

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

SINTESI

INDICE: 1. Premessa; 2. Il conflitto di interessi nel diritto comune; 3. Il conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio: profili generali; 4. La prevenzione delle situazioni di conflitto di interessi; 5. L'individuazione e la gestione delle situazioni di conflitto di interessi; 6. Considerazioni conclusive.

1. Premessa

Il lavoro di ricerca ha avuto ad oggetto il tema del conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio.

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 investimento. Per contro, la dottrina giuscommercialista ha raramente analizzato in maniera approfondita la disciplina del conflitto di interessi nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, mentre pressoché inesistente è l'esame giurisprudenziale della fattispecie in questione.

Scopo della ricerca è stato quindi la ricostruzione sistematica dell'impianto normativo, di rango primario e secondario, che regola il conflitto di interessi nella gestione dei fondi comuni di investimento, mediante una riflessione critica sulla disciplina italiana che prende in considerazione anche il contesto sovranazionale di riferimento. Si è proceduto all'analisi degli aspetti maggiormente problematici della normativa in questione nel tentativo di verificare l'idoneità della stessa a garantire un'adeguata tutela per quei risparmiatori che affidano le proprie disponibilità economiche ad organismi di investimento collettivo del risparmio.

Lo studio è stato suddiviso in quattro capitoli. Il primo capitolo è incentrato sulla preliminare analisi della tematica del conflitto di interessi per come essa si presenta, in generale, nei rapporti fiduciari di diritto privato. Il secondo capitolo è dedicato alla ricognizione del regime normativo sul conflitto di interessi vigente nel settore della gestione collettiva del risparmio, nonché degli standard internazionali di *best practice* più rilevanti nel medesimo ambito. Il terzo capitolo si concentra sugli strumenti volti a prevenire l'insorgenza delle

situazioni di conflitto di interessi, mentre il quarto capitolo approfondisce i profili problematici relativi ai sistemi di individuazione e gestione delle situazioni medesime.

2. Il conflitto di interessi nel diritto comune

Necessario punto di partenza dello studio è stato l'analisi del conflitto di interessi nel diritto comune.

Nel nostro ordinamento sono presenti diverse nozioni di conflitto di interessi (o di interesse, a seconda della dizione legislativa prescelta), le quali offrono una pluralità di modelli normativi. La stessa essenza del fenomeno giuridico origina dall'esigenza di dare soluzione ai conflitti fra gli opposti interessi dei consociati e, pertanto il sintagma "conflitto di interessi" enuclea una disciplina giuridica che non costituisce un istituto unitario. Le normative sul conflitto di interessi, difatti, sono molteplici, per presupposti e per conseguenze, e talvolta anche all'interno del medesimo segmento del diritto coesistono diversi modelli e corrispondenti forme di trattamento legislativo.

In generale, abbiamo visto che 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. Da un punto di vista strutturale si riscontra, perciò, un potere di gestione attribuito ad un soggetto tenuto a perseguire un interesse non proprio; potere che viene tuttavia utilizzato non allo scopo di fare l'interesse per la cui soddisfazione esso è attribuito, bensì per il perseguimento di fini propri del decisore.

L'agire nell'interesse altrui costituisce senz'altro uno snodo fondamentale del rapporto giuridico: allorché un soggetto (*principal*) affida ad un altro soggetto (*agent*) un potere di gestione caratterizzato da un certo margine di discrezionalità, tra essi intercorre una relazione fiduciaria che rappresenta, tra l'altro, occasione di comportamenti opportunistici da parte dell'*agent*. In ogni rapporto fiduciario, infatti, si annida il rischio di una deviazione dell'*agent* giacché questi può anche essere portare di interessi ulteriori, propri od altrui, non necessariamente allineati con l'interesse del *principal*.

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 legislatore è predisporre dei meccanismi

adeguati 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 riconosciuto.

Passando dal punto di vista economico a quello giuridico, e prima ancora di addentrarsi nell'analisi critica dei rimedi presenti nel diritto civile per la repressione del conflitto di interessi, si è evidenziato come sia innanzi tutto incerto cosa debba intendersi per "conflitto di interessi" giacché il legislatore utilizza questa locuzione senza definirla. E quindi, occorre cercare di 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.

La dottrina ha messo in evidenza come al concetto "indeterminato" di conflitto di interessi possano corrispondere tre diversi modelli: il conflitto di interessi come *situazione*, come *azione* e come *risultato dell'azione*. Il motivo della distinzione tra le tre possibili nozioni della fattispecie di conflitto di interessi 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 fenomeno. 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: deve dunque trattarsi di una relazione fiduciaria, che potrà configurarsi all'interno ovvero al di fuori di un potere rappresentativo.

Si è visto, quindi, 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 mandato). Con specifico riferimento alle ipotesi in cui il suddetto precetto trovi la propria fonte in un rapporto convenzionale, l'unica disciplina positiva - di diritto comune - del conflitto di interessi è quella disposta dall'art. 1394 c.c.

Viene brevemente ripercorsa, dunque, la normativa 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 intermediario e cliente. In secondo luogo, poiché non ravvisandosi in nessuna disposizione di legge relativa ai fondi di investimento una

definizione della nozione di “conflitto di interessi”, gli approdi dottrinali e giurisprudenziali raggiunti nell’ambito del diritto comune possono fungere da guida per l’interprete anche nel settore specifico del mercato mobiliare. Il richiamo agli istituti del mandato e della rappresentanza è apparso, infine, opportuno poiché, a norma del TUF, la società promotrice e il gestore assumono solidamente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario.

3. Il conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio: profili generali

Compiuto l’*excursus* sopra descritto si è passati quindi alla ricostruzione sistematica del sistema normativo, di carattere primario e secondario, volto a disciplinare le situazioni di conflitto di interessi nei fondi comuni di investimento. Si è notato come il settore della gestione collettiva del risparmio presenti elevati tratti di complessità: infatti, l’evoluzione della disciplina sui fondi comuni di investimento ha registrato un articolato *iter* di interventi normativi, di cui sono state ripercorse le tappe fondamentali.

Di seguito, si è osservato come il rapporto che intercorre tra la società di gestione del risparmio (di seguito, SGR) e i partecipanti agli organismi di investimento collettivo del risparmio (di seguito, OICR) da questa gestiti, sotto un profilo economico, sia qualificabile in termini di *agency*, per cui la prima è tenuta ad agire per la realizzazione dell’interesse dei secondi. 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 circa lo stato e le aspettative degli investimenti.

Nel delineato contesto, dunque, il conflitto di interessi è un costo di agenzia strutturale, il quale è associato al rischio che il gestore si approfitti della discrezionalità e 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.

Di conseguenza, è certamente necessario che l’ordinamento giuridico contempra regole adeguate volte ad impedire che la SGR persegua il proprio interesse (nella duplice forma

dell'interesse del gestore stesso ovvero di quello del gruppo di appartenenza), anziché l'interesse degli investitori. Appare però ancora controversa 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", e che consenta al sistema di conseguire benefici superiori ai costi.

In termini generali, si è osservato come il legislatore nazionale 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 SGR, mentre altre incidono sui rapporti tra le SGR ed i sottoscrittori delle quote dei fondi da queste gestiti: il piano del rapporto contrattuale risulta pertanto integrato con quello dell'organizzazione di impresa.

4. La prevenzione delle situazioni di conflitto di interessi

Sono stati, dunque, approfonditamente analizzati gli strumenti volti a prevenire l'insorgenza di situazioni di conflitto di interessi nei fondi comuni di investimento.

La separazione del patrimonio del fondo di investimento dal patrimonio della SGR costituisce senz'altro un primo e fondamentale presidio contro gli abusi che il gestore potrebbe perpetrare. Peraltro, nella disciplina della gestione collettiva del risparmio la distinzione tra i beni ha come corollario l'affidamento del patrimonio separato ad un depositario terzo, ossia la banca depositaria. Su di essa, peraltro, oltre al dovere di custodia dei menzionati beni, incombono obblighi di controllo della liceità delle operazioni disposte sui medesimi, cui si accompagna la relativa responsabilità.

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, si è detto che è proprio il depositario a offrire la garanzia che i limiti e i criteri di gestione del conflitto introdotti *ex ante* siano davvero rispettati nel corso dell'attività, senza bisogno di dover aspettare la verifica *ex post*, spesso tardiva, dell'autorità giudiziaria o dell'autorità amministrativa.

Tuttavia, nel nostro ordinamento si consente 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 di quest'ultima mirante a massimizzare la propria utilità in contrasto con l'interesse dei partecipanti realizza altresì l'interesse della banca depositaria a trarre il massimo vantaggio dall'attività svolta dalla controllata.

La separazione organizzativa tra le diverse attività svolte dal medesimo soggetto è un altro 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. Infatti, 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.

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 si verifichino "infiltrazioni", e sorgano così delle occasioni di scorretta gestione, rimangono considerevoli.

Con riferimento alla separazione organizzativa, infatti, la politica legislativa registra un'opportuna battuta di arresto. Il legislatore 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 investitori. Invero, il meccanismo della separazione organizzativa, ancorché sia senz'altro utile 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 tale 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 infedele.

Nell'ambito delle problematiche relative alla prevenzione dei conflitti di interessi, infine, sono stati 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 gestione. 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 influenzare l'attività svolta dal gestore. Infatti, mentre il previgente Regolamento Consob 11522/1998 imponeva soltanto dei presidi di trasparenza, il nuovo Regolamento Intermediari 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 collettiva.

5. L'individuazione e la gestione delle situazioni di conflitto di interessi

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

La normativa di rango primario stabilisce 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 gestiti. Tuttavia, tali disposizioni non forniscono una definizione del sintagma "conflitto di interessi"; nessuna norma di legge indica quando un conflitto di interessi tra gestore e cliente debba realmente considerarsi esistente e, pertanto, vi è disciplina senza descrizione del fatto, la cui individuazione viene di conseguenza rimessa all'interprete.

Dal punto di vista del diritto finanziario, ad ogni modo, 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 uno stadio nel quale l'esigenza di tutela è ancora meramente potenziale. 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. Ebbene, nell'ambito del conflitto di interessi nella gestione collettiva del risparmio, quindi, le diverse accezioni in cui nel primo capitolo si è 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.

Dunque, si è tentato di ricostruire la nozione di conflitto di interessi nel rapporto fra SGR e soggetti partecipanti all'OICR facendo innanzi tutto riferimento al concetto economico dell'*agency* visto nei capitoli precedenti, il quale consente di ben descrivere il fenomeno della relazione fiduciaria, in generale, e della relazione tra intermediario ed investitore, in particolare.

In questo modo, è stata fatta luce anche su due ulteriori questioni: quale "interesse" sia in grado di innescare un conflitto e cosa debba intendersi per "conflitto". Sotto il primo profilo, si conclude nel senso che l'interesse rilevante sia 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'investitore. Con riferimento, poi, alla nozione di conflitto, appare corretto ritenere che il legislatore, mirando a disincentivare comportamenti opportunistici, ne abbia accolto un'accezione ampia, che comprenda anche il semplice concorso di interessi purché potenzialmente conflittuale.

Abbiamo visto come il TUF richieda 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. Ebbene, nel contesto della gestione collettiva del risparmio, la presenza di precise e analitiche previsioni legislative e regolamentari incentrate sui doveri di organizzazione preventiva si spiega in ragione del fatto che occorre tutelare un interesse non meramente privato: 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 cliente.

Assolutamente fondamentale è l'obbligo di identificazione dei conflitti, che si traduce in un monitoraggio costante delle diverse attività svolte dall'intermediario. Inoltre, del tutto centrale è 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 interessi.

In entrambi gli ambiti, si registra un intreccio di profili di eteronormazione con altri di autonormazione. 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 investitori.

In conclusione, è stato evidenziato 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 conveniente, ma si preoccupa di predisporre, da un lato, e di richiedere la predisposizione, dall'altro, di presidi volti a scongiurare il prodursi di un pregiudizio 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 strutturale, 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 deriva. Dunque, 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 OICR.

Abbiamo visto che 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 letterale di una locuzione che si riferisce ad un istituto ideato in sistemi giuridici stranieri.

Il precetto dell'equo trattamento è senz'altro molto sofisticato e al contempo ambiguo, ed infatti la dottrina ha ampiamente evidenziato come esso ponga consistenti problemi interpretativi. L'indefinitezza del criterio, che inoltre rileva ai fini dell'individuazione dei limiti della responsabilità del gestore, ha aperto un ampio varco per gli interpreti e gli operatori. Quindi si è proceduto ad un'attenta e approfondita esegesi del precetto dell'equo trattamento, concludendo nel senso che esso vado inteso 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.

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 dell'obbligazione fiduciaria. E deve ritenersi che si tratti 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 concretamente in un mancato perseguimento dell'interesse del cliente, a prescindere dall'eventuale impeccabile rispetto degli adempimenti formali.

6. Considerazioni conclusive

Al termine della presente indagine, ci è sembrato di poter concludere che gli strumenti di prevenzione, individuazione e gestione delle situazioni di conflitto di interessi appaiono, invero, insufficienti a scongiurare la condotta illecita del gestore 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 dell'intermediario, la

mera istituzione di cautele atte a prevenire, individuare e gestire i conflitti di interessi risulta ancora inadeguata allo scopo.

Per scoraggiare efficacemente il comportamento sleale del gestore sarebbe necessario, quindi, rendere lo sfruttamento del conflitto una scelta non conveniente in un'ottica di costi-benefici. 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.

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.