che si trovasse a non ritenerla, nel caso di specie, realmente “pericolosa” incomberebbe l’onere di motivare adeguatamente la propria presa di posizione, così consentendo anche una “tracciabilità” in caso di eventuale successivo contenzioso.

Assistiamo qui all’intreccio di profili di eteronormazione con altri di autonormazione: il Regolamento Congiunto segue la strada già segnata dalle direttive comunitarie e riconosce così ai gestori ampi spazi di autonomia in ordine alle modalità di gestione delle fattispecie conflittuali, nel rispetto dei principi stabiliti dalla normativa e sotto il controllo rigoroso delle autorità competenti³⁸⁸. Infatti, la norma in parola, rimettendo all’intermediario la concreta individuazione delle modalità con le quali raggiungere l’obiettivo, non precisa in che modo debbano essere gestiti i conflitti di interessi ma chiarisce soltanto quali siano le finalità cui devono essere indirizzate le suddette misure di gestione, mediante l’indicazione di due finalità specifiche, cioè scongiurare il prodursi di un danno emergente ovvero di un lucro cessante a danno del fondo, e di una clausola generale, ripresa sostanzialmente dall’art. 13 della Direttiva MiFID di I livello, ossia evitare che i partecipanti al fondo subiscano un pregiudizio, di qualsiasi genere esso possa essere³⁸⁹. Occorre rilevare che *prima facie* sul gestore sembra gravare un’obbligazione di mezzi e non di risultato poiché si dice, appunto, che la SGR deve predisporre ed adottare le misure *idonee* a raggiungere lo scopo³⁹⁰. In quest’ottica,

³⁸⁸ Questo sistema tende chiaramente verso un responsabilizzazione del gestore, che dovrà quindi farsi carico delle conseguenze delle sue scelte. V. ANTONUCCI, PARACAMPO, *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge sul risparmio e le sue successive modifiche*, cit., p. 318. Sul punto, v. anche MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 58 ss.

³⁸⁹ Sul punto, v. SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, cit., p. 123.

³⁹⁰ Dunque, non esistono misure standard, bensì è il gestore stesso chiamato ad individuare le misure che reputa più idonee al raggiungimento dello scopo. V. ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., p. 130.

sembrerebbe dunque ovvio domandarsi cosa accade laddove siano predisposte misure adeguate e ciò nondimeno il risultato auspicato non venga conseguito.

Ebbene, appare corretto sostenere che la dizione prescelta dalla normativa secondaria sia fuorviante, giacché in realtà l'obbligazione che incombe sul gestore è di risultato³⁹¹: il gestore è tenuto ad assumere le iniziative necessarie per depotenziare o eliminare le situazioni di conflitto di interessi³⁹² e pertanto ogni qual volta succeda che per l'incidenza di un interesse in conflitto il patrimonio di un OICR ovvero i partecipanti allo stesso subiscano un pregiudizio vi è una responsabilità del gestore per inadempimento all'obbligo di evitare che ciò accada, senza che sia possibile invocare un'esenzione da responsabilità sulla base del fatto che erano state predisposte misure idonee a scongiurare che ciò si verificasse.

Quindi, sembra esatto concludere nel senso che il giudizio di adeguatezza sulla misure predisposte dalla SGR per la gestione delle situazioni di conflitto di interesse, non possa essere condotto *ex ante*, così giudicando idonee le misure che teoricamente sembrano in grado di scongiurare il prodursi dell'evento lesivo, bensì debba trattarsi di valutazione da effettuarsi *ex post*, e che conseguentemente si risolve nella semplice constatazione della *non idoneità* delle misure a evitare il pregiudizio in tutti i casi in cui esso si sia effettivamente prodotto³⁹³.

Il medesimo articolo stabilisce inoltre che qualora le misure adottate non risultino sufficienti ad escludere il rischio che il conflitto di interessi rechi pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi, tale circostanza deve essere sottoposta agli organi aziendali competenti ai fini dell'adozione delle deliberazioni necessarie per assicurare

³⁹¹ V. COMPORTI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, cit., p. 605.

³⁹² Così MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 60.

³⁹³ Inoltre, come appare ovvio, non è sufficiente predisporre delle misure amministrative e procedurali, ma occorre altresì che esse vengano scrupolosamente applicate e pertanto il gestore dovrà inoltre organizzare una struttura ed un procedura di controllo. v. SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, cit. p. 123.

comunque l'equo trattamento degli OICR e dei partecipanti agli stessi³⁹⁴. Questa previsione, mediante l'imposizione ai competenti organi aziendali, ove non vi sia certezza che le misure preventive siano in grado di evitare il pregiudizio ai fondi ed ai partecipanti, di adottare le delibere idonee a garantire l'equo trattamento degli OICR e dei sottoscrittori, consente una tracciabilità dell'attività degli organi competenti che può rivelarsi senz'altro utile in sede di accertamento della relativa responsabilità.

Tuttavia, non è chiaro quale sia esattamente il significato della norma in questione, se non quello di rafforzare il grado di responsabilizzazione dei vertici delle imprese³⁹⁵. Infatti, non si vede come, ove le misure predisposte dovessero apparire non idonee a conseguire il risultato cui esse tendono, possano riuscirci gli organi aziendali, mediante l'adozione di misteriose delibere in grado di assicurare l'*equo trattamento* degli OICR e dei partecipanti agli stessi. In realtà, il punto fondamentale è la scelta del significato da attribuire all'espressione "equo trattamento", tema sul quale ci soffermeremo ampiamente nel prosieguo.

I principi generali in tema di conflitto di interessi di cui all'art. 37 del Regolamento Congiunto trovano adeguata specificazione nel successivo articolo 39, il quale appunto individua in maniera più puntuale quale debba essere la politica di gestione delle situazioni di conflitto di interessi, politica di gestione che, come abbiamo visto, costituisce un'assoluta novità, nonché il momento essenziale della nuova disciplina di derivazione comunitaria³⁹⁶. In particolare, si prevede innanzi tutto che le SGR debbano formulare per iscritto, applicare e mantenere un'efficace politica di gestione dei conflitti di interessi in

³⁹⁴ Come rilevato, il giudizio circa la "sufficienza" delle misure adottate per gestire i conflitti è, in ultima analisi, demandato al gestore stesso, cosicché ove questi debba ritenere sufficienti le misure adottate e questo giudizio sia da ritenersi espresso in buona fede o comunque in maniera non negligente, esso, qualora sia stato assolto anche l'ulteriore obbligo di comunicazione agli organi aziendali, dovrà forse ritenersi esente da qualsivoglia responsabilità? Sul punto, v. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., p. 434.

³⁹⁵ COMPORTI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, cit., p. 606. Cfr. anche MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 65, il quale rileva come "l'ultima parola" spetti all'organo amministrativo.

³⁹⁶ INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 137.

linea con il principio di proporzionalità³⁹⁷. La norma precisa che tale politica deve altresì tenere conto delle circostanze, di cui le società sono o dovrebbero essere a conoscenza, connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al proprio gruppo³⁹⁸.

Appare quindi evidente la consapevolezza di come sia improbabile che il problema dei conflitti di interesse venga risolto in maniera autoritativa dal legislatore, il quale non può stabilire con una valutazione *ex ante* qual è in un dato momento ed in un dato contesto il modello organizzativo più efficiente per ciascun gestore. Pertanto, l'impostazione migliore sembra quella di lasciar conseguire un equilibrio mediante scelte decentrate, incoraggiando così il corretto funzionamento del mercato ed una vigilanza efficace da parte sia delle autorità a ciò preposte sia degli investitori³⁹⁹.

³⁹⁷ Viene data quindi rilevanza alle peculiarità del *business* di ciascun gestore, prevedendo che la politica di gestione dei conflitti di interessi non debba essere identica per ciascuna SGR, ma debba essere adeguata alle dimensioni e all'organizzazione del singolo intermediario, nonché alle dimensioni ed alla complessità della sua attività, secondo un principio di proporzionalità. Il criterio della proporzionalità funge da ausilio nel selezionare quali misure debbano essere adottate e quali no, nell'ambito di quelli che sono gli obiettivi da raggiungere, conformemente ad un approccio tipico del Regno Unito (c.d. *principle based approach*). In argomento, v. MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 62.

³⁹⁸ Per come nelle norme del Regolamento Congiunto siano grosso modo confluite le disposizioni comunitarie contenute nella direttiva MiFID di secondo livello, v. FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, cit., p. 140 ss. V. anche MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 62.

³⁹⁹ E, difatti, il Regolamento Congiunto riflette puntualmente lo schema organizzativo della disciplina dei conflitti di interessi presente a livello comunitario: esso risulta per l'appunto incentrato su clausole e generali e cataloghi minimi esemplificativi, i quali concorrono sia nell'identificazione della situazioni di potenziale conflitto, sia nell'individuazione delle misure e procedure idonee a gestire il conflitto. Sul punto, v. TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 106, nonché FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, cit., in particolare p. 142, il quale inoltre rileva come questa moltiplicazione degli obblighi procedurali con gli intermediari contrasti con un importante principio accolto dalla direttiva MiFID, ossia quella della valorizzazione dell'autonomia statutaria e organizzativa degli intermediari. L'Autore sottolinea come si tratti di "procedure ambigue, oscillanti tra centralizzazione ed autonomie".

La politica di gestione deve essere intesa come strumento finalizzato a supportare l'intermediario qualora attraverso le misure preventive non sia stato possibile neutralizzare tutti i potenziali conflitti. In altre parole, una volta identificate le possibili situazioni di conflitto e realizzati i possibili interventi organizzativi volti ad impedire che esse si verificino, viene chiesto al gestore di determinare altresì le regole che applicherà nella gestione dei conflitti che non è stato possibile "sterilizzare"⁴⁰⁰.

Dunque, come appare naturale, viene posto a carico del gestore non l'obbligo di predisporre una qualsiasi politica di gestione dei conflitti di interessi, ma quello, più specifico, di ideare, concepire una politica di gestione "su misura" per la realtà di riferimento, che si riveli efficace tenuto conto delle particolari circostanze del caso concreto⁴⁰¹. Ovviamente tra le situazioni che debbono essere scrupolosamente valutate, particolare menzione meritano quelle attinenti al gruppo di appartenenza, ossia quelle connesse con i profili strutturali e funzionali dei soggetti facenti capo al gruppo. A tale proposito, la norma si preoccupa di chiarire che debbano essere prese in considerazione le circostanze di cui il gestore è o dovrebbe essere a conoscenza, precisando così che questi non potrà invocare, a giustificazione di un'errata o incompleta politica di gestione, l'ignoranza di determinate situazioni qualora, al contrario, sarebbe stato del tutto ragionevole presumerne la conoscenza⁴⁰².

⁴⁰⁰ Sul punto, v. ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., p. 134. Si noti che la politica di gestione non rimane un fatto interno alla SGR, giacché l'art. 39, comma 6, del Regolamento Congiunto impone al gestore di fornire agli investitori una descrizione, eventualmente in forma sintetica, della politica di gestione dei conflitti di interessi adottata ai sensi del primo comma del medesimo articolo.

⁴⁰¹ Ai sensi dell'art. 22 della Direttiva MiFID di II livello, la politica di gestione dei conflitti di interessi deve risultare per iscritto, essere efficace e adeguata alle dimensioni e all'organizzazione dell'impresa nonché alla natura, alle dimensioni ed alla complessità della sua attività. Inoltre, se l'intermediario in questione appartiene ad un gruppo, la politica di gestione deve tenere conto anche delle circostanze derivanti dalla struttura e dalle attività svolte dalle altre società del gruppo. Sul punto ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., p. 135, nonché MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 62.

⁴⁰² MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 62.

Agli obiettivi finali di cui all'art. 37, comma 1, lett. b)⁴⁰³, l'art. 39, comma 2, affianca degli scopi intermedi (che potremmo chiamare obiettivi-mezzo, in quanto strumentali al conseguimento dell'obiettivo finale). La norma in parola specifica infatti che la politica di gestione dei conflitti di interessi, anche al fine di assicurare l'equo trattamento degli OICR gestiti, deve: a) permettere di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interessi tale da ledere in modo significativo gli interessi di uno o più OICR; b) definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti.

Dunque, la politica di gestione dei conflitti di interessi adottata, quale che sia, deve essere idonea a consentire sia l'individuazione delle situazioni da cui possono scaturire dei conflitti di interessi sia la determinazione di procedure e misure volte a gestire tali conflitti⁴⁰⁴. Tuttavia, occorre a tale proposito domandarsi che valore abbia la precisazione di cui alla norma in commento, ove si parla di individuazione e gestione di quei conflitti di interessi tali da ledere "in modo significativo" gli interessi di uno o più OICR. Si tratta di una puntualizzazione assente sia nel TUF, sia nelle altre disposizioni del Regolamento Congiunto, le quali fanno invece riferimento al conflitto di interessi *tout court*. Appare logico, pertanto, interrogarsi sulla portata di tale dizione, nella misura in cui questa potrebbe essere invocata dai gestori per operare un pericoloso distinguo tra le situazioni di conflitto in grado di cagionare un rilevante danno al patrimonio gestito e quelle che invece risultano prive di un siffatto potenziale lesivo⁴⁰⁵.

A ben considerare, però, dal momento che sarebbe lo stesso intermediario a dover emettere un giudizio circa la gravità della minaccia insita in una determinata

⁴⁰³ Ossia che i conflitti siano gestiti tramite idonee misure organizzative in modo da evitare che il patrimonio degli OICR sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti, o che, in ogni caso, tali conflitti rechino pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi.

⁴⁰⁴ Questa disposizione riproduce quanto previsto dall'art. 22, par. 2, della Direttiva MiFID di II livello.

⁴⁰⁵ Sul punto, v. MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 61 ss., il quale nota come questa precisazione complicherebbe la valutazione, poiché una siffatta prognosi *ex ante* è difficilmente sicura, e finisce per attenuare la responsabilità del gestore.

contrapposizione fra interessi, è lampante come questa specificazione apra un rischioso varco, supportato soltanto da pareri assolutamente autoreferenziali del gestore⁴⁰⁶. Pertanto, sarebbe forse preferibile non tenere conto di questa precisazione e optare invece per un generalizzato dovere di individuare e gestire tutte le situazioni di conflitto di interessi in grado di ledere gli interessi degli investitori, prescindendo da qualsiasi valutazione *ex ante* in merito alla quantificazione dell'esatto potenziale di danno in esse insito.

Ulteriore specificazione è contenuta nel successivo comma, a norma del quale le procedure e le misure in questione devono garantire che i soggetti rilevanti impegnati in diverse attività che implicano un conflitto di interessi in grado di ledere significativamente gli interessi di uno o più OICR, svolgano tali attività con un grado di *indipendenza* adeguato alle dimensioni e alle attività della società e del gruppo cui essa appartiene e all'entità del rischio che gli interessi dell'OICR siano danneggiati⁴⁰⁷. Il Regolamento fornisce altresì delle indicazioni circa il tipo di procedure necessarie ad assicurare il grado di indipendenza richiesto⁴⁰⁸ e specifica che, comunque, ove le misure e le procedure in

⁴⁰⁶ V. RESCIGNO, *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, cit., p. 102.

⁴⁰⁷ Come notato, le regole di condotta contenute nell'art. 40 del TUF e attuate dalla normativa secondaria non compendiano la globalità delle previsioni relative ad obblighi di comportamento a carico dei gestori di fondi di investimento. Infatti esse vanno in primo luogo integrate con l'art. 36, comma 4, del TUF che introduce il basilare principio dell'agire in maniera *indipendente* e nell'interesse dei partecipanti del fondo. Ed infatti, i commi 3 e 4 dell'art. 39 del Regolamento danno attuazione alla clausola generale di cui all'art. 36. V. TROIANO, *Commento sub art. 40*, ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., p. 415; LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, cit., p. 436.

⁴⁰⁸ Ai sensi del comma 3, le SGR, laddove appropriato, devono adottare misure e procedure volte a: a) impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportino un rischio di conflitto di interessi, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più OICR; b) garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni implicano lo svolgimento di attività o la prestazione di servizi per conto di OICR da cui possono originare situazioni di potenziale conflitto di interessi con gli OICR, o che siano portatori, a titolo personale o di terzi, inclusa la società, di interessi in conflitto con gli OICR; c) eliminare ogni

questione non assicurino l'indipendenza dei soggetti rilevanti, le SGR devono adottare tutte le misure e procedure alternative o aggiuntive necessarie e appropriate a tal fine⁴⁰⁹.

L'impostazione della normativa di secondo livello riproduce fedelmente quella della normativa comunitaria: vengono fissati dei principi generali di carattere minimale, viene delineato un elenco di ipotesi tipiche ma non esaustive e sono al contempo rimessi alla determinazione del singolo intermediario i contenuti specifici della politica di gestione, i quali dovranno essere personalizzati avuto riguardo alle peculiarità di ciascuno. L'attuazione di questi obblighi e la predisposizione di queste misure da parte del gestore entrano a far parte dello stesso contenuto del dovere di diligenza specificamente previsto dall'art. 40 del TUF⁴¹⁰.

connessione diretta tra le retribuzioni o i ricavi dei soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente attività da cui possano originare situazioni di conflitto di interessi; d) impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sul modo in cui un soggetto rilevante svolge il servizio di gestione collettiva; e) impedire o controllare la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante al servizio di gestione collettiva e agli altri servizi o attività svolti dalla società, quando tale partecipazione possa nuocere alla corretta gestione dei conflitti di interessi. Queste previsioni ricalcano in maniera fedele quelle previste dalla Direttiva MiFID di II livello.

⁴⁰⁹ Infine, l'ultimo comma dell'art. 39 prevede che le SGR debbano fornire agli investitori una descrizione, eventualmente in forma sintetica, della politica di gestione delle situazioni di conflitto di interessi adottata (la Direttiva MiFID di II livello prevede che le informazioni relative alle politiche di gestione dei conflitti di interessi debbano essere fornite ai clienti "su un supporto durevole" e debbano essere sufficientemente dettagliate), mentre il successivo art. 40 impone alle SGR l'obbligo di istituire e aggiornare periodicamente un registro nel quale riportano le situazioni per le quali sia sorto, o possa sorgere, un conflitto potenzialmente idoneo a ledere gravemente gli interessi degli OICR gestiti (anche questa disposizione riprende un analogo precetto contenuto nella Direttiva MiFID di II livello). L'obbligatoria tenuta del registro rappresenta un adempimento nuovo e senz'altro intende essere uno strumento di controllo sull'operatività, anche storica, del gestore; in esso vanno annotate sia le situazioni di conflitto già censite nella politica di gestione, sia quelle nuove che eventualmente dovessero presentarsi. Ovviamente il registro potrà essere utilizzato nei contenziosi giudiziari con gli investitori (v. MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 69).

⁴¹⁰ Così INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto di interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., pp. 2-3.

Tale approccio flessibile risponde all'esigenza di evitare l'imposizione di misure che per alcune realtà potrebbero essere eccessive, rigide o comunque inadeguate, oltre che costose in termini di implementazione, e meglio si adatta così a modelli finanziari di *business* che risultano in continua evoluzione⁴¹¹. Al tempo stesso, però, la preventiva valutazione da parte della normativa regolamentare di ipotesi tipiche di conflitto presenta diversi vantaggi, tra cui quello di facilitare un miglior governo del rischio di conflitto da parte delle strutture interne del gestore, agevolando le procedure di accertamento della sussistenza delle fattispecie di conflitto e l'intervento in caso di violazione di regole⁴¹².

In conclusione, possiamo evidenziare come l'approccio della normativa primaria e secondaria sia di non limitarsi a cercare di contrastare l'insorgere del conflitto, cosa che spesso non è possibile ed in alcuni casi potrebbe non essere neanche conveniente⁴¹³, ma si preoccupa di predisporre, da un lato, e di richiedere la predisposizione, dall'altro, di

⁴¹¹Sul punto, v. ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, cit., p. 135; COMPORTI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, cit., p. 601 e p. 604.

⁴¹² Così RESCIGNO, *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, cit., p. 102. Inoltre, l'individuazione di diverse tipologie di conflitto può essere di aiuto anche nei contenziosi, rimuovendo ogni valutazione discrezionale del giudice sul fatto se una determinata fattispecie possa o meno in astratto configurare un'ipotesi di conflitto. La tendenza alla tipizzazione è dunque da condividere.

⁴¹³ Impedire totalmente l'insorgere dei conflitti non solo implicherebbe un innalzamento considerevole dei costi di produzione delle informazioni da parte degli intermediari, a detrimento dei risparmiatori, ma potrebbe rivelarsi sbagliato giacché l'esistenza di un conflitto di interessi, non necessariamente danneggia gli investitori. Ciò in quanto, come visto *supra*, la presenza di conflitti si accompagna di frequente a sinergie ed economie di scopo da cui il pubblico dei risparmiatori trae vantaggio. V. FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit. p. 322; MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, cit., p. 70. Nota anche LENER, *Rapporti tra intermediari e clienti e gestione dei conflitti di interesse*, in AMATUCCI, BUONOCORE (a cura di), *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti*, Milano, 2008, pp. 91-92 come "nelle fattispecie indicate come potenziali fonti di conflitto spesso si danno le migliori opportunità per i clienti".

presidi volti a scongiurare il prodursi di un danno sociale a carico del pubblico degli investitori in ragione dei comportamenti opportunistici di chi si approfitta del conflitto.

Il vero punto nevralgico, allora, non è tanto nella presenza dei conflitti, che si rivela in grande parte endemica, quanto nell'ostacolarne lo sfruttamento, nel reprimere il comportamento abusivo di chi avvantaggia sé o altri a scapito degli investitori e la violazione di fiducia che ne deriva⁴¹⁴. Ciò che va sanzionato, dunque, non è tanto la sussistenza di un conflitto, quanto l'inosservanza delle prescrizioni volte a scongiurarlo, da un lato, e l'abuso in danno dell'investitore che in dipendenza di tale situazione sia stato consumato, dall'altro⁴¹⁵.

⁴¹⁴ Il legislatore dunque consente l'effettuazione di operazioni in conflitto di interessi, purché siano rispettate le suddette condizioni (v. INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto di interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p.4). La dottrina non ha mancato di notare come tale proliferazione di regole organizzative possa apparire non già come strumento di migliore tutela del cliente ma, al contrario, quale metodo di garanzia dell'intermediario, nella misura in cui questi potrebbe invocare il rispetto di tutte queste procedure al fine di garantirsi una "deresponsabilizzazione". Così FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, cit., p. 151.

⁴¹⁵ V. TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, cit., p. 106; INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 134. Per come questa impostazione riflette quella della MiFID v. COMPORI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, cit., p. 602.

4. Le conseguenze che derivano dalle situazioni di conflitto di interessi: il dovere di assicurare un “equo trattamento” per gli OICR

Abbiamo visto che il modello di disciplina accolto per la gestione dei conflitti di interessi non è quello del divieto di agire, rimedio considerato assolutamente superato giacché ha l'effetto di “ingessare” il sistema, bensì quello, estremamente più complesso e delicato, dell'obbligo di agire in modo da assicurare comunque un *equo trattamento* per gli OICR⁴¹⁶.

Questa previsione riproduce nel nostro ordinamento la regola dell'agire secondo il principio del “*fair treatment*”, mediante l'utilizzo di un'espressione che non trova precedenti nel diritto italiano e che appare piuttosto equivalere ad un'inesatta traduzione

⁴¹⁶ Uno studio recente sul conflitto di interessi di amministratori di società, fondato sull'esame dell'esperienza nordamericana, effettua una classificazione dei possibili diversi modelli di regolamentazione del conflitto di interessi, i quali modelli, in concreto, possono nei singoli sistemi giuridici coesistere e combinarsi tra di loro, così come può capitare che all'interno di un singolo sistema vi sia una dissociazione, quanto al modello prescelto, tra i diversi formanti dell'ordinamento. I quattro modelli in questione possono essere così sintetizzati: 1) Assoluto divieto di effettuare operazioni in conflitto di interessi; 2) Imposizione di una particolare procedura interna all'organo deliberativo per poter concludere l'operazione in conflitto di interessi; 3) Imposizione di un controllo esterno attraverso il quale venga accertata la sostanziale correttezza — intesa come *fairness*, e dunque come lealtà e congruità — dell'operazione conclusa in conflitto di interessi; 4) Assoluta legittimità delle operazioni in conflitto di interessi in un contesto normativo di “non intervento”. L'Autore sottolinea come l'assoluto divieto di porre in essere operazioni conflittuali sia un modello di disciplina assolutamente superato in ragione dell'acquisita consapevolezza del rischio di “bloccare anche operazioni vantaggiose ed efficienti”. Così C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, cit., p. 1232 ss. Nello stesso senso anche SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, cit., p. 198; SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, cit. p. 121.

letterale di una locuzione che si riferisce ad un istituto ideato, come si è visto, in sistemi giuridici stranieri⁴¹⁷.

La clausola generale dell'equo trattamento rimane anche dopo la MiFID il criterio utilizzato nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, mentre non ha più cittadinanza nell'ambito dei servizi di investimento in quanto sostituita da un obbligo di risultato molto più incisivo (ossia l'introduzione di misure volte ad individuare e gestire il conflitto in modo da evitare che esso incida negativamente sugli interessi dei clienti) contenuto nel novellato art. 21, comma 1 *bis*, del TUF. Attraverso questa diversa previsione il legislatore, pur lasciando all'intermediario un ampio margine di discrezionalità nel determinare il *quomodo*, ancora la valutazione della condotta compiuta in situazione di conflitto ad un criterio oggettivo, consistente nell'obbligo di impedire che il conflitto danneggi gli interessi degli investitori.

Il precetto dell'equo trattamento, invece, è senz'altro molto sofisticato e al contempo scivoloso, ed infatti la dottrina ha ampiamente evidenziato come esso ponga consistenti problemi interpretativi⁴¹⁸. L'indefinitezza del criterio, che inoltre assume rilevanza ai fini dell'individuazione dei limiti della responsabilità del gestore, ha aperto un ampio varco per gli interpreti e gli operatori: l'identificazione di un abuso, con la relativa distinzione da un'operazione corretta, si rivela estremamente difficile⁴¹⁹.

⁴¹⁷ Infatti, come notato, l'aggettivo "equo" nella versione italiana della direttiva 93/22/CE costituisce "la non perfetta trasposizione del termine *fair*" (così VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico in materia di intermediazione finanziaria*, in *Europa e diritto privato*, 2000, p. 1057). Rilevano COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 346-347, come infatti la dizione usata nel testo inglese della direttiva sia *fair* e non *equal*.

⁴¹⁸ Secondo DE POLI, *Politica del diritto e drafting nell'attuazione delle direttive comunitarie in materia di consumatore*, in SICCHIERO (a cura di), *Autonomia contrattuale e diritto privato europeo*, Padova, 2005, p. 110, il riferimento all'equo trattamento è "assolutamente oscuro". Secondo VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 486, è "ambiguo".

⁴¹⁹ È stato detto che il principio dell'equo trattamento è "lo strumento per governare nel suo complesso tale variegato fenomeno. La stella polare che deve guidare la giurisprudenza pratica e teorica nella definizione delle diverse fattispecie. Come tutte le clausole generali deve essere riempita di significato

Come si è già visto, la locuzione dell'equo trattamento vanta un nesso di derivazione storica con il "fair treatment" anglosassone. La direttiva 93/22, all'art. 11, prevedeva che l'impresa di investimento dovesse "sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, di provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo". Tale dizione, che riprende il n. 6 degli *International Conduct of Business Principles* proposti dalla IOSCO⁴²⁰, è poi confluita nell'art. 17, comma 1, lett. c) del d. lgs. n. 415 del 1996 e da lì ha poi avuto ingresso nel TUF, ove è stata trasposta anche nel diverso ambito della gestione collettiva del risparmio⁴²¹.

Il precetto dell'equo trattamento in situazioni di conflitto di interessi è stato da taluno inteso quale obbligo di garantire la parità di trattamento dei clienti⁴²². In tal senso, si è argomentato dicendo che questa esegesi è l'unica che consentirebbe di attribuire un significato alla norma in parola, la quale, per contro, ove interpretata nel senso di imporre semplicemente la cura dell'interesse degli OICR e degli investitori, non aggiungerebbe

e colta nella sua vera essenza" (così SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, cit., pp. 206-207).

⁴²⁰ Come abbiamo visto *supra* (cap. II, par. 4), il principio n. 6 dei precedenti IOSCO *International Conduct of Business Principles* recita: "A firm should try to avoid conflicts of interest, and when they cannot be avoided, should ensure that its customers are fairly treated". L'evoluzione di tale indicazione è ora contenuta nel commento al Principio n. 23 degli IOSCO *Objectives and Principles of Securities Regulation*, ove si legge che "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". V. SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, *ibidem*.

⁴²¹ In realtà, le disposizioni sui conflitti di interessi contenute nella Direttiva MiFID di I livello (artt. 13 e 18) non riproducono la disposizione sull'equo trattamento contenuta nell'art. 11 della Direttiva 93/22/CEE; tuttavia, l'obbligo per l'intermediario di agire in modo equo è espressamente previsto dall'art. 19, comma 1. V. COMPARTI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, cit., p. 603.

⁴²² Così ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 109.

nulla al generale precetto di agire nell'interesse del cliente anche al di fuori di situazioni di conflitto (contenuto negli artt. 36, comma 4, e 40, comma 1, lett. a) del TUF)⁴²³.

La teoria della parità di trattamento pare affondare le radici nelle c.d. teorie comunitarie della parità, le quali rievocano il principio aristotelico della giustizia distributiva analizzato nell'Etica Nicomachea⁴²⁴. Il concetto di fondo è che un debitore di diversi creditori, qualora non possa soddisfarli tutti integralmente, deve quanto meno riservare loro una parità di trattamento.

Agli inizi del secolo scorso, la giurisprudenza tedesca cominciò ad individuare l'insorgenza di un rapporto "comunitario" fra i creditori di un medesimo debitore obbligato ad effettuare più prestazioni aventi ad oggetto cose rientranti in un *genus* limitato. Il corollario di questa dottrina era che il debitore in caso di impossibilità oggettiva di soddisfare tutti i creditori non avrebbe dovuto essere considerato inadempiente nei confronti di alcuno laddove avesse ripartito in maniera uguale fra tutti i creditori le cose non perite, attuando una ripartizione *pro quota*⁴²⁵.

Spostata nell'area che qui ci occupa, la teoria della parità di trattamento presupporrebbe che i partecipanti ai fondi gestiti da una medesima SGR formino una "comunità" e che, di conseguenza, in presenza di un conflitto di interessi che rende oggettivamente impossibile il soddisfacimento di tutti gli investitori, il comportamento

⁴²³ Invero, come è stato notato, questo argomento è facilmente sovvertibile anche sul piano lessicale giacché il fatto che la norma utilizzi l'espressione "comunque" potrebbe proprio stare a significare che il precetto sia quello stesso che vale in generale anche fuori da situazioni di conflitto di interesse, ossia il precetto di agire nell'interesse. Così MAFFEIS, "Equo trattamento" e cura dell'interesse nella prestazione dei servizi di investimento, cit., p. 4.

⁴²⁴ Aristotele, che è il filosofo dei molti sensi in cui può dirsi l'Essere, ritiene, al contrario di Platone, che non si possa parlare di giustizia in un solo senso. Nel Libro V dell'Etica a Nicomaco (V, 5, 1130, b) si affronta il tema della giustizia nell'ambito di ricchezze ed onori, settore in cui il filosofo reputa si debba seguire la regola delle *proporzioni*.

⁴²⁵ HEINITZ, *Il principio del "trattamento uguale" (Gleichbehandlung) nel diritto del lavoro tedesco*, in Riv. Trim. Dir. Proc. Civ., 1959, in particolare p. 189. Cfr. RESCIGNO, *Il principio di eguaglianza nel diritto privato*, in Riv. Trim. Dir. Proc. Civ., 1959, p. 515 ss.; CARUSI, *Principio di eguaglianza, diritto singolare e privilegio. Rileggendo i saggi di Pietro Rescigno*, Napoli, 1998, p. 19.

dovuto da parte del gestore sia quello di osservare una “parità di trattamento”, ossia di non tutelare integralmente alcuni interessi e sacrificarne *in toto* altri, bensì di assicurare un comportamento omogeneo per i diversi interessi dei vari clienti, attraverso una “proporzionale falcidia” di tutti gli interessi⁴²⁶.

Questa teoria è stata respinta dalla maggior parte della dottrina. Innanzi tutto è facile osservare come il criterio della parità di trattamento possa venire in soccorso soltanto in caso di conflitto di interessi fra alcuni dei patrimoni gestiti, mentre nessun ruolo è in grado di svolgere nei restanti casi, che sono senz'altro la maggior parte, di contrasto fra gli interessi del gestore e del fondo.

In secondo luogo, si tratta di un principio contrario alle regole in materia di responsabilità contrattuale. Infatti, è stato notato come, in presenza di crediti autonomi seppur convergenti verso lo stesso *genus* limitato, non sia individuabile alcuna comunità fra i debitori⁴²⁷, alcun legame fra essi giuridicamente avvertibile⁴²⁸. Ed ancora, a ben considerare, vi è spazio per un ulteriore rilievo decisivo (connesso all'effettiva sostanza di quello che è chiamato il conflitto fra gli interessi di due o più OICR in gestione) in grado di evidenziare come la regola della parità di trattamento sia qui da respingere alla luce di una corretta applicazione delle regole che governano il conflitto di interessi nel contratto⁴²⁹. Infatti, nell'ipotesi che qui ci occupa, il soggetto chiamato ad adempiere nei confronti di una pluralità di creditori non è un normale contraente che agisce nel proprio interesse bensì un fiduciario che agisce nell'interesse altrui; pertanto, quello che da un

⁴²⁶ Così CARUSI, *Principio di eguaglianza, diritto singolare e privilegio. Rileggendo i saggi di Pietro Rescigno*, cit., p. 35. Nel dettato legislativo, l'unico conforto testuale di tale tesi è quello del riferimento, contenuto sia nelle direttive comunitarie che nella norma del TUF, ai conflitti di interessi non solo fra gestore e investitori ma anche tra patrimoni gestiti. V. MAFFEIS, “*Equo trattamento*” e *cura dell'interesse nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 6.

⁴²⁷ Così BUSNELLI, *L'obbligazione soggettivamente complessa*, Milano, 1974, p. 373.

⁴²⁸ Così OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1974, I, p. 639. V. anche PASETTI, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970, p. 27.

⁴²⁹ MAFFEIS, “*Equo trattamento*” e *cura dell'interesse nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 8; ID., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 600 ss.

punto di vista economico sembra un conflitto di interessi fra i creditori, in realtà da un punto di vista giuridico comporta una pluralità di situazioni di conflitto di interessi autonome fra il fiduciario e ciascun fiduciante. Quindi, ciò che appare come un conflitto fra l'uno e l'altro *dominus* di un medesimo gestore, in effetti è pur sempre un conflitto fra l'interesse del gestore e quello di uno dei diversi *dominus*, poiché, come abbiamo visto poc'anzi, è il gestore ad essere istituzionalmente portatore degli interessi dei clienti⁴³⁰.

In conclusione, dunque, non sembra esservi margine per interpretare la locuzione "equo trattamento" nell'accezione di parità di trattamento, o come "bilanciamento di interessi"⁴³¹, poiché per di più si finirebbe altrimenti per vanificare i precetti contenuti nell'art. 36, comma 4, del TUF, a norma del quale le SGR devono agire *nell'interesse dei partecipanti al fondo*, e nell'art. 40, comma 1, del TUF, a norma del quale le SGR devono operare con diligenza, correttezza e trasparenza *nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato*, precetti che esigono tutti che il gestore abbia di mira in maniera esclusiva la cura dell'interesse degli investitori cui è legato da un rapporto fiduciario⁴³².

Allora come interpretare il criterio dell'equo trattamento? Soccorre sul punto l'art. 37, comma 1, lett. b, del Regolamento Congiunto, il quale prevede che i conflitti debbano essere gestiti in modo da evitare che il patrimonio degli OICR sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti, o che, in ogni caso, tali conflitti rechino pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi.

⁴³⁰ Ed il gestore ovviamente non è in una situazione di atarassia rispetto alle scelte che è chiamato a compiere, ma anzi sarà verosimilmente portato a decidere sulla base di considerazioni inerenti al proprio tornaconto personale, favorendo così l'uno o l'altro patrimonio (ad esempio, quello di ammontare più cospicuo). V. MAFFEIS, "Equo trattamento" e cura dell'interesse nella prestazione dei servizi di investimento, cit., p. 9.

⁴³¹ V. ASSOGESTIONI (a cura di), *Commento al d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 15, Roma, 1996, p. 60, in cui viene appunto interpretato il precetto dell'equo trattamento quale obbligo di "contemperare" gli opposti interessi in conflitto.

⁴³² Come giustamente evidenziato, "se affido al gestore il mio patrimonio, intendo che faccia il mio interesse, non che operi l'*equo trattamento* del mio patrimonio con quello degli altri clienti" (così VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 486). Conforme COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 347.

E questo criterio contenuto nella normativa secondaria altro non fa che esplicitare le ricadute concrete del principio sancito dalla norma di primo livello, ossia evitare che gli investitori subiscano un pregiudizio e quindi, in altre parole, cercare di fare comunque l'interesse degli investitori. Il principio dell'equo trattamento, secondo l'orientamento prevalente, postula dunque che il gestore non abusi della fiducia riposta in lui dal cliente e non ponga perciò in essere un'operazione finalizzata a privilegiare il proprio interesse a discapito di quello del cliente⁴³³. Significa, molto semplicemente, che il gestore è tenuto a perseguire l'interesse esclusivo del cliente.

In altri termini, perché il trattamento sia equo non devono essere ipotizzabili, nelle circostanze date e secondo un giudizio *ex ante*, altre operazioni che consentano al fondo di conseguire un profitto più elevato: l'operazione in conflitto non deve essere dannosa in nessun modo, neppure sotto il profilo del lucro cessante, e se tale condizione è soddisfatta sarà irrilevante che anche il gestore abbia tratto vantaggio dall'esecuzione dell'operazione⁴³⁴.

Sembra allora da accogliere la posizione della dottrina prevalente, la quale ritiene che il precetto dell'equo trattamento sia da intendersi quale necessaria prevalenza dell'interesse degli investitori su quello del gestore, quale "obbligo di cura esclusiva dell'interesse del cliente, improntata ai criteri cui si sarebbe attenuto il gestore, osservante della diligenza professionale, in assenza della situazione di conflitto stessa"⁴³⁵.

⁴³³ SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, cit., p. 207; FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 317.

⁴³⁴ Così COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 344. Nello stesso senso anche SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., p. 211. Cfr. anche ENRIQUES, VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in BANFI, DI BATTISTA (a cura di), *Tendenze prospettive del risparmio gestito*, Bologna, 1998, p. 365.

⁴³⁵ Così GABRIELLI, *Il conflitto di interessi autorizzato*, cit., p. 114. Nello stesso senso, v. DE NOVA, *Conflicts of interest and the fair dealing duty*, cit., p. 482; SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, cit., p. 206; MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., p. 498; ID., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 577 e p. 600; COSTI, *Banca universale e conflitti di interesse*, cit., p. 124;

Conseguentemente, lo sfruttamento del conflitto di interessi attraverso la contravvenzione del precetto di garantire l'equo trattamento, si sostanzia in un inadempimento dell'obbligo di agire nell'interesse altrui che incombe sul gestore. E giacché, come si è visto, l'intenzione del legislatore è di sanzionare il conflitto solo qualora abbia cagionato un danno al cliente, deve ritenersi che l'inadempimento rilevante, ai fini di un eventuale giudizio di responsabilità, sia soltanto quello da cui sia derivato un pregiudizio per il fondo e/o per l'investitore⁴³⁶.

In quest'ottica, l'equo trattamento rappresenta una "clausola di chiusura", costituisce "il limite alla realizzazione dell'interesse personale del gestore, oltre il quale vi è inadempimento"⁴³⁷. E si tratta di un limite di carattere sostanziale, nel senso che la clausola generale serve per l'appunto a non lasciar sfuggire alcuna condotta che si risolva in un mancato perseguimento dell'interesse del cliente, a prescindere dall'eventuale impeccabile rispetto degli adempimenti formali⁴³⁸. Tale modello rifiuta un'impostazione basata esclusivamente sull'osservanza di alcuni meccanismi formali e propone "uno strumento alternativo che intende governare il fenomeno del conflitto di interessi non aprioristicamente ma *ex post*"⁴³⁹.

⁴³⁶ A tale proposito, la dottrina ha rilevato come il fatto di prendere in considerazione, ai fini del risarcimento del danno, solo il conflitto di interesse come risultato (sfavorevole) dell'azione, comporti un'abrogazione implicita della disciplina preventiva del conflitto di interessi, la quale si trova sprovvista di sanzione e non presidiata da alcun rimedio. Così MAFFEIS, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 80.

⁴³⁷ FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., p. 317.

⁴³⁸ SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, cit., p. 207.

⁴³⁹ SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, cit., p. 207. Tale meccanismo consente quindi di considerare il comportamento del gestore non da un punto di vista del puntuale compimento di uno o più atti rigidamente predeterminati, ma lo coglie nel suo svolgersi ossia sul piano della durata. Così G. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, cit., pp. 56-57. In tal senso anche RESCIGNO, *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, cit., p. 100.

Pertanto, il parametro cui ancorare la valutazione di illegittimità della condotta del gestore è quello della *mancata cura sostanziale dell'interesse del cliente*. Elemento, quest'ultimo, che in un eventuale giudizio di responsabilità dovrà essere provato dal gestore⁴⁴⁰, poiché, come si è visto, le regole di condotta nella gestione collettiva del risparmio sono regole talmente importanti “che richiedono di essere applicate con il rigore che esige il rispetto della finalità sostanziale di eliminare i rischi connessi alla situazione di conflitto; e che perciò non possono essere intese come regole il cui rispetto formale esaurisce la diligenza del fiduciario, o comunque carica il cliente della prova dell'abuso sostanziale. Se così fosse potrebbero rivelarsi regole di protezione dell'operatore, rispetto al diritto comune, anziché regole di protezione del consumatore”⁴⁴¹.

⁴⁴⁰ SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 196.

⁴⁴¹ Così VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, cit., p. 474.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Il presente lavoro si è proposto di analizzare in chiave critica la problematica del conflitto di interessi nel settore della gestione collettiva del risparmio.

Si è detto come, in qualsiasi situazione di “affidamento” che genera separazione fra proprietà e controllo della ricchezza, il conflitto di interessi possa condurre ad un’appropriazione dolosa di risorse in violazione del vincolo fiduciario. Ed, invero, nelle gestioni in monte, stante l’assoluta discrezionalità del gestore e la mancanza di poteri di intervento degli investitori, il ruolo che assume la fiducia tra investitore e intermediario è notevolmente maggiore e assolutamente cruciale. Inoltre, il conflitto di interessi incide sull’elemento che caratterizza l’essenza stessa della gestione collettiva del risparmio, ossia la finalizzazione esclusiva dell’attività al perseguimento dell’interesse degli investitori e ad un’ottimale valorizzazione del patrimonio di questi.

Abbiamo ricordato come il *need of protection* del cliente si spieghi alla luce della strutturale asimmetria informativa caratterizzante il rapporto tra intermediari ed investitori per cui la clientela versa in una posizione di sostanziale debolezza nei confronti delle controparti finanziarie. Il deficit informativo dell’investitore, il quale di frequente non ha precisa consapevolezza delle caratteristiche dei prodotti che acquista, né ha gli strumenti per monitorare il corretto e scrupoloso adempimento delle obbligazioni da parte del gestore, può rappresentare un ostacolo alla realizzazione di scambi efficienti e, conseguentemente, giustifica un intervento dello Stato nei rapporti tra intermediari e clienti, volto ad imporre numerosi e dettagliati obblighi di condotta ove una totale libertà sarebbe “distruttiva”.

Ciò nonostante, si è constatato come i tentativi di impedire l’insorgere di situazioni di conflitto di interessi si sono rivelati almeno in parte inutili: il conflitto di interessi è una condizione endemica ed ineliminabile del mercato mobiliare. Ciò ha posto il legislatore davanti all’esigenza di introdurre un nuovo modello di disciplina che, da un lato, non si limiti a imporre misure di profilassi e, dall’altro, non sancisca un generalizzato divieto di agire per l’intermediario in situazione di conflitto di interessi.

Conseguentemente, i pilastri della normativa attualmente vigente sono la prevenzione delle situazioni di conflitto, da una parte, e l'individuazione e la gestione delle stesse, dall'altra. Abbiamo visto, quindi, come il legislatore abbia optato per una soluzione articolata su un doppio binario: da un lato, si collocano le norme che introducono prescrizioni relative agli aspetti organizzativi degli operatori, dall'altro quelle che impongono a questi regole di condotta nell'interazione con gli investitori.

Tuttavia, al termine della presente indagine, possiamo concludere che tali strumenti appaiono, invero, insufficienti a scongiurare lo sfruttamento delle situazioni di conflitto se non sono affiancati da idonei rimedi successivi, di tipo sia civilistico che amministrativo (o penale), nonché da un efficiente *enforcement* pubblico e privato. Infatti, se compito dell'impianto normativo è predisporre dei meccanismi efficaci che disincentivino il comportamento opportunistico del gestore, la mera istituzione di cautele atte a prevenire, individuare e gestire i conflitti di interessi risulta ancora inadeguata allo scopo.

Per scoraggiare efficacemente la condotta illecita dell'intermediario sarebbe necessario, quindi, rendere lo sfruttamento del conflitto una scelta non conveniente per l'agente in un'ottica di costi-benefici. In altre parole, occorre che per il gestore la decisione di operare dando prevalenza al proprio interesse, in conflitto con quello dell'investitore, risulti in ultima analisi antieconomica, ossia non redditizia alla luce delle ricadute negative che potrebbe comportare.

E questo risultato può essere conseguito principalmente attraverso la predisposizione - insieme alle regole operanti sul piano dell'organizzazione di impresa, da un lato, e sul piano del rapporto con la clientela, dall'altro - di un apparato di vigilanza e sanzionatorio davvero rigoroso ed efficiente, in grado di produrre quell'effetto di deterrenza che gli strumenti di altro genere non sembrano ad oggi in grado di sortire.

In quest'ottica, un'efficace repressione degli abusi sembra essere il presupposto necessario a rendere effettivo il dovere di lealtà del gestore verso gli investitori e assicurare così la tutela di questi ultimi e del corretto funzionamento del mercato.

Se gli eventuali costi attesi dall'agente a fronte dello sfruttamento del conflitto costituiscono l'unico concreto disincentivo al comportamento infedele, occorre innanzi tutto che le sanzioni previste dall'ordinamento siano realmente dissuasive. In secondo

luogo, è necessario che sia elevata la probabilità che a fronte di una condotta illecita venga irrogata una sanzione. Assumendo che entrambe le suddette condizioni siano soddisfatte, il gestore dovrebbe astenersi dal porre in essere un'azione contraria all'interesse degli investitori per il semplice fatto che il guadagno che si aspetta di trarne è inferiore alla perdita che potrà subire.

Pertanto, assolutamente fondamentale è il ruolo svolto dalla vigilanza pubblica dell'autorità di settore e dalle sanzioni civilistiche, amministrative e penali che possono essere irrogate. Nel sistema legislativo attuale, invece, le norme in materia di responsabilità civile ed amministrativa, che dovrebbero disincentivare comportamenti opportunistici del gestore, appaiono un contrappeso inadeguato alla condotta illecita, giacché l'esercizio della azione di responsabilità e l'irrogazione delle sanzioni sono ipotesi tutto sommato di improbabile accadimento, mentre è certo il conseguimento di benefici a seguito del comportamento infedele⁴⁴².

In conclusione, ad oggi, la mancanza di un sistema repressivo in grado di indurre all'osservanza delle cautele e delle regole che l'ordinamento prescrive al fine di ostacolare le condotte abusive rappresenta una pesante tara per l'intero impianto normativo e induce a propendere per l'inidoneità della disciplina in parola a garantire un'adeguata tutela per quei risparmiatori che affidano le proprie disponibilità economiche ad organismi di investimento collettivo del risparmio. Pare di poter auspicare, quindi, oltre ad una vigilanza pubblica più penetrante (accompagnata ad un trattamento sanzionatorio più severo), anche l'introduzione nel nostro ordinamento di quegli strumenti, diffusi nei paesi di *common law*, quali il c.d. *disgorgements of profits* (ossia l'esborso da parte del gestore dell'intero guadagno ricavato grazie alla condotta abusiva) e i c.d. *punitive damages* (ossia

⁴⁴² I riferimenti alla teoria dell'*agency* ci hanno mostrato come il monitoraggio costante da parte dell'investitore sarebbe innanzi tutto troppo costoso e, in seconda istanza, probabilmente poco proficuo, non avendo il risparmiatore a disposizione gli strumenti conoscitivi necessari ad un efficace espletamento del suddetto controllo. Conseguentemente, e l'inesistenza di una casistica giurisprudenziale lo dimostra, i rimedi civilistici della responsabilità e del risarcimento del danno non sembrano esercitare, *rebus sic stantibus*, alcuna reale efficacia deterrente sul gestore.

il versamento all'investitore di un risarcimento superiore al danno sofferto). Tali misure dovrebbero essere, infine, accompagnate da un alleggerimento dell'onere probatorio in capo al risparmiatore che agisce in giudizio.

BIBLIOGRAFIA

AA. VV., *La tutela del risparmio: l'efficienza del sistema (Atti del convegno organizzato ad Alba il 20 novembre 2004)*, in *Le Società*, 2005, p. 277 ss;

AFFERNI, *Contratto di gestione patrimoniale e responsabilità della banca*, in *Danno e responsabilità*, 2003, p. 294 ss.;

AFFERNI, VISINTINI (a cura di), *Principi civilistici nella riforma del diritto societario*, Milano, 2005;

AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Quarterly Journal of Econ.*, 1970, p. 488 ss.;

ALCARO, *Mandato e fiducia*, in TONDO (a cura di), *I patrimoni separati fra tradizione e innovazione*, Torino, 2007, p. 81 ss.;

ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Tomo I, Padova, 1998;

ALPA, *Note minime sulla trasparenza dei contratti bancari e finanziari*, in *Vita not.*, 1995, I, p. 559 ss.;

ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1998, I, p. 372 ss.;

AMATO, *Il potere e l'antitrust*, Bologna, 1998;

ANDERSON, *Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure*, in *25 UCLA Law Rev.*, 1978, p. 739 ss.;

ANGELICI, *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1970, I, p. 146 ss.;

ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, p. 675 ss.;

ANNUNZIATA, *“Governance delle banche e conflitti di interessi. Il difficile equilibrio della disciplina bancaria e dei servizi di investimento, in Analisi Giuridica dell’economia, 2004, p. 177 ss.;*

ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio, in CAPRIGLIONE (a cura di), L’ordinamento finanziario italiano, Tomo I, Padova, 2005, p. 301 ss.;*

ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento, in Rivista delle società, 2000, p. 350 ss.;*

ANNUNZIATA, *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni, in Banca Borsa Titoli di credito, 1994, p. 634 ss.;*

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2008;*

ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari, Milano, 1993;*

ANTONUCCI, PARACAMPO, *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge sul risparmio e le sue successive modifiche, in Banca Borsa Titoli di Credito, 2007, I, p. 285 ss.;*

ARGENZIANO, *L’investment trust. Aspetti caratteristici della gestione degli investimenti mobiliari, Milano, 1952;*

ARROW, *The Economics of Agency: An Overview, in PRATT, ZECKHAUSER (a cura di), Principals and Agents: The Structure of Business, Boston, 1985, p. 36 ss.;*

ASCARELLI, *I fondi comuni di investimento, in Trattato P. Rescigno, XVI, Torino, 1985, p. 739 ss.;*

ASCARELLI, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento, in Banca, borsa, Titoli di Credito, 1983, I, p. 404 ss.;*

ASCARELLI, *L’investment Trust, in Banca, Borsa, Titoli di Credito, 1954, I, p. 178 ss.;*

ASQUINI, *Conflitto d’interessi tra socio e società nelle deliberazioni di assemblea nelle società per azioni, in Scritti giuridici, vol. I, Padova, 1936;*

ASSOGESTIONI (a cura di), *Commento al d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 15, Roma, 1996;

ASSOGESTIONI (a cura di), *Regolamento Banca d'Italia 20 settembre 1999. Condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria e modalità di sub-deposito dei beni dell'OICR*, Circolare alle associate, Roma, 15 novembre 1999;

ASSOGESTIONI (a cura di), *Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 21, Roma, 1998;

ASSOGESTIONI (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, Quaderni di documentazione e ricerca, Roma, 2003;

ASSOGESTIONI (a cura di), *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, Roma, 2000;

BEBCHUK, COHEN, FERRELL, *What Matters in Corporate Governance?*, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 491, settembre 2004, su www.ssrn.com;

BEBCHUK, *Foreward: the Debate on Contractual Freedom in Corporate Law: the desirable Constraints on Charter Amendments*, in 102 *Harv. L. Rev.*, 1989, p. 1395 ss.;

BEBCHUK, HAMDANI, *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Debate on State Competition over Corporate Charters*, 112 *Yale L. J.*, 2002, p. 553 ss.;

BEI, *Nuovo diritto societario e "private equity": spunti di riflessione alla luce della riforma*, in *Le Società*, 2004, p. 1071 ss.;

BELVISO, *Gli "intermediari finanziari" (tra storia e nomenclatura)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 165 ss.;

BESSONE, *Le SGR, società di gestione del risparmio. La financial industry e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, in *Vita notarile*, 2002, I, p. 630 ss.;

BESSONE, *Mercato mobiliare e tutela degli investitori*, in *Economia e diritto del terziario*, 2005, p. 417 ss.;

BESSONE, *Servizi di investimento e disciplina del contratto*, in *Giur. Merito*, 2002, IV, p. 1411 ss.;

BETTI, *Interesse (teoria generale)*, in *Nuovissimo Digesto Italiano*, VIII, 1962, p. 838 ss.;

BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, nel *Tratt. dir. civ. it.* fondato da VASSALLI, XV, II, Torino, 1960, p. 603

BIANCA MA., *Diritto civile. 3. Il contratto*, Milano, 2000;

BIANCA MI., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996;

BIANCHERI, *Obiettivi e norme di regolamentazione dei titoli*, in *Banca Impresa Società*, 1999, p. 161 ss.;

BIANCHI, *Considerazioni introduttive (sulla corporate governance)*, in *Rivista delle società*, 1996, p. 405 ss.;

BIANCHI, CORRADI, ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca Impresa Società*, 2002, p. 397 ss.;

BIANCO, CASA VOLA, *Corporate governance in Italia: alcuni fatti e problemi aperti*, in *Rivista delle società*, 1996, p. 426 ss.;

BIGLIAZZI GERI, *Patrimonio autonomo*, in *Enc. Dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982, p. 280 ss.;

BISOGLI, *I modelli organizzativi della SGR nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Le Società*, 1998, p. 1137 ss.;

BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, Padova, 2001;

BOCCHINI, *In principio erano le informazioni*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, p. 35 ss.;

BOCHICCHIO, *Ancora sul conflitto di interessi nella prestazione dei servizi finanziari: il conflitto di interesse nei rapporti contrattuali di impresa*, in *Contratto e impresa*, 2007, p. 306 ss.;

BOCHICCHIO, *Attività bancaria e risparmio gestito: sussiste un conflitto di interessi? Il problema e le suggestioni*, in *Contratto e impresa*, 2008, p. 818 ss.,

BOCHICCHIO, *Banche esercenti attività di intermediazione mobiliare. Intermediazione creditizia ed intermediazione mobiliare a confronto*, in *Economia e diritto del terziario*, 1993, p. 538 ss.;

BRUDNEY, *Corporate Governance Agency Costs, and the Rethoric of Contract*, in *85 Colum. L. Rev.*, 1985, p. 1403 ss.;

BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in BUSNELLI, PATTI, *Danno e responsabilità civile*, Torino, 2003, p. 285 ss.;

BUSNELLI, *L'obbligazione soggettivamente complessa*, Milano, 1974;

BUSSOLETTI, TONELLI, *Le banche e l'attività di gestione di patrimoni mediante operazioni in valori mobiliari*, in PORZIO (a cura di), *L'attività non bancaria delle banche*, Milano, 1993, p. 224 ss.;

CAIN, LOWENSTEIN, MOORE, *The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest*, 2003, su www.ssrn.com;

CALVI, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*, in *Responsabilità civile previdenza*, 2007, p. 1016 ss.;

CAMMARANO, *Esigenze economiche e modelli organizzativi di vigilanza*, in *Banca impresa società*, 2001, p. 413 ss.;

CAMMARANO, *La funzione del mercato*, Milano, 1999;

CANDIAN, *Fondo e fondi: itinerari paragiuridici tra gli usi linguistici*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 158 ss.;

CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (L. N. 262 DEL 2005)*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2006, I, p. 125 ss.;

CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico ed ordinamento del credito*, Milano, 1978;

CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, in *Banca d'Italia. Quaderni di ricerca giuridica*, 1991, n. 25, p. 23 ss.;

CAPRIGLIONE, *Diritto delle Banche degli Intermediari Finanziari e dei Mercati*, Bari, 2003;

CARNELUTTI, *Teoria generale del diritto*, Roma, 1951;

CARNEVALI, *Rappresentanza*, in ALPA, BONILINI, CARNEVALI, DI MAJO, INZITARI (a cura di), *Le obbligazioni e il contratto*, Torino, 1995, p. 642 ss.;

CARRASSI, *Il conflitto d'interessi nella disciplina generale della rappresentanza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1991, II, p. 377 ss.;

CARUSI, *Principio di eguaglianza, diritto singolare e privilegio. Rileggendo i saggi di Pietro Rescigno*, Napoli, 1998;

CASELLA, RIMINI, *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig., Disc. priv., Sez. comm.*, VI, Torino, 1991, p. 208 ss.;

CASELLI, *Fondi comuni e proprietà*, in *Giust. Civ.*, 1984, II, p. 84 ss.;

CASELLI, *Gli attori nel mercato italiano del private equity. Cenni sulla regolazione dei modelli organizzativi*, in *Economia e diritto del terziario*, 2008, p. 587 ss.;

CASSELLA, *Il conflitto di interessi nell'attività bancaria*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1996, I, p. 792 ss.;

CASSESE, *Conflitti di interessi: il fiume di Eraclito*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 2, p. 235 ss.;

CASSESE, *Imparzialità amministrativa e sindacato giurisdizionale*, Milano, 1973;

CASSESE, MATTARELLA (a cura di), *Democrazia e cariche pubbliche*, Bologna, 1996;

CAVAZZUTI FI., *Conflitto di interessi ed informazioni asimmetriche nell'intermediazione finanziaria*, in *Banca impresa società*, 1989, p. 358 ss.;

CAVAZZUTI FI., *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, 2004, p. 419 ss.;

CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1994, I, p. 23 ss.;

CESARINI, *Fondi comuni di investimento e struttura del mercato mobiliare italiano*, in *Rivista delle società*, 1983, p. 249 ss.;

CHEFFINS, *Tendenze attuali di corporate governance: da Londra a Milano, via Toronto*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 161 ss.;

CLARK, *Agency Costs Versus Fiduciary Duties*, in PRATT e ZECKHAUSER (a cura di), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985;

CLARK, *Contracts, Elities, and Traditions in the Making of Corporate Law*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, p. 1703 ss.;

CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto (Little, Brown & Co.), 1986;

COFFEE, *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Rule*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, p. 1618 ss.;

COLANTUONI, *La Consob nella rete europea e sovranazionale dei poteri pubblici*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 1999, p. 269 ss.;

COLAVOLPE, *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2005, p. 615 ss.;

COLAVOLPE, *Fondi comuni di investimento: le recenti modifiche al D.M. 24 maggio 1999, n. 228*, in *Le Società*, 2003, p. 1030 ss.;

COLOMBO, DOTTI, PERLETTI, SCHRANS, SOTRIFFER, *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967;

COMPORTEI, *I fondi di investimento mobiliare ed immobiliare chiusi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1994, p. 201 ss.;

COMPORTEI, *Il conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005, p. 593 ss.;

COOTER, FREEDMAN, *The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences*, in 66 *New York Univ. Law Rev.*, 1991, p. 1047 ss.;

COOTER, MATTEI, MONATERI, PARDOLESI, ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile. I. Fondamenti*, Bologna, 1999;

COSTI, *Fondi comuni di investimento: profili organizzativi*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1984, I, pp. 273 ss.;

COSTI, *Banca universale e conflitti di interesse*, in GRANELLI, STELLA (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007, p. 113 ss.;

COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da COTTINO, Vol. VIII, Padova, 2004;

COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993, p. 726 ss.;

COSTI, *Intermediari finanziari non bancari e mercato mobiliare*, in *Politica del diritto*, 1988, p. 505 ss.;

COSTI, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Rivista delle società*, 1968, p. 242 ss.;

COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 313 ss.;

COSTI, *La nuova disciplina dei mercati e dei servizi finanziari*, in *La nuova legge di tutela del risparmio: atti del convegno di Courmayeur*, Milano, 2007, p. 107;

CRANSTON, *Conflicts of interest in the Multifunctional Financial Institution*, in *16 Brooklyn J. of Int'l Law*, 1990, p. 129 ss.;

CRISCUOLI, *Fiducia e fiducie in diritto privato: dai negozi fiduciari ai contratti uberrimae fidei*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1983, I, p. 136 ss.;

D'ALESSANDRO, *Dissesto di intermediario mobiliare e tutela dei clienti*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 465 ss.;

D'ALESSANDRO, *Il conflitto di interessi nei rapporti fra socio e società*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 5 ss.;

DE ANGELIS, RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008;

DE LORENZI, *Il mandato alla luce dell'analisi economica del diritto*, in *Contratto e impresa*, 1993, p. 969 ss.;

DE MARCHI, *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1984;

DE NOVA, *Conflicts of interest and the fair dealing duty*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2002, p. 479 ss.;

DE NOVA, in SACCO, DE NOVA, *Il contratto*, II, in *Trattato Sacco*, Torino, 1993;

DE NOVA, *La rappresentanza: nozione e disciplina*, in VISINTINI (a cura di), *Rappresentanza e gestione*, Padova, 1992, p. 17 ss.;

DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005, p. 709 ss.;

DENOZZA, *L'"amministratore di minoranza" e i suoi critici*, in AA. Vv., *La corporate governance ed il risparmio gestito*, Milano, 2006, p. 21 ss.;

DENOZZA, *Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso dei modelli di corporate governance*, in *Giur. Comm.*, 2006, I, p. 167 ss.;

DENOZZA, *Obblighi di informazione e parità di trattamento nella fornitura di prodotti finanziari*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, Quaderni di documentazione e ricerca, 2003, p. 54 ss.;

DE POLI, *Politica del diritto e drafting nell'attuazione delle direttive comunitarie in materia di consumatore*, in SICCHIERO (a cura di), *Autonomia contrattuale e diritto privato europeo*, Padova, 2005, p. 110 ss.;

DIALTI, *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 ss.;

DI CASTRI, *I conflitti di interesse degli analisti finanziari: disciplina statunitense, evoluzione della normativa comunitaria e prospettive nell'ordinamento italiano*, in *Banca Impresa Società*, 2004, p. 477 ss.;

DI MAJO, *I fondi comuni di investimento mobiliare aperti*, Milano, 1983;

DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1993, I, p. 289 ss.;

DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2001;

D'IPPOLITO, LOMEIO, *Il conflitto di interessi nella rappresentanza*, in *Vita not.*, 1965, p. 153 ss.;

DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2008, I, p. 205 ss.;

DONISI, *Il contratto con se stesso*, Napoli, 1982;

DOTTI, *Esigenza di una tutela normativa per una libera ed obiettiva gestione dei fondi*, in GERACI, P.G. JAEGER (a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970, p. 126 ss.;

DRAGHI, *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, in *Bancaria*, 2008, fasc. 11, p. 3 ss.;

DRAGHI, *Integrazione dei mercati finanziari, intermediazione del risparmio*, reperibile su www.bancaditalia.it;

EASTERBROOK, FISCHER, *Close Corporation and Agency Costs*, in *Stan Law Rev.*, 1986, p. 371 ss.;

EASTERBROOK, FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, tr. it., Milano, 1996;

ENRIQUES, *Ad art. 2391*, in *Il Nuovo diritto delle società* a cura di MAFFEI ALBERTI, I, Padova, 2005, p. 768 ss.;

ENRIQUES, *Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework*, reperibile su www.ssrn.com;

ENRIQUES, *Dum Romae consulitur...verso una nuova disciplina comunitaria del conflitto d'interessi nei servizi di investimento*, in *Banca impresa società*, 2004, p. 448 ss.;

ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000;

ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 844 ss.;

ENRIQUES, *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca impresa società*, 1995, p. 287 ss.;

ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1996, I, p. 635 ss.;

ENRIQUES, *La banca depositaria*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, Roma, 2000, p. 173 ss.;

ENRIQUES, VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in BANFI, DI BATTISTA (a cura di), *Tendenze prospettive del risparmio gestito*, Bologna, 1998, p. 365 ss.;

FAISSOLA, *La crisi finanziaria internazionale ed i punti di forza delle banche italiane e del sistema paese*, in *Bancaria*, 2008, fasc. 11, p. 13 ss.;

FERRARINI, DE CANTELLIS, FRIGENI, LEONARDI, *La regolazione delle gestioni collettive: una valutazione critica del T.U.F. alla luce della comparazione*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, Quaderni di documentazione e ricerca, 2003, p. 16 ss.;

FERRARINI, *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1982, I, p. 215 ss.;

FERRARINI, GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Rivista delle società*, 2006, p. 573 ss.;

FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari e il testo unico*, in FERRARINI, MARCHETTI (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari. Dal Decreto Eurosim al testo unico della finanza*, Roma, 1998;

FERRARINI, *Novità e problemi del Decreto Eurosim*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1996, I, p. 883 ss.;

FERRARINI, *Ruolo degli amministratori indipendenti e lead independent director*, in AA. VV., *La corporate governance ed il risparmio gestito*, Milano, 2006;

FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Rivista delle società*, 2002, p. 462 ss.;

FERRARIS DI CELLE, SZEGO, *Commento sub art. 38*, in ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico in materia di intermediazione finanziaria*, Tomo I, Padova, 1998;

FERRI G. Jr., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1992, p. 25 ss.;

FERRO LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori – Profili di sistema*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, p. 661 ss.;

FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971;

FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, I, p. 283 ss.;

FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2009, p. 136 ss.;

FRANCARIO, *Il conflitto di interessi nella rappresentanza*, in *Il contratto in generale*, in *Tratt. Bessone*, XIII, Tomo VI, Torino, 2000, p. 69 ss.;

FRISCHMANN, *A Dynamic Institutional Theory of International Law*, in *Buffalo Law Rev.*, vol. 51, 2003, p. 679 ss.;

FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella Direttiva Mifid*, in *Contratti*, 2007, p. 583 ss.;

GABRIELLI, *Il conflitto di interessi autorizzato*, in *Contratto Impresa*, 2007, p. 97 ss.;

GALANTE, *La gestione collettiva alla luce dei regolamenti Consob e Banca d'Italia*, in *Le Società*, 1998, p. 1131 ss.;

GALGANO, *Lex mercatoria*, Bologna, [1976] 2001;

GALLARATI, *La delega di funzioni per la gestione patrimoniale nell'interesse altrui: un modello efficiente*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, p. 941 ss.;

GALLINO, *Dizionario di sociologia*, voce *Diritto*, *Sociologia del*, Torino, 1978, p. 241 ss.;

GAMBINO AG., *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1987;

GAMBINO AG., *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Giur comm.*, 1997, I, p. 788 ss.;

GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contratto impresa*, 1989, p. 156 ss.;

GANDINI, *Partecipazione a fondi comuni di investimento e certificato « cumulativo »*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1996, I, p. 477 ss.;

GENTILI, *L'argomentazione nel sistema delle fonti*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 2001, p. 471 ss.;

GRAZIADEI, SACCO, voce *Sostituzione e rappresentanza*, *Digesto IV, Tomo XVIII, Discipline privatistiche*, Torino, 1998, p. 619 ss.;

GRAZIADEI, voce *Mandato*, *Digesto IV, Tomo XI, Discipline privatistiche*, Torino, 1994;

GUERNELLI, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. Comm.*, 2009, I, p. 360 ss.;

GUERRERA, *Contratto di investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 1988, p. 750 ss.;

HAYEK, *The Road to Serfdom*, Chicago, 1944;

HEINITZ, *Il principio del "trattamento uguale" (Gleichbehandlung) nel diritto del lavoro tedesco*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1959, p. 189 ss.;

HERMALIN, KATZ, *Moral Hazard and Verifiability: The Effects of Renegotiation in Agency*, in *Econometrica* vol. 59, 1991, p. 1735 ss.;

HUCK, *The Fatal Lure of the « Impermeable Chinese Wall »*, in *94 Banking Law J.*, 1977, p. 122 ss.;

INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008;

INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto di interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, 2009, su www.ilcaso.it;

IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998;

JAEGER P.G., *Prospettive e problemi giuridici dei fondi comuni di investimento mobiliare*, in GERACI e JAEGER P.G. (a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1970, p. 31 ss.;

JAEGER P.G., CASELLA, *I fondi comuni di investimento*, Milano, 1984;

- JAEGER P.G., *L'interesse sociale*, Milano, 1964;
- JAEGER P.G., MARCHETTI, Corporate Governance, in *Giur comm.*, 1997, I, p. 625 ss.;
- JENSEN, MECKLING, *Theory of the firm. Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Finance Economics*, 3, 1976, p. 305 ss.;
- KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in *2 Journal of Law, Economics and Organization*, 1986, p. 53 ss.;
- LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Bari, 2007;
- LEMMA, *Soft law e regolazione finanziaria*, in *Nuov. Giur. Civ. Comm.*, 2006, II, p. 600 ss.;
- LENER, *Commento art. 3 legge 23 marzo 1983, n. 77 (Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento)*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 1984, p. 407 ss.;
- LENER, *Gestore unico e deleghe nella gestione*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, Roma, 2000, p. 145 ss.;
- LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2007, p. 431 ss.;
- LENER, *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del T.U.F.*, in *Le società*, 1998, p. 1121 ss.;
- LENER, *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in *Banca Impresa Società*, 1999, p. 351 ss.;
- LENER, *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982, V, c. 147;
- LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1997, I, p. 326 ss.;
- LENER, *Rapporti tra intermediari e clienti e gestione dei conflitti di interesse*, in AMATUCCI, BUONOCORE (a cura di), *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti*, Milano, 2008, pp. 91-92;
- LIBONATI, *Holding e Investment trust*, Milano, 1959;

LIBONATI, *Ordine giuridico e legge economica del mercato*, in *Rivista delle società*, 1998, p. 1540 ss.;

LINCIANO, MARROCCO, *Fondi di fondi e accordi di retrocessione*, Quaderno di finanza n. 49 (gennaio 2002), p. 10 ss, reperibile su www.consob.it;

LORASCHI, *Credito e risparmio: l'art. 47 della Costituzione*, in D'ANTONIO (a cura di), *La Costituzione economica: prospettive di riforma dell'ordinamento economico*, Roma, 1985;

LUBRANO, *Commento sub art. 38*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, p. 348 ss.;

LUCARELLI, *Lesione di interesse e annullamento del contratto*, Milano, 1964;

LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, p. 740 ss.;

LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da CICU E MESSINEO e continuato da MENGONI, Milano, 1984, p. 10 ss.;

LUZZATI, *La vaghezza delle norme*, Milano, 1990;

LYON, *The Information Society: Issues and Illusions*, trad. it. Di P. Ielasi, Bologna, 1991;

MAFFEIS, *“Equo trattamento” e cura dell'interesse nella prestazione dei servizi di investimento*, 2005, su www.ilcaso.it;

MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002;

MAFFEIS, *Il «particolare rigore» della disciplina del conflitto di interessi nelle deliberazioni del consiglio di amministrazione di società di capitale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 1053 ss.;

MAFFEIS, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, p. 71 ss.;

MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2005, p. 575 ss.;

MAFFEIS, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 2, p. 253 ss.;

MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, in *Il Risparmio*, 2010, p. 49 ss.;

MARCHETTI P., *L'indipendenza degli amministratori*, in AA. VV., *La corporate governance ed il risparmio gestito*, Milano, 2006, p. 17 ss.;

MARCHETTI C., *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, I, p. 1229 ss.;

MARCHETTI P., *Dove vanno i fondi comuni di investimento*, in *Rivista delle Società*, 1985, p. 1119 ss.;

MARINI, *L'omessa comunicazione del conflitto di interessi*, in DE ANGELIS, RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008, p. 605 ss.

MARROCCO, *Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2002, p. 583 ss.;

MASERA, *Intermediari, mercati e finanza d'impresa*, Bari, 1991;

MATTARELLA, *Conflitto di interessi: quello che le norme non dicono*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2004, p. 1284 ss.;

MATTEI, *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un'ipotesi di lavoro*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 2, p. 248 ss.;

MÉNDEZ-PEÑATE, *The Bank « Chinese Wall »: Resolving and Contending with Conflicts of Duties*, in *Banking Law J.*, 1976, p. 701 ss.;

MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 945 ss.;

MEO, *Problemi e tendenze attuali dell'attività fiduciaria*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 98 ss.;

MERANI, *Il problema del conflitto di interesse nell'intermediazione mobiliare*, in ALPA e BESSONE (diretto da), *I contratti in generale, I contratti atipici*, II, Torino, 1991, p. 804 ss.;

MERUSI, *Il conflitto di interessi fra tutela del risparmio e normativa comunitaria*, in *Banca Impresa Società*, 2008, p. 183 ss.;

MESSORI, *Strutture proprietarie, piattaforme distributive e governance delle SGR*, Assogestioni working paper, 2008/1, p. 8 ss.;

MESSORI, *The financial crisis: understanding it to overcome it*, Quaderni di Assogestioni, Milano, 2009;

MEZZACAPO, *Il controllo sui fondi comuni: intermediazione nel credito e tutela del risparmiatore*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1985, I, p. 231 ss.;

MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 147 ss.;

MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, p. 5 ss.;

MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, Torino, 1952, p. 143 ss.;

MINERVINI, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1997, I, p. 94 ss.;

MIOLA, BRIOLINI, *Commento sub art. 36*, in CAMPOBASSO G.F. (a cura di), *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, p. 316 ss.;

MIOLA, *Commento sub art. 33*, in CAMPOBASSO G.F. (a cura di), *Testo unico della finanza*, Torino 2002, p. 288 ss.;

MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel T.U.F.: profili organizzativi*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2001, I, p. 299 ss.;

MONATERI, *Ripensare il contratto: verso una visione antagonistica del contratto*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003, I, p. 409 ss.;

MONDINI, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nell'ordinamento statunitense*, in ANOLLI, BANFI, PRESTI, RESCIGNO (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Bologna, 2007, p. 221;

MONGIELLO, *La società di gestione del risparmio (la nuova figura del "gestore unico")*, in *Contratto e Impresa*, 1999, p. 1458 ss.;

MONTALENTI, *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 244 ss.;

MONTALENTI, *Il contratto di commissione*, in COTTINO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia, I contratti commerciali*, vol. XVI, Padova, 1991, p. 651 ss.;

MURITANO, *La cartolarizzazione dei crediti e i fondi comuni di investimento*, in TONDO (a cura di), *I patrimoni separati fra tradizione e innovazione*, Torino, 2007;

NASTASI, *Banca universale e gruppo polifunzionale: una scelta strategica per l'impresa*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria*, Bari, 1993, p. 67 ss.;

NATOLI, *Il conflitto dei diritti e l'art. 1380 del codice civile*, Milano, 1950;

NATOLI, *La rappresentanza*, Milano, 1977;

NIGRO, *La legge sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari: note introduttive*, in *Dir. banc.*, 1992, I, p. 422 ss.;

NUTI, *Uomini, Imprese e Mercati*, Torino, 2001;

NUZZO, *Il conflitto di interessi nei contratti di investimento e gestione patrimoniale*, in GRANELLI, STELLA (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007;

ONADO, *Gli amministratori indipendenti delle società di gestione del risparmio*, in AA. VV., *La corporate governance ed il risparmio gestito*, Milano, 2006;

ONADO, *Regolamentazione di trasparenza e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, Quaderni di documentazione e ricerca, 2003, p. 33 ss.;

OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1974, I, p. 629 ss.;

ORESTANO, *Diritti soggettivi e patrimoni senza soggetto. Linee di una vicenda concettuale*, in *Jus*, 1960, p. 149 ss. ora in ORESTANO, *Azione, Diritti soggettivi, Persone giuridiche*, Bologna, 1978;

OTTAVIANO, *La regolazione del mercato*, in GALGANO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Vol. III, Padova, 1979;

PACCES, *Financial Intermediation in the Securities Markets: Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, 20, *Int. Law. Rev. Law&Econ.*, 2000, p. 479 ss.;

PALLADINO, *Fondi comuni mobiliari*, Roma, 1984;

PANEBIANCO, *Il G-7 e il soft law istituzionale*, in *Studi in onore di Francesco Capotorti*, Milano, 1999, p. 354 ss.;

PAPANTI, PELLETIER, *Rappresentanza e cooperazione rappresentativa*, Milano, 1984;

PARINI, PROFUMO, *Private equity: verso un nuovo modello di governance per le imprese?*, in *Economia e diritto del terziario*, 2007, p. 701 ss.;

PASETTI, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970;

PASSIGLI, *Democrazia e conflitto di interessi. Il caso italiano*, Milano, 2001;

PASTORE, *Soft law, gradi di normatività, teoria delle fonti*, in *Lavoro e diritto*, 2003, p. 5 ss.;

PATRONI GRIFFI A., « *Organizzazione interna* » degli intermediari mobiliari, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 45 ss.;

PATRONI GRIFFI A., SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999;

PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Tomo I, Padova, 2005, p. 535 ss.;

PENATI, *Governo societario, tutela degli investitori ed efficienza del mercato dei capitali*, in *Banca Impresa Società*, 2004, p. 471 ss.;

PENNINGTON, *How conflicts of interest may arise*, in GOODE (a cura di), *Conflicts of Interest in the Changing Financial World*, London, 1986;

PEREGO, *Spunti sul conflitto di interessi nella rappresentanza volontaria*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1978, p. 1434 ss.;

PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004;

PIETRA, *La disciplina giuridica dei fondi di investimento mobiliare in alcuni paesi europei*, in *Banca, borsa, Titoli di Credito*, 1983, I, p. 534 ss.;

PIGOU, *The Economics of Welfare*, trad. it, Londra, 1920;

PINO, *Il patrimonio separato*, Padova, 1950;

PONTOLILLO, *Commento sub art. 36*, in ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, TOMO I, Padova, 1998, p. 387 ss.;

POSNER, *Agency Model in Law and Economics*, in *John M. Olin Law and Economics Working Papers*, University of Chicago Law School, Paper no. 79, The Coase Lecture, 2000, reperibile su www.law.uchicago.edu/lawecon/workingpapers.html;

POSNER, *Chinese Wall o Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K.*, in AA.VV., *Symposium: Internationalization of the Securities Markets*, *Michigan Yearbook of Int'l Legal Studies*, IX, 1988, p. 97 ss.;

PRATT, ZECKHAUSER, *Principals and Agents: The Structure of Business*, J. Pratt & R. Zeckhauser eds., Boston, 1985;

PREITE, *L'« abuso » della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari della società per azioni*, Milano, 1992;

PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO e PORTALE, Torino, 1993, vol. 3**, p. 9 ss.;

PUGLIATTI, *Contratto con se medesimo, rappresentanza e conflitto di interessi* (1929) in ID., *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965;

PUGLIATTI, *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante* (1928), in ID., *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965;

PUGLIATTI, *Il rapporto di gestione sottostante alla rappresentanza*, in ID., *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965;

RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998;

RABITTI, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori*, Milano, 2004;

RAJAN, ZINGALES, *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Torino, 2004;

RAZZANTE, *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. 51 ss.;

RESCIGNO P., « *Trasparenza* » bancaria e diritto « *comune* » dei contratti, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1990, I, p. 297 ss.;

RESCIGNO P., *Il principio di eguaglianza nel diritto privato*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1959, p. 515 ss.;

RESCIGNO M., *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2006, p. 99 ss.;

ROBERT BROWN J. Jr., *Criticizing The Critics: Sarbanes-Oxley And Quack Corporate Governance*, 2007, disponibile su www.ssrn.com;

RODORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur comm.*, 2002, I, p. 773 ss.;

ROMAGNOLI, *Corporate Governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 351 ss.;

ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 2004, in particolare p. 13 ss., disponibile su www.ssrn.com;

RONDINONE, *Le “mobili frontiere” della tutela del risparmio*, in DE ANGELIS, RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell’ordinamento finanziario*, Torino, 2008, p. 13 ss.;

ROPPO, *Il contratto del duemila*, Torino, 2002;

ROSSI, *Diritto e mercato*, in *Rivista delle Società*, 1998, p. 1443 ss.;

ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003;

ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Rivista delle Società*, 2006, p. 1 ss.;

ROSSI, *Miseria e nobiltà della finanza*, in *Il Mulino*, 2008, fasc. 6, p. 1060 ss.;

RUOZI, *Manuale dei fondi comuni di investimento*, Milano, 1987;

SABATELLI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1995;

SACCAVINI, *L’estensione della responsabilità dell’ente per i reati societari e l’inasprimento delle sanzioni. In particolare, l’omessa comunicazione del conflitto di interessi*, in DE ANGELIS, RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell’ordinamento finanziario*, Torino, 2008, p. 619 ss.;

SACCO, DENOVA, *Il contratto*, Tomo I, Torino, 2004;

SACCO, DENOVA, *Il contratto*, Tomo II, Torino, 1996;

SALANITRO, *Gruppo polifunzionale e banca universale*, in *Dir. fall.*, 1991, p. 581 ss.;

SAMUELSON PAUL A., NORDHAUS WILLIAM D., *Economia*, XV ed., Milano, 1996;

SANTAGATA, *Mandato. Obbligazioni del mandante*, in *Comm. Scialoja Branca, sub artt. 1710-1721*, Bologna- Roma, 1993, p. 86 ss.;

SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell’effettività delle regole di condotta*, 2009, su www.ilcaso.it;

SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 191 ss.;

SARTORI, *La teoria economica dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 2001, p. 607 ss.;

SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004;

SCALISI, *Ingiustizia del danno e analitica della responsabilità civile*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2004, I, p. 29 ss.;

SCHLESINGER, in TORRENTE, SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, Milano 1999;

SCIOTTI, *Commento sub art. 38*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998;

SCOGNAMIGLIO R., *Contratti in generale*, in GROSSO, SANTORO PASSARELLI (a cura di), *Trattato di diritto civile*, Milano, 1972, p. 78 ss.;

SCOGNAMIGLIO R., *Fatto giuridico e fattispecie complessa*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, p. 343 ss.;

SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2007, p. 121 ss.;

SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000;

SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 340 ss.;

SMITH, *Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni*, trad. it., Milano, 1977;

SODA, *Commento sub art. 36*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998;

SOLIMENA, *Il conflitto di interessi dell'amministratore di società per azioni nelle operazioni con la società amministrata*, Milano, 1999;

SOMMER, *IOSCO: its mission and achievement*, in *17 Nw. J. Int'l. L. & B.*, 1996, p. 15 ss.;

SORACE, *Il governo dell'economia*, in AMATO, BARBERA (a cura di), *Manuale di diritto pubblico*, Vol. III, Bologna, 1997, p. 111 ss.;

SPAVENTA, *La legge sulla tutela del risparmio: passi avanti, errori e illusioni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2006, p. 11 ss.;

SPA VENTA, *La tutela dell'investitore nell'analisi economica*, in NIGRO (a cura di), *Libertà e responsabilità nel nuovo diritto societario*, Milano, 2006, p. 61 ss.;

SRAFFA, *Del mandato commerciale e della commissione*, II ed., Milano, 1933;

SRAFFA, *La stipulazione del contratto ad opera di una sola persona*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, p. 414 ss.;

STELLA RICHTER M. Jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 196 ss.;

STELLA RICHTER M. Jr, *La governance delle società di gestione del risparmio*, 2009, reperibile su www.assogestioni.it;

STELLA RICHTER M. Jr, *Note preliminari sui problemi della Corporate Governance*, in *Riv. not.*, 2000, p. 615 ss.;

STELLA, *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza: principi generali del codice civile e disciplina speciale dei servizi di investimento*, in GRANELLI, STELLA (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007;

STELLA, *Il contratto concluso dal rappresentante in conflitto di interessi con il rappresentato*, in *Tratt. Roppo*, I, Milano, 2006, p. 882 ss.;

STESURI, *Il conflitto di interessi*, Milano, 1999;

STIGLER, *Mercato, informazione, regolamentazione*, Bologna, 1994, p. 217 ss.;

SZEGO, *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2005, I, p. 821 ss.;

TAGLIAMONTE, *Frodi finanziarie e conflitti d'interesse nel mercato mobiliare: standard internazionali e tutela degli investitori in Italia*, Roma, 2007;

TARELLO, *L'interpretazione della legge*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da CICU E MESSINEO e continuato da MENGONI, Milano, 1980, p. 183 ss.;

TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle Società*, 2004, p. 1082 ss.;

TONDO, *I patrimoni separati dalla tradizione all'innovazione*, in TONDO (a cura di), *I patrimoni separati fra tradizione e innovazione*, Torino, 2007, p. 1 ss.;

TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in PATRONI GRIFFI A., SANDULLI, SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999;

TREMONTI, *Uscire dal rallentamento e combattere speculazione e globalismo, radici della crisi*, in *Bancaria*, 2008, fasc. 7-8, p. 3 ss.;

TROIANO, *Commento sub art. 40*, in ALPA, CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Tomo I, Padova, 1998, p. 114 ss.;

VACIAGO, *La prima crisi finanziaria globale*, in *Il Mulino*, 2008, fasc. 6, p. 1047 ss.;

VELLA, *Commento sub art. 40*, in CAMPOBASSO G.F. (a cura di), *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, p. 357 ss.;

VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico in materia di intermediazione finanziaria*, in *Europa e diritto privato*, 2000, p. 1049;

VISENTINI, *Argomenti di diritto commerciale*, Milano, 1997;

VISENTINI, *Aspetti giuridici del rapporto fiduciario*, in *Banca borsa Titoli di Credito*, 1985, I, p. 84 ss.;

VISENTINI, *Etica e affari*, Roma, 2005;

VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2002, 2, p. 456 ss.;

VISENTINI, *La gestione del fondo da parte delle SGR*, in ASSOGESTIONI (a cura di), *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca, n. 23, Roma, 2000;

VISENTINI, *Lezioni di teoria generale del diritto. 1 – Il concetto di diritto*, Padova, 2001;

VISENTINI, *Lo Stato nell'economia liberale*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2005, p. 1109 ss.;

VISENTINI, *Risparmio e credito nella Costituzione*, in *Enciclopedia Giur. Treccani*, Vol. X, Roma, 1988;

VISINTINI, *Della rappresentanza*, in *Commentario Scialoja Branca*, sub art. 1394, Bologna-Roma, 1993;

VISINTINI, *Effetti del contratto. Rappresentanza. Contratto per persona da nominare*, in *Commentario Scialoja Branca*, sub artt. 1372-1405, Bologna-Roma 1993;

VISMARA, *La nozione del conflitto di interessi nel "sistema MiFID" (Direttiva n. 2004/39/CE e n. 2006/73/CE)*, in *Diritto comunitario e degli scambi internazionali*, 2008, p. 561 ss.;

VISMARA, *Profili di diritto internazionale privato della gestione del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2001, I, p. 600 ss.;

WEISS, *A Review of the Historic Foundations of Broker-dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, in *23 J. Corp. L.*, 1997, p. 65 ss.;

WILLIAMSON, *The Economics of Discretionary Behaviour. Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, N.J., 1964;

WITTAKER, ZIMMERMANN, *Good faith in European contract law*, Cambridge, 2000;

ZACCHEO, *Gestione fiduciaria e disposizione del diritto*, Milano, 1991;

ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, II ed., Milano, 1995, p. 186 ss.;

ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005;

ZAMPERETTI, *Il nuovo conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e di disciplina*, in *Le Società*, 2005, p. 1085 ss.;

ZINGALES, *Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1997, su www.ssrn.com;

ZINGALES, *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, ECGI Law WP n. 21/2004, disponibile sul sito www.ecgi.org/wp;

ZITIELLO (a cura di), *MIFID – La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007;

ZOPPINI, *La concorrenza tra ordinamenti giuridici*, Roma-Bari, 2004.