

La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative (Assetti organizzativi - Regole di condotta - Consulenza in materia d'investimenti).
Un confronto tra giuristi ed economisti, a cura di MICHELE DE MARI

Collana di Studi Giuridici
RACCOLTE DI SCRITTI

3

Università degli Studi di Verona
Dipartimento di Diritto dell'Economia

La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative

(ASSETTI ORGANIZZATIVI - REGOLE DI CONDOTTA -
CONSULENZA IN MATERIA D'INVESTIMENTI)

Un confronto tra giuristi ed economisti

a cura di

MICHELE DE MARI

EMANUELE MARIA CARLUCCIO - PAOLO ANTONIO CUCURACHI
MICHELE DE MARI - GIAN DOMENICO MOSCO - ANDREA PERRONE
MICHELE RUTIGLIANO - GIULIANA SCOGNAMIGLIO - MARIO STELLA RICHTER *jr*



CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI
2009

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

Copyright 2009 Wolters Kluwer Italia Srl

ISBN 978-88-13-29049-8

A norma della legge sul diritto d'autore e del codice civile è vietata la riproduzione di questo libro o di parte di esso con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, per mezzo di fotocopie, microfilms, registrazioni o altro.

Stampato in Italia - Printed in Italy

FOTOCOMPOSIZIONE GRAFICHE FIORINI - VIA ALTICHIERO, 11 - VERONA

INDICE SOMMARIO

<i>Presentazione</i>	pag. VII
----------------------------	----------

PRIMA SESSIONE

GOVERNO SOCIETARIO E CONTROLLI INTERNI

GIULIANA SCOGNAMIGLIO, <i>Gli assetti organizzativi degli intermediari finanziari</i>	pag. 3
GIAN DOMENICO MOSCO, <i>Funzioni aziendali di controllo, principio di proporzionalità e ruolo degli organi sociali nella MiFID</i>	» 31
MARIO STELLA RICHTER jr, <i>La governance delle società di gestione del risparmio</i>	» 47
MICHELE RUTIGLIANO, <i>Organizzazione, governo societario e controlli interni negli intermediari finanziari: eccesso di regolamentazione o fallimento dell'autodisciplina?</i>	» 61

SECONDA SESSIONE

REGOLE DI CONDOTTA, CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI E TUTELE DELL'INVESTITORE

ANDREA PERRONE, <i>Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori</i>	pag. 79
PAOLO ANTONIO CUCURACHI, <i>La regola dell'adeguatezza nella prestazione dei servizi d'investimento: il punto di vista della teoria della finanza</i>	pag. 103
EMANUELE MARIA CARLUCCIO, <i>L'attività di consulenza nel risparmio gestito: profili finanziari e normativi</i>	pag. 125
MICHELE DE MARI, <i>La "nuova" consulenza in materia di investimenti tra fattispecie e disciplina</i>	pag. 153
<i>Gli Autori</i>	pag. 193

PRESENTAZIONE

Il volume raccoglie gli interventi tenuti al Convegno di Studi, svoltosi nell'Università di Verona (Facoltà di Economia) il 23 giugno 2008 ed intitolato “*La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative. Un confronto tra giuristi ed economisti*”.

Il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164 e la normativa regolamentare di attuazione che ne è scaturita, adottata dalla Consob, dalla Banca d'Italia e dal Ministero dell'Economia, hanno recepito nel nostro ordinamento – seguendo il c.d. metodo *Lamfalussy* – i principi della direttiva n. 2004/39 del 21 aprile 2004 e le regole di esecuzione dettate dalla direttiva di “livello 2” n. 2006/73 del 10 agosto 2006.

Le novità sono state numerose e significative: dall'introduzione di nuovi servizi d'investimento all'ampliamento della categoria degli strumenti finanziari derivati; dalla nuova modulazione delle regole di condotta in funzione del servizio d'investimento prestato e delle caratteristiche dell'investitore all'estensione delle medesime regole alle società di gestione del risparmio che commercializzano quote o azioni di oicr (secondo la tecnica del c.d. “*level playing field*”); dai nuovi assetti di *governance* e di controllo interno degli intermediari del mercato mobiliare all'esternalizzazione a terzi di servizi o funzioni operative essenziali e alla rinnovata politica di gestione dei conflitti di interesse; dalla creazione di nuove sedi di negoziazione (cc.dd. “*trading venues*”) al superamento dell'obbligo di concentrazione degli scambi e al conseguente ripensamento della regola di *best execution*; e certamente altro ancora si potrebbe aggiungere.

Tra le tante novità ricordate la giornata di studio si è volutamente incentrata su due aspetti che – nel nuovo contesto normativo “a più livelli” introdotto dalla disciplina MiFID – sono subito apparsi cruciali e decisivi.

Seguendo un approccio interdisciplinare, giuristi studiosi del diritto commerciale ed economisti d'azienda hanno da un lato toccato i temi della *governance* e dei controlli interni delle banche e degli intermediari che prestano servizi d'investimento e delle società di gestione del risparmio, dall'altro hanno rivolto l'attenzione alle regole di condotta degli stessi intermediari e alle corrispondenti tutele per il caso di loro violazione e al "nuovo" servizio di consulenza in materia di investimenti.

I singoli contributi presentano ed esaminano le novità introdotte dalla nuova normativa su questi temi specifici e formulano delle prime valutazioni in ordine alle questioni maggiormente dibattute.

* * *

Preme rivolgere un sentito ringraziamento agli studiosi che hanno generosamente aderito all'invito e che si sono altresì adoperati per dare veste editoriale alle loro relazioni, ora raccolte nella "*Collana di Studi Giuridici*" del Dipartimento di Diritto dell'Economia dell'Università di Verona. Un grazie altrettanto sincero alla Facoltà di Economia, alla sua Presidenza e ai Dipartimenti di Diritto dell'Economia e di Economia Aziendale per il patrocinio al Convegno e per la fattiva collaborazione prestata all'organizzazione dell'iniziativa.

MICHELE DE MARI

PRIMA SESSIONE
GOVERNO SOCIETARIO
E CONTROLLI INTERNI

GIULIANA SCOGNAMIGLIO

GLI ASSETTI ORGANIZZATIVI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. I contenuti del regolamento congiunto di Consob e Banca d'Italia. – 3. Il problema dell'applicabilità del regolamento congiunto alle banche che prestano servizi d'investimento. – 4. Segue: la funzione di *compliance*. – 5. I principi in materia di assetti organizzativi. – 6. Segue: il principio di adeguatezza e le funzioni di governo delle società. – 7. Segue: l'adeguatezza della c.d. struttura aziendale e il sistema dei controlli interni. – 8. Il governo societario: l'analisi per funzioni e la ripartizione delle funzioni tra i diversi organi: qualche rilievo sulle Disposizioni di Banca d'Italia del 4 marzo 2008. – 9. Segue: i riflessi applicativi. – 10. Segue: cenni sugli assetti organizzativi nei gruppi di società.

1. *Premessa.*

Si assiste ormai da anni, nel campo della disciplina degli intermediari finanziari e nella prospettiva della vigilanza pubblicistica sugli stessi, ad un fenomeno di crescente valorizzazione dell'adeguatezza degli assetti organizzativi: si attribuisce cioè uno specifico “valore giuridico”, di cui si tratta poi di esplorare più da vicino il contenuto, alla circostanza che gli intermediari finanziari, bancari e non, si muniscano di un assetto organizzativo interno avente appunto il carattere dell'adeguatezza e pertanto idoneo ad assicurare il perseguimento di determinati obiettivi, che s'identificano con quelli assegnati alla vigilanza. È il caso di osservare subito che il fenomeno testé segnalato riguarda, in misura sempre più significativa nel corso degli ultimi anni⁽¹⁾, sia le

⁽¹⁾ Il fenomeno segnalato nel testo è probabilmente da ricondurre al passaggio, verificatosi già nell'ultimo ventennio del secolo scorso, dal modello della “vigilanza strutturale” a quello della “vigilanza prudenziale”: dalla fase cioè dell'incidenza diretta, da parte dell'autorità di vigilanza, sugli assetti organizzativi degli intermediari, ad una fase in cui il controllo ha luogo in maniera indiretta, richiedendo ai singoli soggetti requisiti e comportamenti, ritenuti idonei ad assicurare la loro stabilità ed efficienza. Cfr.

banche in quanto tali, sia gli intermediari finanziari operanti nel campo dei servizi di investimento (e dunque ancora una volta le banche in quanto intermediari finanziari esercenti detti servizi). Riguardo alle prime, l'attenzione per l'adeguatezza degli assetti organizzativi è uno degli aspetti qualificanti della versione più recente (c.d. Basilea 2) degli accordi di Basilea; riguardo ai secondi, analoga attenzione emerge con chiarezza dal "sistema" MIFID. In considerazione del tema prescelto per questo convegno, meritoriamente organizzato dalla Facoltà di Economia dell'Università di Verona, alla quale desidero esprimere il mio sincero apprezzamento per l'iniziativa ed il più vivo ringraziamento per l'invito, le considerazioni che seguono saranno dedicate principalmente a questo secondo versante del fenomeno, e cioè agli assetti organizzativi degli intermediari finanziari "dopo le direttive MIFID". Tuttavia, anche in considerazione della prevalenza numerica – nel nostro Paese – degli intermediari finanziari bancari su quelli non bancari, i principi e le regole sull'assetto organizzativo degli intermediari finanziari saranno esaminati principalmente dall'angolo visuale delle banche che prestano (anche) servizi d'investimento; il che comporterà un'attenzione particolare per il problema del rapporto e del confronto tra la disciplina risultante dal sistema delle direttive MIFID (e dal suo recepimento nell'ordinamento nazionale) e quella contenuta nel Testo Unico Bancario (in seguito: TUB) e nelle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia.

2. I contenuti del regolamento congiunto di Consob e Banca d'Italia.

L'art. 6, comma 2-bis del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d'ora in avanti: TUIF), che deve il suo tenore attuale al d.lgs. n. 164/2007, di recepimento delle direttive MIFID, demanda alla Banca d'Italia e alla Consob di disciplinare congiuntamente con regolamento, e con riferimento alla presta-

F. CASTIELLO, *La riforma della legge bancaria. Profili pubblicistici*, Giappichelli, Torino, 1993, 16 s.; R. PENNISI, *Attività di direzione e poteri della capogruppo nei gruppi bancari*, Giappichelli, Torino, 1997, 129.

zione dei servizi d'investimento, nonché alla gestione collettiva del risparmio, una serie di "obblighi" dei soggetti abilitati, aventi ad oggetto, *in apicibus*, i requisiti generali di organizzazione, l'organizzazione amministrativa e contabile, ivi compresa l'istituzione della funzione di "controllo della conformità alle norme", dell'audit interno, di procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento; la esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti; la gestione dei conflitti d'interessi potenzialmente pregiudizievoli per i clienti; l'istituzione di procedure anche di controllo interno per la percezione o la corresponsione di incentivi.

In attuazione della citata disposizione, nell'ottobre del 2007 Banca d'Italia e Consob hanno varato un "regolamento congiunto" (nel prosieguo: RC), con il quale si è provveduto, con riferimento agli intermediari finanziari non bancari (le SIM) e alle banche (per queste ultime, limitatamente alla prestazione di servizi di investimento):

- a disciplinare i requisiti generali di organizzazione e di continuità dell'attività;
- a dettare i principi di governo societario, con l'individuazione delle tre funzioni di supervisione strategica, di gestione e di controllo;
- a disciplinare le funzioni aziendali di controllo, individuando tra queste la funzione di controllo di conformità alle norme, la funzione di gestione del rischio e la funzione di revisione interna;
- a disciplinare le procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e per la percezione e corresponsione dei c.d. incentivi;
- a regolare la esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi o attività;
- a dettare norme in tema di identificazione e prevenzione dei conflitti d'interessi;
- a disciplinare la conservazione delle registrazioni;
- a dettare una specifica disciplina (articolata per temi corrispondenti e paralleli a quelli già menzionati: sistema organizzativo e governo societario; conflitti d'interessi; conservazione delle registrazioni) con riferimento a quelle peculiari figure di intermediari finanziari che sono le società di gestione del risparmio (SGR) e le società di investimento a capitale variabile (SICAV).

I temi a cui ha riguardo, in attuazione della citata disposizione del TUIF, il RC sono disciplinati, in ambito comunitario e cioè nell'ambito del sistema MIFID, dalla direttiva c.d. di secondo livello, n. 2006/73/CE, il cui capo II, intitolato "requisiti di organizzazione", detta appunto i principi e le regole applicative in materia di organizzazione delle "imprese d'investimento". La trasposizione nel diritto interno delle disposizioni comunitarie, già assai minuziose e dettagliate, è avvenuta in maniera puntuale e direi pedissequa, in modo da assecondare quell'intento di completa armonizzazione in ambito comunitario che è alla base del c.d. metodo Lamfalussy. Ne risultano una disciplina per alcuni versi farraginoso, fin troppo attenta alle questioni di dettaglio, e un dettato sovente appesantito da espressioni pletoriche ed un po' ripetitive, più adatte, si direbbe, ad un manuale di organizzazione aziendale, che non ad un testo normativo.

3. Il problema dell'applicabilità del regolamento congiunto alle banche che prestano servizi d'investimento.

Il RC, in quanto emanato ai sensi del citato art. 6, comma 2-bis TUIF, ha un ambito di applicazione coincidente con quello della disposizione "madre": coincidente, dunque, con l'ambito dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e attività di investimento, nonché alla gestione collettiva del risparmio.

Si pone pertanto la questione se esso si applichi altresì alle banche, nel caso in cui queste siano abilitate alla prestazione dei servizi suddetti. A tale riguardo, l'art. 3 RC dispone che alle banche e agli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 TUB si applicano, "anche con riferimento alla prestazione di servizi e attività di investimento", le disposizioni adottate in attuazione del TUB, in luogo di quelle dettate, in attuazione del TUIF, dal RC, ma solo "per quanto non diversamente disciplinato dal presente Regolamento".

In altri termini, il precetto onde è imposta l'applicazione alle banche (anche a quelle abilitate alla prestazione di servizi di investimento) dei principi del TUB e delle disposizioni specifiche di attuazione di quei principi è temperato da una clausola di prevalenza del-

le disposizioni del RC, in caso di divergenza fra l'una e l'altra disciplina: in particolare, la clausola di prevalenza del RC in caso di divergenza con le regole di derivazione TUB opera "nelle materie di cui ai titoli I e III della Parte 2", e cioè proprio nella materia che qui interessa dei requisiti di organizzazione, del governo societario, delle funzioni e responsabilità degli organi aziendali, nonché in materia di esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti. Per quanto riguarda le banche, detti temi trovano la loro disciplina: nelle *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo delle banche*, emanate dalla Banca d'Italia il 4 marzo 2008 (nel prosieguo anche DV0308), per ciò che concerne il disegno generale del governo societario e dell'organizzazione delle funzioni "di vertice"; nelle *Disposizioni di vigilanza* del 10 luglio 2007, per quanto concerne la funzione di conformità (*compliance*) e la sua possibile esternalizzazione; nel titolo IV, cap. 11, delle Istruzioni di vigilanza delle banche (circolare n. 229 del 21 aprile 1999, aggiornata il 10 aprile 2007), per quanto concerne il sistema dei controlli interni.

Dunque, con riferimento alle materie dianzi elencate, è necessario verificare se i principi e le regole esistenti nell'ordinamento delle banche siano omogenei e coerenti con principi e regole enunciati nel RC: come già si è osservato, infatti, se si riscontrasse una qualche divergenza, nell'ambito delle materie specificamente attinenti all'organizzazione dell'impresa ed al governo societario, dovrebbero considerarsi prevalenti, e perciò applicabili anche alle banche che prestano servizi di investimento, le disposizioni del RC.

Il confronto verte, in particolare, tra la disciplina, in materia di organizzazione e governo, contenuta nel RC e quella, di qualche mese più recente, dettata dalle citate Disposizioni di vigilanza del marzo 2008: l'analisi comparata dei due documenti rivela l'identità dei principi di fondo che presiedono, appunto, al governo ed alla organizzazione degli intermediari finanziari (non bancari) e delle banche; qualche divergenza si registra nelle disposizioni di carattere applicativo (quelle che nelle DV0308 sono appunto denominate "linee applicative"), le quali, con riferimento alle banche (ivi incluse, ovviamente, le banche abilitate alla prestazione di servizi d'investimento), intervengono su aspetti e profili specifici degli assetti di governo societario, enunciando talora regole che circoscrivono l'autonomia or-

ganizzativa delle imprese, in deroga alla disciplina di diritto comune (applicabile cioè a tutte le società in base al codice civile), tanto da sollecitare l'attenzione degli interpreti sul problema del confine entro il quale le autorità di vigilanza possono legittimamente arrogarsi un potere di deroga a norme di fonte primaria.

4. *Segue: la funzione di compliance.*

Si applica per converso in ogni caso, alle banche che prestano e nella misura in cui prestano servizi di investimento, il titolo II della Parte 2 del RC, concernente le procedure per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e per la percezione e corresponsione di incentivi, il trattamento dei reclami, eccetera.

Una questione secondo alcuni controvertibile è quella se si applichi o no a tutti gli intermediari finanziari, comprese le banche, la disposizione dell'art. 16 RC, alla cui stregua è imposta l'adozione di procedure idonee a "prevenire l'inosservanza" della disciplina di recepimento della direttiva 2004/39/CE (la disciplina MIFID) e delle relative misure di esecuzione.

Al riguardo, propendo per la soluzione affermativa. In altri termini, la funzione aziendale di compliance, ove già prevista (è questo il caso delle banche: cfr. *Disposizioni di vigilanza*, 10 luglio 2007 cit.), si arricchisce di un contenuto o compito ulteriore; se non ancora esistente all'interno di un determinato intermediario, deve essere istituita almeno con il compito di monitorare l'osservanza della disciplina MIFID, di gestire le conseguenze dell'eventuale inosservanza della stessa, di consentire alle autorità di vigilanza di esercitare efficacemente i poteri ad esse attribuiti (art. 16 RC). Ancora una volta, il ragionamento s'impenna sull'art. 3 RC, là dove stabilisce che le banche esercenti servizi di investimento sono soggette alla disciplina di settore (TUB e disposizioni di attuazione o comunque derivate dal TUB), "per quanto non diversamente disciplinato dal Regolamento": si è già ricordato che la disciplina di settore prevede comunque l'istituzione di una funzione aziendale di *compliance*, con il compito di curare e monitorare l'osservanza delle disposizioni del TUB e derivate; che l'istituzione di una siffatta funzione sarebbe comunque obbligatoria –

anche per le banche – in virtù del RC, con riferimento al controllo di conformità con la disciplina MIFID. Non sarebbe, alla stregua di questi dati normativi, ragionevole assumere che la funzione aziendale di cui si discorre debba essere “raddoppiata” o “duplicata” nelle banche esercenti servizi d’investimento, né che, in quest’ambito, essa resti circoscritta al controllo di corretta applicazione della legislazione bancaria; la soluzione più corretta è invece quella che postula l’attribuzione alla funzione di *compliance*, già presente nella banche ai sensi del TUB e norme da esso derivate, il compito ulteriore della verifica costante di corretta e conforme applicazione delle norme MIFID.

5. I principi in materia di assetti organizzativi.

Si è già osservato nell’*incipit* che, alla radice della crescente attenzione, in sede di regolazione delle banche e degli intermediari finanziari non bancari, per gli assetti organizzativi delle imprese stesse, vi è l’assunto per il quale l’adozione, da parte dell’impresa, di un sistema organizzativo proporzionato, efficiente e razionale costituisce il miglior presidio da un lato degli obiettivi della vigilanza pubblicistica sull’impresa, dall’altro della correttezza dei comportamenti dell’impresa nei confronti dei soggetti (clienti, investitori) che accedono ai, e usufruiscono dei, servizi da essa prestati; in particolare, il miglior presidio:

- della sana e prudente gestione (cfr. RC, art. 5, comma 1, RC; DV0308, Premessa, § 2);
- della stabilità patrimoniale e del contenimento del rischio (cfr. RC, art. 5, comma 1);
- della correttezza e trasparenza dei comportamenti nella prestazione dell’attività bancaria e dei servizi di investimento (cfr. RC, art. 4, comma 1).

Affinché gli assetti organizzativi delle banche o degli intermediari finanziari siano considerati idonei al conseguimento dei suddetti obiettivi, è necessario che essi si conformino a determinati principi, e precisamente al:

- (i) principio di proporzionalità, intesa come scelta – da parte dei competenti organi dell’impresa e nell’ambito della cornice di-

segnata dalle norme di fonte primaria e secondaria – di soluzioni organizzative proporzionate alla dimensione ed alla complessità dell'attività svolta, nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati; dunque, rispetto dell'autonomia organizzativa dell'impresa, coerentemente altresì con la tutela costituzionale dell'iniziativa economica privata prevista dall'art. 41 Cost. A tale criterio si ha riguardo nell'art. 4, comma 2, RC; esso è poi stato di recente e con vigore richiamato dal Governatore della Banca d'Italia nelle *Considerazioni finali* lette all'Assemblea dei partecipanti il 31 maggio 2008 (pag. 17).

- (ii) principio di adeguatezza, intesa come idoneità delle soluzioni organizzative prescelte rispetto agli obiettivi generali della sana e prudente gestione, della tutela del cliente o dell'investitore, dell'integrità e stabilità dei mercati finanziari; l'adeguatezza, così intesa, degli assetti organizzativi interni costituisce – già ai sensi del codice civile (*infra*, § 6) – contenuto di un obbligo (di cura diretta, di valutazione o di vigilanza) per gli organi della società, nonché canone a cui ancorare l'esercizio della vigilanza da parte delle autorità di settore e criterio di accertamento della conformità degli statuti alla sana e prudente gestione ai sensi dell'art. 56 TUB.

Si è già osservato, e mi sembra utile rimarcarlo, che detti principi, già esposti ed illustrati in modo assai analitico nel RC, ispirano altresì le cronologicamente successive Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia del marzo 2008; sicché si può affermare che essi, come quelli che seguono, costituiscono principi comuni del governo societario e dell'organizzazione d'impresa degli intermediari finanziari e delle banche (abilitate o no alla prestazione di servizi d'investimento).

Proseguendo nella disamina dei citati testi normativi, si osserva che immediatamente al di sotto dei due principi di vertice testé menzionati, si collocano il:

- (iii) principio della chiara distinzione dei ruoli e delle responsabilità: alla stregua si raccomanda per esempio di evitare la creazione di strutture organizzative, come i comitati interorganici, suscettibili di limitare e/o alterare compiti e prerogative dei diversi organi;
- (iv) principio dell'appropriato bilanciamento dei poteri, al fine di evitare concentrazioni di potere suscettibili di impedire il fun-

- zionamento di una corretta dialettica interna all'assetto organizzativo attuato;
- (v) principio di equilibrata composizione degli organi;
 - (vi) principio di efficacia dei controlli;
 - (vii) principio del necessario presidio di tutti i rischi aziendali;
 - (viii) principio di adeguatezza dei flussi informativi.

6. *Segue: il principio di adeguatezza e le funzioni di governo delle società.*

I principi testé menzionati permeano (A) sia l'organizzazione delle funzioni societarie di vertice (il governo della società), (B) sia il disegno della struttura organizzativa dell'impresa (la c.d. struttura aziendale), sottostante agli organi di vertice.

(A) Sul primo versante, è da osservare che il principio, in particolare, dell'adeguatezza organizzativa, è di recente, e precisamente con la riforma societaria del 2003-2004, penetrato altresì nel tessuto del codice civile, per cui ha assunto un ruolo ed un peso significativo in un ambito molto più vasto di quello delle società bancarie o di intermediazione finanziaria, coincidente con quello delle società per azioni, quale che ne sia l'oggetto: si tratta di uno di quei casi, non infrequenti, in cui istituti e principi elaborati e sperimentati in quel fecondo laboratorio che è il diritto bancario e dell'intermediazione finanziaria ad un certo momento assurgono al ruolo di principi ed istituti del diritto societario comune, o addirittura, in termini ancora più ampi, del diritto dell'impresa⁽²⁾.

Dunque, alla stregua del codice civile novellato, nelle società per azioni vige oggi l'obbligo, in capo ai titolari della funzione di gestione operativa, di curare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, am-

⁽²⁾ Un fenomeno di questo genere si è verificato, per esempio, con riferimento all'attività di direzione e coordinamento di società, fattispecie riconosciuta e disciplinata dapprima nel TUB (artt. 61 ss.) e solo alcuni anni dopo munita di una rilevanza generale, attraverso il suo "recepimento" nel codice civile, nel cui libro V – com'è noto – la riforma societaria del 2003-2004 ha introdotto un capo IX, intitolato appunto alla direzione e coordinamento di società.

ministrativo e contabile alla natura e alle dimensioni dell'impresa (art. 2381, comma 5); in capo agli amministratori non titolari di deleghe sussiste l'obbligo di *valutare* l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (art. 2381 comma 3); in capo al collegio sindacale (ovvero, nel sistema dualistico, in capo al consiglio di sorveglianza, e nel sistema monistico in capo al comitato per il controllo sulla gestione) l'obbligo di *vigilare* sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (art. 2403). Detti obblighi⁽³⁾, che rinvergono il loro immediato antecedente, riguardante tuttavia le sole società con azioni quotate, nell'art. 149 TUIF⁽⁴⁾, costituiscono specificazioni del dovere di diligenza degli organi suddetti: la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico, nella quale l'art. 2392 c.c. ravvisa l'obbligo fondamentale degli amministratori nei riguardi della società, si misura anche sulla capacità di curare e valutare l'idoneità delle soluzioni e dei modelli organizzativi adottati rispetto all'esercizio efficiente e redditizio dell'attività (di quella determinata attività che costituisce l'oggetto della società), tenuto conto delle dimensioni dell'impresa e della "struttura aziendale" di cui essa si avvale.

L'ambito di applicazione delle citate norme del codice civile comprende ovviamente le banche e le s.p.a. anche non bancarie, aventi ad oggetto attività di intermediazione finanziaria e di prestazione di servizi di investimento. Riguardo a queste ultime, il principio codicistico per cui è fatto carico agli organi sociali di curare, valutare e verificare l'adeguatezza dell'assetto amministrativo, organizzativo e contabile dell'impresa, è ribadito, in termini particolarmente analitici ed incisivi, dal RC, ed in particolare dall'art. 5, ultimo com-

⁽³⁾ Su cui v. P. ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, ne *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 2, Utet, Torino, 2007, 489 ss.; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005; sul principio di adeguatezza organizzativa, in generale, V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione e responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5 ss.

⁽⁴⁾ L'art. 149 TUIF impone al collegio sindacale delle società quotate l'obbligo di vigilare sull'adeguatezza della struttura organizzativa, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile.

ma, secondo cui gli intermediari controllano e valutano l'adeguatezza e l'efficacia dei requisiti (solidi dispositivi di governo societario, vale a dire determinazione dei processi decisionali e struttura organizzativa recante una chiara specificazione dei rapporti gerarchici e della suddivisione delle funzioni e delle responsabilità; un efficace sistema di gestione dei rischi d'impresa; misure atte ad assicurare la conoscenza, da parte dei c.d. soggetti rilevanti, delle procedure da seguire per il corretto esercizio delle loro funzioni, idonei meccanismi di controllo interno; idonei sistemi di segnalazione interna e di trasmissione delle informazioni; idonei sistemi di registrazione ordinata dei fatti gestionali ed organizzativi) previsti dai precedenti commi del medesimo articolo e adottano le misure adeguate per rimediare ad eventuali carenze, e dal successivo art. 6, che attribuisce all'alta dirigenza ed all'organo con funzioni di controllo la responsabilità di garantire che l'intermediario si conformi alle suddette regole.

Tuttavia, è proprio la lettura sistematica delle norme di diritto societario comune onde è richiamato il principio di adeguatezza organizzativa a persuaderci della circostanza che detto principio rileva (e svolge un ruolo) su due piani diversi, che, ai fini dell'analisi, conviene tenere distinti.

La disciplina codicistica sembra infatti avere riguardo, nel disegnare gli obblighi degli organi sociali, all'adeguatezza della struttura organizzativa dell'impresa – di quella “struttura” che si colloca immediatamente al di sotto degli organi societari di vertice e da questi è curata e sorvegliata, nell'esercizio delle rispettive funzioni di gestione e di controllo – in un contesto di “*corporate governance*” che è dato ed è, precisamente, riconducibile alla scelta compiuta dai soci nella sede statutaria: scelta il cui ambito è oggi – a seguito della riforma societaria che ammette l'alternativa fra il modello “tradizionale”, quello “dualistico” e quello “monistico” – notevolmente più ampio che in passato e che può essere in qualunque momento modificata con una delibera di modifica dello statuto. Giudici della bontà della scelta del modello di governo societario sono dunque da un lato i soci stessi, che – se del caso – potranno eventualmente revocarla ed orientarla verso un altro modello di amministrazione; dall'altro il c.d. mercato, e cioè i terzi potenzialmente interessati ad operazioni di investimento nella, o di finanziamento alla, società, che, a

loro volta, attraverso le proprie scelte, mostreranno di apprezzare o meno il modello di *governance* vigente in quella determinata società.

Per converso, con riferimento alle società bancarie e di intermediazione mobiliare la scelta dell'assetto di governo societario è sì rimessa ai soci, ma è considerata dall'ordinamento altresì funzionale al perseguimento degli obiettivi e degli interessi alla cura dei quali sono preposte le autorità di vigilanza. In quest'ambito è pertanto rinvenibile un principio per il quale le società (e per esse le rispettive compagnie sociali) sono tenute ad adottare un modello di governo societario che risponda a determinate caratteristiche di funzionalità rispetto agli obiettivi delle vigilanza (la stabilità, la sana e prudente gestione, la tutela dei clienti o degli investitori, ecc.): è questo il primo dei livelli o piani sui quali opera il principio di adeguatezza.

Si spiegano e si giustificano, allora, le regole dettate dalle DV0308 in punto di scelta e "costruzione" in concreto del modello (di governo societario) ⁽⁵⁾; scelta che viene rimessa all'intermediario,

⁽⁵⁾ E si comprende altresì la ragione per la quale la libertà dei soggetti privati di adottare il modello di *governance* che ad essi appare più acconcio per la loro società, nel rispetto delle alternative consentite dalla legge, venga incisa in taluni casi e per taluni profili, più o meno profondamente, dalle disposizioni dettate dall'autorità di vigilanza, attraverso la previsione di alcune regole derogatorie rispetto al diritto comune. Così, per esempio, alle banche che adottino il sistema monistico è imposto di attribuire all'assemblea il potere di nomina e di revoca dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione; mentre la legge, sia pure con disposizione di *default*, attribuisce il potere di nomina (al quale nessuno dubita si affianchi quello di revoca) al consiglio d'amministrazione; ancora, con riferimento alle società bancarie che abbiano adottato il modello dualistico, conferendo al consiglio di sorveglianza i poteri di cui all'art. 2409-*terdecies*, lettera *f-bis*, si prescrive la nomina di un comitato per il controllo interno (composto da soggetti dotati di adeguata professionalità ed indipendenza), la partecipazione al quale è inibita al presidente del consiglio di sorveglianza e si riserva ai soli componenti del comitato suddetto la partecipazione alle riunioni del consiglio di gestione. Al riguardo, si è sostenuto che il potere dell'autorità di vigilanza di incidere sulle scelte organizzative delle società bancarie è coestensivo (ma non più che coestensivo) rispetto al potere dei soci di darsi, nell'esercizio dell'autonomia statutaria, un assetto organizzativo parzialmente diverso da quello che la legge disegna in termini generali. Altrimenti detto: ai soci dell'impresa bancaria può esser sottratto il potere di autonomia statutaria, in considerazione del nesso che lega l'assetto organizzativo adeguato e funzionale al perseguimento degli obiettivi di vigilanza; ma non potrebbe l'autorità di vigilanza spingersi oltre, fino ad imporre deviazioni dal modello legale non "coperte" dal potere di autonomia dei soci: in tal senso, cfr. R. COSTI, *Governo delle banche e potere normativo della Banca d'Italia*,

all'esito di un processo di "approfondita autovalutazione", nel quale si deve tener conto, fra l'altro: (a) della struttura proprietaria dell'impresa e del suo grado di "apertura" al mercato del capitale di rischio; (b) delle dimensioni e della complessità operativa dell'impresa; (c) degli obiettivi strategici di medio lungo periodo; (d) della struttura organizzativa dell'eventuale gruppo di appartenenza; (e) dell'eventuale operatività sui mercati internazionali; (f) di eventi o fattori straordinari (es., operazioni di aggregazione, fusione, ecc.), ferma in ogni caso l'esigenza di coerenza del modello adottato con le strategie aziendali di lungo periodo.

All'esito dell'autovalutazione, l'intermediario è chiamato ad illustrare le scelte organizzative compiute e le motivazioni che le sorreggono in un documento denominato "progetto di governo societario" (nel prosieguo anche PGS)⁽⁶⁾, dal quale devono risultare le ragioni per le quali si ritiene che il modello prescelto sia il più idoneo ad assicurare l'efficienza della gestione e l'efficacia dei controlli. La competenza in punto di predisposizione del PGS spetta, per le banche già costituite, all'organo in cui si radica la funzione di indirizzo strategico, che si munirà all'uopo del parere dell'organo titolare della funzione di controllo.

Quanto al contenuto, il PGS deve descrivere le scelte attinenti: (a) alla struttura organizzativa (compiti, poteri e composizione degli organi dell'impresa; assegnazione e contenuto delle deleghe; regime del controllo contabile; sistemi di incentivazione e di remunerazione, flussi informativi); (b) ai diritti degli azionisti (casi di recesso; quorum deliberativi; aliquota necessaria ai fini dell'impugnativa delle delibere); (c) alla struttura finanziaria (categorie di azioni; strumenti finanziari partecipativi; patrimoni destinati); (d) alle modalità di governo

in *Banche, governo societario e funzione di vigilanza*, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale, n. 62, Roma, 2008, spec. 11 ss. e in *Giur. comm.*, 2008, I, 1270 ss.

⁽⁶⁾ Cfr. Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia del 4 marzo 2008, cit., § 1. Sono esonerate dalla redazione di tale documento le banche di credito cooperativo, qualora abbiano adottato lo statuto-tipo predisposto dall'associazione di categoria e vagliato dalla Banca d'Italia.

dei possibili conflitti d'interessi (operazioni con parti correlate; obbligazioni degli esponenti aziendali, ecc.).

Il PGS deve essere redatto dall'intermediario in fase di costituzione⁽⁷⁾ e inoltrato alla Banca d'Italia⁽⁸⁾ contestualmente alla richiesta di autorizzazione; deve essere altresì redatto in occasione della modifica del sistema di amministrazione e controllo originariamente adottato, e in tal caso verrà inoltrato all'autorità di vigilanza unitamente all'istanza di accertamento relativa alla modificazione statutaria (accertamento della sua conformità alla sana e prudente gestione della banca, ai sensi dell'art. 56 TUB). È (anche) sulla base del PGS che le viene inoltrato dall'intermediario che la Banca d'Italia valuta l'adeguatezza delle soluzioni organizzative adottate, in relazione ai principi dianzi ricordati (sopra, § 5, da iii a viii), ed accerta, se si tratta di proposte di modifica statutaria, la loro legittimità alla stregua del canone della sana e prudente gestione della banca enunciato nel citato art. 56.

Se la banca è capogruppo di un gruppo bancario il PGS deve illustrare le scelte compiute per assicurare *anche a livello consolidato* sistemi di gestione e controllo efficaci ed efficienti e gli assetti organizzativi a tale scopo adottati dalle singole società controllate; la presentazione del progetto da parte della capogruppo vale infatti come causa di esonero da tale adempimento per le controllate, purché gli assetti organizzativi di queste ultime e le relative motivazioni siano compiutamente rappresentati nel progetto elaborato e presentato dalla capogruppo.

Il secondo livello è quello della struttura organizzativa dell'impresa, sulla quale ci si intratterrà più avanti (§ 7, lettera B).

A guisa di riepilogo delle considerazioni testé svolte, si può osservare che – nelle società aventi ad oggetto l'attività bancaria e la prestazione di servizi di investimento – il principio di adeguatezza svolge un ruolo più articolato e più intenso, rispetto a quanto avviene nelle altre società: esso costituisce infatti, *in primis* il parametro o

⁽⁷⁾ Per le banche già costituite, si stabilisce che esso sia redatto entro il 30 giugno 2009, per poi essere aggiornato ogniqualvolta siano deliberate "modifiche organizzative di rilievo".

⁽⁸⁾ Non ne è invece prevista la divulgazione: essa dipende da una scelta di opportunità rimessa alla banca e può essere anche solo parziale.

criterio, rilevante dall'angolo visuale delle autorità di vigilanza sul settore, alla stregua del quale dette autorità vagliano il modello di governo societario adottato dalla singola società, in relazione agli obiettivi propri della vigilanza stessa (e cioè i più volte ricordati obiettivi della sana e prudente gestione; della stabilità patrimoniale e del contenimento del rischio; della correttezza e trasparenza nei rapporti con i clienti e gli investitori).

7. Segue: l'adeguatezza della c.d. struttura aziendale e il sistema dei controlli interni.

(B) Dall'angolo visuale dei soci e dei terzi contraenti o investitori, il principio di adeguatezza vale come uno dei criteri di giudizio e di valutazione dell'operato degli organi sociali, e cioè dell'osservanza o meno da parte di questi ultimi dell'obbligo di adoperarsi – con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico – affinché l'impresa abbia un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alle dimensioni e al tipo di attività esercitata dall'impresa stessa.

Su questo piano, l'adeguatezza organizzativa (per adoperare un'espressione in uso fra i cultori della specifica disciplina, denominata organizzazione aziendale, l'adeguatezza della struttura aziendale), che gli organi sociali sono tenuti a curare, valutare e verificare s'identifica, in buona sostanza, con l'adeguatezza del sistema dei controlli interni: quanto meno, si può sostenere che, nelle imprese di una certa dimensione e complessità organizzativa, il sistema dei controlli interni costituisce parte integrante dei quell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, della cui adeguatezza il consiglio d'amministrazione da un lato e il collegio sindacale dall'altro (così come gli organi corrispondenti nei due sistemi alternativi a quello tradizionale) sono a vario titolo responsabili⁽⁹⁾. Posto che l'impresa ha una struttura necessariamente gerarchica, la garanzia dell'effi-

⁽⁹⁾ Cfr. G. FERRARINI, *Controlli interni e strutture di governo societario*, ne *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Utet, Torino, 2007, 5 ss., 25 e *passim*.

cienza e fluidità di funzionamento della stessa riposa sulla circostanza che il preposto a ciascun anello o livello della struttura sia in grado di conoscere (attraverso l'adeguatezza dei flussi informativi) e di vegliare costantemente su ciò che vien fatto al livello immediatamente inferiore e così via fino all'apice della struttura stessa: questo si colloca immediatamente al di sotto degli e, per usare ancora una volta il linguaggio proprio dell'organizzazione aziendale, "riporta" agli organi sociali, in quanto titolari delle funzioni di vertice. In particolare, secondo una ricostruzione a mio avviso attendibile⁽¹⁰⁾ del dato positivo odierno, il consiglio di amministrazione (ovvero l'organo equivalente dei sistemi dualistico e monistico) ha una competenza di carattere generale sul sistema dei controlli interni (ivi inclusi programmi di *compliance* e gestione dei rischi): ne fissa le *policies* e le linee-guida; ne verifica il disegno complessivo; ne monitora la realizzazione da parte del *management* ed il concreto funzionamento.

Al collegio sindacale (ed in genere, nei diversi sistemi, all'organo sociale "di controllo") compete invece la vigilanza *ex post*: il compito, in particolare, di "*vigilare sulla funzionalità del sistema complessivo dei controlli interni*", di "*accertare l'efficacia di tutte le strutture e funzioni coinvolte nel sistema dei controlli e l'adeguato coordinamento delle medesime*", in considerazione della "*pluralità di funzioni e strutture aziendali aventi compiti e responsabilità di controllo*". Mi pare allora coerente con la ripartizione di competenze testé enunciata l'attribuzione non all'organo di controllo, bensì a quello di gestione dei compiti in punto di "*definizione degli elementi essenziali dell'architettura complessiva del sistema dei controlli (poteri, responsabilità, risorse, flussi informativi, gestione dei conflitti d'interessi)*"⁽¹¹⁾.

Si registra dunque il superamento dell'impostazione tradizionalmente accolta, che ravvisava nell'organo legalmente e statutariamente investito della funzione di controllo (e precisamente, stante il carattere esclusivo del sistema di amministrazione vigente per le socie-

⁽¹⁰⁾ Cfr. G. FERRARINI, cit. (nt. 9), 19-20.

⁽¹¹⁾ Cfr. Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia del 4 marzo 2008, cit., § 2.2.

tà di diritto italiano fino al 2003, nel collegio sindacale) il titolare esclusivo di detta funzione. Oggi è infatti chiara la percezione del controllo come funzione aziendale diffusa e presente a tutti i livelli e in tutti i gangli e gli snodi della struttura dell'impresa⁽¹²⁾; di conseguenza, la percezione che la funzione di cui è investito il collegio sindacale (o comunque l'organo legalmente deputato al controllo nei diversi sistemi di governo delle società) non è, in assoluto ed in esclusiva, quella del controllo, bensì, per così dire, quella del controllo di ultima istanza: è una funzione di chiusura del sistema dei controlli aziendali ed al tempo stesso di verifica costante e perciò di garanzia del loro corretto funzionamento; nonché, ancora, una funzione di interfaccia e di interlocuzione con l'esterno, ed in particolare con le autorità di vigilanza.

Le funzioni aziendali di controllo, solo genericamente individuate nelle Disposizioni di Vigilanza della banca d'Italia, sono invece disciplinate in termini analitici nel RC, il cui art. 12 prescrive agli intermediari di istituire funzioni "permanenti, efficaci e indipendenti" di (i) controllo di conformità alle norme; nonché, e a condizione che ciò non determini un contrasto con il già ricordato principio di proporzionalità, (ii) gestione del rischio dell'impresa e (iii) revisione interna. Lo stesso art. 12 detta poi una serie di disposizioni specifiche sui criteri e le modalità idonei ad assicurare la correttezza e l'indipendenza delle funzioni aziendali di controllo: per esempio, la separazione, anche organizzativa, tra le diverse funzioni di controllo; l'adozione di metodi di remunerazione dei soggetti coinvolti in tali funzioni che non ne compromettano l'obiettività; l'assenza di vincolo gerarchico tra i responsabili delle funzioni di controllo e i responsabili delle funzioni sottoposte a controllo; e così via; disposizioni la cui osservanza da parte degli intermediari incontra il solo limite del principio di proporzionalità.

⁽¹²⁾ Cfr. A.M. TARANTOLA, *Il sistema dei controlli interni nella governance bancaria*, Intervento al Convegno DEXIA-CREDIOP su "Il sistema dei controlli aziendali: alla ricerca di una governance", svoltosi a Roma, 6 giugno 2008, ove il richiamo alla esigenza di restituire chiarezza, organicità ed unità alla materia dei controlli interni, che appare allo stato caratterizzata da una forse eccessiva frammentazione e perciò esposta al rischio della disorganicità.

Nelle società sottoposte a vigilanza pubblicistica, ed in particolare in quelle – di cui qui ci occupiamo – aventi ad oggetto la prestazione di servizi di investimento, l'eventuale inadeguatezza della struttura organizzativa dell'impresa, nel senso che si è testé cercato di precisare, rileva nei confronti delle autorità di settore, qualora metta a repentaglio il conseguimento dei più volte ricordati obiettivi della vigilanza; ma può assumere rilievo, a mio avviso, altresì nei confronti dei terzi, fruitori dei servizi d'investimento.

Che il rispetto del principio di adeguatezza nel senso ora considerato rilevi anche nei rapporto fra l'intermediario ed i suoi clienti è testimoniato dal disposto dell'art. 21 TUIF, il cui comma 1, lettera *d*), di recente modificato, obbliga i soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento a disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi. L'eventuale inosservanza di un siffatto obbligo, quand'anche non costituisca, di per sé sola, un'autonoma, specifica fonte e causa di responsabilità dell'intermediario per i danni patiti dal cliente⁽¹³⁾, può tuttavia valere a connotare in termini di colpa, più o meno grave, la violazione da parte dell'intermediario stesso degli altri obblighi di comportamento a cui esso è tenuto in virtù del citato art. 21 TUIF. Può inoltre valere, a mio avviso, a rendere "diabolica" la prova "*di aver agito con la specifica diligenza richiesta*", che l'intermediario convenuto dal cliente/investitore in un giudizio di risarcimento danni ha l'onere di fornire, per andare esente dalla responsabilità, ai sensi dell'art. 23, ultimo comma, TUIF: infatti, la diligenza e la correttezza, a cui l'intermediario è obbligato nei confronti del cliente, implicano anche la predisposizione di assetti organizzativi e di procedure interne adeguati al tipo di servizio prestato, alla dimensione dell'impresa, alla complessità della sua struttura, eccetera. Un discorso simile può ripetersi con riferimento altresì all'obbligo, pure enunciato nell'art. 21 TUIF, al comma 1-*bis*, di adottare ogni ragionevole misura, *anche di carat-*

⁽¹³⁾ Secondo lo schema, per intenderci, della "colpa di organizzazione", elaborato dalla dottrina e dalla giurisprudenza nell'analisi e nell'applicazione della disciplina di responsabilità amministrativa da reato della persona giuridica (d. lgs. n. 231/2001).

tere organizzativo, idonea ad identificare e a prevenire i conflitti d'interesse dell'intermediario con i clienti, nonché a gestirli in maniera tale da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti stessi.

Dunque: rilievo “esterno” dell’obbligo di munirsi di assetti organizzativi adeguati, come presidio dell’obbligo di agire con correttezza, trasparenza, lealtà e diligenza nei confronti del cliente; rilievo “interno” del medesimo obbligo e della sua eventuale violazione, nei confronti dell’autorità di settore, anche ai fini della vigilanza sulla correttezza e trasparenza dei rapporti fra intermediario e investitore: come di recente affermato dal Governatore della Banca d’Italia nelle citate *Considerazioni finali* del 31 maggio 2008 (pag. 17-18), la correttezza del rapporto con i clienti non si configura solo come oggetto e contenuto di un obbligo nei confronti di questi, ma è anche presidio di stabilità del sistema bancario e finanziario in genere; così come è (anche) presidio di stabilità l’adozione di scelte organizzative “adeguate”, di strutture di governo societario di alta qualità.

8. *Il governo societario: l’analisi per funzioni e la ripartizione delle funzioni tra i diversi organi (qualche rilievo sulle Disposizioni di Banca d’Italia del 4 marzo 2008).*

Con riguardo al primo dei due diversi piani o livelli di rilevanza del principio di adeguatezza (cfr. *supra*, § 6), la disciplina di rango secondario dettata sia dal RC, sia dalle DV0308, appare imperniata non tanto sull’analisi degli organi sociali in quanto titolari di determinati funzioni, bensì piuttosto sulla descrizione e sull’analisi delle funzioni stesse del governo societario, che vengono identificate, precisamente, nella *supervisione strategica*, nella *gestione* e nel *controllo*; e costruisce su di esse e con riferimento ad esse, piuttosto che sugli organi nominativamente individuati e potenzialmente variabili (quanto a nome, composizione, struttura) a seconda del modello amministrativo in concreto prescelto, una serie di regole di carattere ora generale, ora applicativo, denominate rispettivamente principi-guida e linee applicative.

La qualificazione, accolta nelle citate Disposizioni della Vigilanza

za, della prima delle indicate funzioni in termini di “supervisione strategica” presta a mio avviso il fianco a qualche rilievo critico, in ragione della giustapposizione dei due concetti di supervisione e di strategia; giustapposizione la quale è suscettibile di generare qualche ambiguità, perché il vocabolo “supervisione” evoca il fenomeno del controllo, che – come già osservato – corrisponde ad una funzione diversa da quella della “strategia”, e perché nel sistema dualistico allo stesso organo (il consiglio di sorveglianza) possono com’è noto spettare, per scelta statutaria (cfr. art. 2409-*terdecies*, lettera f-*bis*), sia la funzione di controllo, sia quella di strategia, che rimangono tuttavia distinte. Allo scopo di evitare tali ambiguità, si preferisce qui adoperare, in luogo di “supervisione strategica”, la locuzione “indirizzo strategico”. La funzione di c.d. supervisione, *rectius*, di indirizzo strategico, attribuisce all’organo per essa competente il compito di deliberare gli indirizzi di carattere strategico della banca, monitorandone poi l’attuazione ad opera dell’organo a cui è attribuita la funzione di gestione.

Le tre funzioni individuate possono corrispondere a tre organi distinti; ma può anche accadere che *più funzioni siano svolte dallo stesso organo*.

È questo per esempio il caso dell’attribuzione di entrambe le funzioni *lato sensu* di gestione (quella di supervisione strategica e quella di gestione) al consiglio d’amministrazione, nel sistema amministrativo c.d. tradizionale, attraverso il meccanismo delle deleghe gestionali ad uno o più componenti dell’organo collegiale; è ancora il caso, già poc’anzi segnalato, della possibile attribuzione (per via di scelta statutaria) al consiglio di sorveglianza, nel sistema amministrativo dualistico, e della funzione di controllo e di quella di indirizzo strategico.

Non mi pare invece, ed è questo un profilo di criticità delle Disposizioni emanate dalla Banca d’Italia, meritevole a mio avviso di essere segnalato, che corrisponda ad un modello razionale di governo societario l’ipotesi della *condivisione della medesima funzione da parte di due organi diversi*. Mi riferisco all’ipotesi in cui alla scelta statutaria del modello prefigurato dal menzionato disposto dell’art. 2409-*terdecies*, lettera f-*bis*, si affianchi la previsione, pure statutaria, di un consiglio di gestione articolato in consiglieri muniti di deleghe

e consiglieri non esecutivi, titolari come tali di poteri di indirizzo e di supervisione sulla gestione delegata.

Si deve tuttavia riconoscere che la dottrina prevalente e la prassi statutaria sembrano allo stato orientate nel senso della praticabilità di una soluzione organizzativa per la quale la funzione di indirizzo strategico è condivisa dal consiglio di sorveglianza (statutariamente munito dei poteri di cui alla lettera *f-bis* dell'art. 2409-*terdecies*) e dal consiglio di amministrazione (in cui siedono amministratori "supervisor strategici" accanto agli amministratori esecutivi titolari di deleghe).

A mio avviso, un siffatto orientamento non è in linea con il principio (iii) (vedi sopra, § 5). La condivisione della medesima funzione da parte di più organi è infatti suscettibile di offuscare la distinzione dei ruoli e delle responsabilità. Detta condivisione potrebbe risultare problematica altresì sotto il profilo dell'esercizio delle funzioni di vigilanza da parte delle competenti Autorità: infatti, le DV 0308 sanciscono, con riferimento al caso "emblematico" della possibile condivisione della funzione di indirizzo strategico da parte del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione nel sistema dualistico, che, in tal caso, ai fini della vigilanza e del rapporto con l'autorità di settore, titolare della funzione di indirizzo strategico si considera (in via esclusiva) il consiglio di sorveglianza.

Né mi pare che l'opinione qui espressa incontri un ostacolo insormontabile nel tenore letterale delle norme di legge, onde è disciplinato il modello dualistico di amministrazione e di controllo. È al riguardo incontrovertibile che dette norme dichiarino applicabile al modello dualistico, fra le altre, la disposizione dell'art. 2381, che ha appunto riguardo alla possibilità di articolare la funzione gestoria del consiglio d'amministrazione in gestione esecutiva, attribuita allo o agli amministratori delegati, e in gestione di supervisione o di indirizzo, per la quale sono competenti gli amministratori privi di deleghe. Ma il mero richiamo non costituisce, a mio avviso, argomento sufficiente⁽¹⁴⁾ ad affermare la legittimità e la coerenza dell'innesto, che si vorrebbe operare, di una disciplina pensata con riferimento

⁽¹⁴⁾ Si può infatti spiegare (come già in altra occasione osservato: cfr. G. SCOGNA-

al consiglio d'amministrazione del modello tradizionale, nel tessuto di un modello che contempla anch'esso la dialettica fra gestione di indirizzo strategico e gestione esecutiva, tuttavia collocandola nel rapporto fra i due distinti organi in cui il modello stesso si articola (il consiglio di sorveglianza e il consiglio di gestione) e non all'interno di quest'ultimo.

Altrimenti detto: nel modello dualistico di base, nel quale al consiglio di sorveglianza è attribuita la sola funzione di controllo, può ben concepirsi che la funzione di IS spetti al consiglio di gestione, meglio ai componenti del consiglio di gestione non muniti di deleghe, che la esercitano nei confronti della gestione delegata, posta in essere dai consiglieri titolari di deleghe gestionali. Diversamente, nel modello dualistico caratterizzato dalla scelta statutaria di attribuzione al consiglio di sorveglianza di poteri di indirizzo strategico ai sensi dell'art. 2409-terdecies, lettera f-bis, la previsione dell'esercizio contestuale e condiviso della funzione suddetta da parte del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione⁽¹⁵⁾ non sembra capace di rendere alcun

MIGLIO, *Intervento* al Seminario sul sistema dualistico, tenutosi a Roma il 18 gennaio 2008, i cui atti sono pubblicati in *Giur. Comm.*, 2008, I, 1234 ss., 1259 ss.), alla stregua dell'argomento storico, e cioè in considerazione della circostanza che la disposizione (art. 2409-novies) onde è stabilita l'applicabilità al modello dualistico dell'art. 2381, risalendo al d. lgs. n. 6/2003, è anteriore all'inserimento, nell'art. 2409-terdecies, della lettera f-bis, avvenuto solo con i c.d. decreti correttivi del d. lgs. n. 6/2003, e precisamente con il d. lgs. n. 37/2004 e n. 310/2004 (con il primo la lettera f-bis venne inserita nel tronco dell'art. 2409-terdecies, con il secondo venne arricchita attraverso la specifica previsione del potere del consiglio di sorveglianza in punto di deliberazione delle operazioni strategiche). Perciò la presenza, nella disciplina del modello dualistico "prima versione", di quel richiamo non è a mio avviso indizio sufficiente della compatibilità dell'art. 2381 (e cioè dell'articolazione dell'organo di gestione sulla base di un sistema di deleghe ad alcuni dei suoi componenti) con il modello dualistico nella versione modulata secondo il disposto della lettera f-bis.

⁽¹⁵⁾ Si confrontino infatti le disposizioni da un lato della lettera f-bis dell'art. 2409-terdecies, dall'altro dell'art. 2381; dal confronto risulta in termini a mio avviso difficilmente confutabili l'identità tra la funzione che, in base alla prima delle menzionate disposizioni, può essere assegnata al consiglio di sorveglianza per scelta statutaria, e quella che, in virtù della seconda, spetta al consiglio d'amministrazione nell'ipotesi in cui ad alcuni dei suoi componenti siano state attribuite deleghe gestionali. Infatti, a norma dell'art. 2409-terdecies, lettera f-bis il c.d.s delibera i piani e le operazioni strategiche, mentre per l'art. 2381 i deleganti "esaminano" i piani strategici industriali e finanziari, predisposti dagli amministratori delegati. Poiché sembra corretto ritenere che, nel

servizio utile e si presta anzi a generare sovrapposizione e confusione di responsabilità, oltre che a pregiudicare la chiarezza, la coerenza e l'omogeneità degli indirizzi strategici⁽¹⁶⁾; potrebbe rendere altresì problematico l'espletamento dei poteri e dei compiti della vigilanza: al riguardo, peraltro, le DV0308 provvedono ad allontanare detto rischio, enunciando il principio per cui, nel caso di concorso dei due organi del sistema dualistico (e cioè del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione) nello svolgimento della funzione di "supervisione strategica", detta funzione viene comunque considerata, ai fini della vigilanza, "*incentrata sul consiglio di sorveglianza*".

Viene comunque enunciata, sia con riferimento al caso in cui le due funzioni di indirizzo strategico e di gestione siano incardinate su organi distinti⁽¹⁷⁾, sia (ed a maggior ragione) con riferimento all'ipotesi in cui siano attribuite ad un medesimo organo⁽¹⁸⁾, l'esigenza di una puntuale individuazione e distinzione dei compiti e delle responsabilità inerenti all'una ed all'altra.

contesto che ci occupa, il vocabolo "esaminare" non indichi un'attività soltanto conoscitiva o ricognitiva, bensì implichi un'attività valutativa, strumentale all'esercizio dei poteri di direttiva, di avocazione, ecc. e perciò assimilabile al potere di "deliberazione" dei piani ed operazioni strategici, onde è investito il consiglio di sorveglianza, i dati testuali confortano l'assunto che, nel caso qui considerato, i compiti del consiglio di sorveglianza e quelli del consiglio di gestione sarebbero, in rapporto ai piani ed agli indirizzi strategici della società, praticamente coincidenti. Altrimenti detto: ove si adottasse lo schema della delega gestionale nell'ambito del sistema dualistico caratterizzato nel senso della lettera *f-bis*, i piani sarebbero oggetto di valutazione e delibazione in due sedi diverse, quella del c.d.g. e quella del c.d.s., il che – come osservato nel testo – può essere fonte di inconvenienti molto più che di vantaggi sul piano dell'efficienza e trasparenza della *governance* societaria.

⁽¹⁶⁾ Al riguardo, le Disposizioni di Vigilanza del 4 marzo 2008, § 3, non prendono una posizione netta, e tuttavia lasciano trapelare un orientamento conforme a quello accolto nel testo, là dove dichiarano "*coerente con l'attribuzione al consiglio di sorveglianza della funzione di supervisione strategica un consiglio di gestione caratterizzato da un numero contenuto di componenti e dalla prevalenza di esecutivi*"; mentre "*se il consiglio di sorveglianza ha esclusivamente compiti di controllo, nel consiglio di gestione dovrà essere presente un numero adeguato di componenti non esecutivi*".

⁽¹⁷⁾ Ciò che avviene nel sistema dualistico, là dove sia stata compiuta una scelta statutaria in conformità della lettera *f-bis* dell'art. 2409-terdecies.

⁽¹⁸⁾ Il che può avvenire, come già osservato, nel sistema tradizionale, quando la funzione di gestione sia attribuita ai consiglieri delegati e spetti per converso ai consiglieri privi di deleghe la funzione di indirizzo strategico.

9. *Segue: i riflessi applicativi.*

Sul piano applicativo, si fissano:

- (a) l'esigenza che il contenuto delle deleghe sia determinato in modo analitico, chiaro e preciso;
- (b) il principio onde spettano alla competenza dell'organo in composizione collegiale le decisioni concernenti le operazioni strategiche ed i piani industriali e finanziari;
- (c) la regola per la quale, in caso di delega di rilevanti funzioni ad un solo soggetto, al fine di preservare una "*corretta e costruttiva dialettica interna*", si devono adottare accorgimenti come quello di attribuire agli altri membri dell'organo amministrativo collegiale il potere di formulare proposte di delibere consiliari;
- (d) la regola per cui va evitata la contemporanea presenza di più amministratori delegati, oppure di un delegato e un comitato esecutivo, salvo che si tratti di imprese con caratteristiche di particolare complessità operativa e dimensionale;
- (e) il principio del ruolo non esecutivo, di promozione dell'effettivo funzionamento del sistema di governo societario, di equilibrio e di interazione con i comitati interni, del presidente del consiglio di amministrazione;
- (f) il principio onde è imposto di evitare che le competenze in punto di indirizzo strategico attribuite al consiglio di sorveglianza sconfinino nella funzione di gestione, violando così il principio di competenza esclusiva al riguardo del consiglio di gestione; e di limitare le competenze "gestorie" del consiglio di sorveglianza alle sole operazioni realmente strategiche, escludendo in ogni caso ampliamenti delle fattispecie rimessi allo stesso consiglio di sorveglianza: in nome del bilanciamento dei poteri, si vuole cioè che sia evitata, attraverso la individuazione in sede statutaria (e perciò in termini vincolanti anche per il consiglio di sorveglianza) delle operazioni nelle quali si esprime la strategia della società, la sovrapposizione e la confusione dei ruoli e delle funzioni, in quanto causa oltre tutto della possibile prevaricazione dell'un organo sull'altro o del possibile sostanziale esautoramento di un organo da parte di un'altro;
- (g) il principio onde è imposta, nell'ipotesi di compresenza nel

medesimo organo delle funzioni di amministrazione e di controllo, l'adozione di "*idonee cautele volte a prevenire i possibili effetti pregiudizievoli per l'efficacia e l'efficienza del sistema dei controlli*" derivanti da tale compresenza: al riguardo, il caso espressamente considerato è quella della contemporanea attribuzione delle due funzioni al consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico statutariamente modellato secondo la lettera *f-bis* dell'art. 2409-*terdecies*; caso nel quale viene raccomandata la costituzione, nell'ambito del consiglio di sorveglianza, di un apposito comitato, destinato a fungere da punto di riferimento per le funzioni e le strutture aziendali di controllo interno;

- (h) il principio dell'adozione in sede statutaria di regole volte a prevenire e disciplinare il caso dell'assunzione di deliberazioni riguardanti operazioni strategiche, nelle quali uno o più consiglieri di sorveglianza abbiano un interesse per conto proprio o di terzi: in pratica il principio per cui, nell'ipotesi in cui gli siano attribuiti compiti di gestione (sia pure qualificati come compiti di alta amministrazione o di gestione strategica), il consiglio di sorveglianza è sottoposto all'applicazione delle medesime regole (in punto di correttezza, diligenza, divieto di agire in conflitto d'interessi con la società), che valgono per i componenti del consiglio di gestione o del consiglio di amministrazione.

10. *Segue: cenni sugli assetti organizzativi nei gruppi di società.*

Il controllo di adeguatezza degli assetti organizzativi non può ovviamente non investire le imprese organizzate in forma di gruppo. Al riguardo, il principio generale enunciato nelle Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia⁽¹⁹⁾ è quello per cui "*sulla società capogruppo ricade la responsabilità di assicurare, attraverso l'attività di direzione e coordinamento, la coerenza complessiva dell'assetto di governo del gruppo*".

⁽¹⁹⁾ Principio peraltro già esistente nel sistema: cfr., ad esempio, R. PENNISI, cit. (nt. 1), 130 ss.

- In sede applicativa, vengono fissati i seguenti principi e criteri:
- (a) il principio per cui è attribuito al consiglio di gestione della capogruppo il compito di designare i consiglieri esecutivi delle società del gruppo, al fine di assicurare l'unità della direzione operativa del gruppo stesso;
 - (b) il principio per cui è attribuito agli organi incaricati della funzione di controllo nella società capogruppo il compito di verificare anche il corretto esercizio dell'attività di controllo strategico e gestionale della capogruppo sulle società del gruppo;
 - (c) il principio per cui l'organo di controllo della capogruppo deve operare in stretto raccordo con gli organi corrispondenti delle controllate;
 - (d) il principio per cui i componenti dell'organo di controllo della capogruppo non possono assumere, nelle società del gruppo, cariche diverse da quella di componente dei rispettivi organi di controllo.

È tuttavia da osservare che, per quanto riguarda la materia del “governo dei gruppi”, la portata innovativa dei recenti interventi dell'autorità di vigilanza (in particolare, delle Disposizioni del marzo 2008, dove sono enunciati i principi appena ricordati) appare minore rispetto a quella degli interventi sul governo e l'organizzazione delle società non appartenenti a gruppi.

Dalle citate Disposizioni di vigilanza risulta in particolare confermato quanto già si poteva inferire dalla disciplina di fonte primaria e secondaria emanata all'inizio degli anni '90 e subito dopo, precisamente nel 1993, fissata negli artt. 60 e seguenti del TUB: e cioè che nel settore bancario il gruppo è, a partire dalla determinazione del suo perimetro, modellato dal legislatore secondo le esigenze specifiche della vigilanza. Fra tutte le possibili forme di organizzazione del gruppo, il diritto positivo opera cioè una scelta, precisamente a favore di un modello di gruppo tendenzialmente accentrato, caratterizzato da un ruolo “forte” della capogruppo, destinata a fungere da cinghia di trasmissione delle direttive dell'autorità di vigilanza, direttive che – in nome dell'obiettivo della stabilità – devono essere irradiate a tutte le componenti, anche periferiche, del gruppo, attraverso l'attività di direzione e coordinamento svolta dal vertice.

Nel gruppo bancario la capogruppo è dunque munita di un po-

tere (che, dato il contesto, ha necessariamente la struttura del potere-dovere) specificamente attribuite dalla legge, che ha ad oggetto l'emanazione, nei confronti di tutte le società appartenenti al gruppo, delle disposizioni per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia nell'interesse della stabilità del gruppo (art. 61, comma 4, TUB). Il modello di organizzazione del gruppo è, in questo senso, un modello legalmente imposto, e l'imposizione si giustifica in funzione dell'esigenza, ben segnalata nelle stesse Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia, di assicurare che le direttive della capogruppo, attuative delle disposizioni dell'autorità di vigilanza, raggiungano tutte le articolazioni, anche quelle periferiche e cioè più lontane dal vertice, del gruppo stesso.

Coerente con detto modello è l'adozione di determinate soluzioni organizzative, come quelle ricordate poc'anzi (in questo paragrafo, alle lettere a-d).

Coerente, altresì, con la scelta di base compiuta nel TUB e nella relativa disciplina di rango secondario, di curare la funzionalità del modello (del gruppo bancario) agli obiettivi della vigilanza, è l'opzione per una valutazione "consolidata" degli assetti di governo e di controllo delle singole società facenti parte del gruppo stesso; opzione che – come già accennato (*supra*, § 6) – chiaramente traspare dalle regole, già ricordate (*supra*, § 6), sulla predisposizione del PGS da parte della capogruppo anche per le società del gruppo e sul contenuto specifico di tale PGS "del gruppo" ⁽²⁰⁾.

⁽²⁰⁾ L'opzione richiamata nel testo è stata, nelle more della stampa del volume degli atti del Convegno, ribadita nella *Nota di chiarimenti* in tema di governo societario, emanata dalla Banca d'Italia, Area Vigilanza Bancaria e Finanziaria, il 19 febbraio 2009, § 4.3.

GIAN DOMENICO MOSCO

FUNZIONI AZIENDALI DI CONTROLLO,
PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ E RUOLO
DEGLI ORGANI SOCIALI NELLA MIFID (*)

SOMMARIO: 1. Controlli aziendali e diritto societario. – 2. Ruolo di *internal e corporate governance* negli intermediari. – 3. Principio di proporzionalità e principio di adeguatezza nella prospettiva giuridica dell'organizzazione societaria. – 4. La Mifid e i controlli interni. In particolare, le funzioni di conformità, di gestione del rischio, di revisione interna. – 5. Il principio di proporzionalità nella Mifid. – 6. Possibili linee teoriche comuni dei principi di adeguatezza e proporzionalità. – 7. Profili applicativi della proporzionalità: obbligatorietà della sola funzione di *compliance*, possibilità di accorpate questa funzione con quella di gestione del rischio e responsabilità degli organi sociali. – 8. I requisiti delle funzioni e dei loro responsabili non derogabili e derogabili in base al principio di proporzionalità. – 9. Conclusioni: la necessità di semplificazione e organicità di una disciplina secondaria stabilizzata dei controlli interni e di quella del codice civile sugli organi sociali. La proposta di un "nuovo" sistema monistico.

1. *Controlli aziendali e diritto societario.*

Il tema delle funzioni di controllo riguarda all'apparenza degli aspetti della Mifid di natura aziendalistica, poiché il sistema dei controlli interni è parte, essenziale, dell'*internal governance*.

È però convinzione ormai radicata e da condividere che buoni controlli interni siano un elemento indispensabile di una buona *corporate governance*.

D'altro canto, le stesse funzioni aziendali di controllo fanno capo agli organi sociali di amministrazione e controllo, e la loro efficacia presuppone che questi organi – i loro componenti – siano competenti, informati e attivi.

Tutti gli organi di amministrazione e controllo sono interessati

(*) Destinato agli scritti in onore del prof. Franco Di Sabato.

alle funzioni di controllo, ciascuno con precisi doveri e responsabilità.

L'organo di controllo, che si situa al centro dei flussi informativi dell'intermediario, è l'architrave del sistema aziendale dei controlli avendo (i) la competenza, per lo stesso codice civile, della vigilanza sulla sua adeguatezza e funzionalità; (ii) la responsabilità di avvalersi delle unità operative del sistema per rilevarne eventuali malfunzionamenti e per individuare irregolarità gestionali e violazione delle regole, per quanto specificamente riguarda la Mifid sulla prestazione dei servizi; (iii) il compito infine di portarne a sintesi, a livello di governo societario, le varie funzioni.

Fondamentale è nondimeno anche il compito dell'organo di supervisione strategica e di quello di gestione, al quale ultimo si affianca il direttore generale.

Al primo, al quale spetta in via generale l'individuazione e la verifica degli obiettivi, delle strategie, del profilo e dei livelli di rischio dell'intermediario, con la definizione delle politiche aziendali e di quelle del sistema di gestione del rischio dell'impresa, compete la valutazione dell'adeguatezza e della funzionalità del sistema aziendale dei controlli interni.

All'organo di gestione spetta invece, nell'ambito della competenza ad attuare le politiche aziendali, la cura dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo e, in particolare, di quello dei controlli interni.

Sotto più profili il tema tocca, dunque, anche il diritto societario.

2. *Ruolo di internal e corporate governance negli intermediari.*

Va subito sottolineato che l'interazione tra funzioni aziendali di controllo e ruolo degli organi sociali – in definitiva, due facce di uno stesso sistema organizzativo – è ben colta dalla Mifid, che impone un rafforzamento del sistema organizzativo nel suo complesso, e dunque sia della *corporate* sia della *internal governance*.

Secondo le espresse indicazioni della Mifid, un sistema organizzativo rafforzato è necessario all'intermediario per assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e, di conseguenza, la

sua stabilità patrimoniale. È altresì indispensabile per assicurare la correttezza e la trasparenza dei comportamenti nella prestazione dei servizi, e dunque la tutela dell'investitore, che è com'è noto l'obiettivo principale della Mifid.

Se, infatti, la *governance* svolge nel diritto societario un ruolo essenziale per la creazione di valore, elevando l'efficienza dell'impresa e riducendone i rischi, nel caso degli intermediari *corporate* e *internal governance* sono fondamentali anche per la realizzazione degli interessi "pubblici" della sana e prudente gestione e della tutela dell'investitore (v., in relazione alle banche, Tarantola, 2008).

3. Principio di proporzionalità e principio di adeguatezza nella prospettiva giuridica dell'organizzazione societaria.

Nella prospettiva giuridica della *corporate governance* vi è un altro motivo di particolare interesse suscitato dal sistema Mifid dei controlli interni.

Il sistema ruota attorno a due principi generali divenuti negli ultimi tempi fondamentali nella disciplina dell'organizzazione societaria, che sono quelli di proporzionalità e di adeguatezza.

Il principio di proporzionalità, in particolare, assume nella Mifid grande rilievo, dando corpo a diverse questioni operative. Ma a ben vedere isolarlo da quello di adeguatezza sarebbe fuorviante, poiché ognuno dei due principi vale a misurare l'esatta applicazione dell'altro.

4. La Mifid e i controlli interni. In particolare, le funzioni di conformità, di gestione del rischio, di revisione interna.

È però opportuno inquadrare anzitutto le funzioni aziendali di controllo nella Mifid avvalendosi nel modo più puntuale e sintetico delle indicazioni fornite a riguardo dalle direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE e, soprattutto, del regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007 (provvedimenti ai quali, assieme alle modifiche al TUF apportate dal d.lgs. n. 164/2007, si fa complessivo

riferimento nel testo con l'acronimo Mifid, che comprende peraltro per prassi anche altri atti comunitari e nostre norme secondarie di attuazione).

La Mifid incide su tutti i livelli dei controlli interni, controlli che al di là della distinzione in livelli e funzioni costituiscono un insieme organico.

Quanto a quelli di primo livello, l'intermediario deve adottare misure volte ad assicurare che chi svolge una determinata attività o la supervisiona (controlli di tipo gerarchico) verifichi il rispetto delle procedure per il corretto esercizio dell'attività svolta (controlli di linea).

Quanto a quelli di secondo livello, si disciplinano le funzioni di conformità alle norme e di gestione del rischio di impresa.

Quanto a quelli di terzo livello, è prevista la funzione di revisione interna.

Ricordo brevemente in cosa consistono le tre funzioni aziendali di controllo.

La funzione di conformità è la funzione volta a ridurre i rischi legali e di reputazione attraverso la verifica dell'esistenza di meccanismi che assicurino il rispetto delle norme applicabili all'attività dell'intermediario.

Sulla base della disciplina Mifid la *compliance* riguarda le regole sullo svolgimento dei servizi, delle attività di investimento e dei servizi accessori.

Per gli intermediari il campo di applicazione obbligatoria definito dalla Mifid è più ristretto di quello delle banche, per le quali comprende anche le norme sullo svolgimento dei servizi bancari e di pagamento, la disciplina sulla vigilanza prudenziale, l'azione di prevenzione e contrasto del riciclaggio e dell'usura. Nulla, in ogni caso, si oppone all'istituzione di un'unica funzione di conformità (Carosio, 2007).

Ovviamente, anche per gli intermediari trovano in genere applicazione disposizioni sulla conformità di origine diversa e comunque, istituita la funzione, è più che logico – direi, necessario – che la *compliance* riguardi tutte le regole alle quali sono soggetti, anche di auto-disciplina.

Le procedure di controllo di conformità che vanno adottate de-

vono essere adeguate al fine di prevenire e individuare le ipotesi di mancata osservanza degli obblighi posti dalle disposizioni di recepimento della Mifid, di minimizzare e gestire in modo adeguato le conseguenze che ne derivano, di consentire infine alle autorità di vigilanza di esercitare efficacemente i loro poteri.

La funzione controlla e valuta regolarmente l'adeguatezza e l'efficacia delle procedure interne e delle misure adottate per rimediare a eventuali carenze; fornisce consulenza e assistenza ai "soggetti rilevanti" incaricati dei servizi; presenta agli organi sociali relazioni sull'attività svolta, compresa la situazione complessiva dei reclami; eventualmente, tratta i reclami.

Il sistema di gestione del rischio comprende le strategie, le politiche, i processi e i meccanismi volti nel continuo a individuare, assumere, gestire, sorvegliare e attenuare i rischi (di credito, di mercato, operativo, reputazionale, strategico, ecc.) a cui l'intermediario è o potrebbe essere esposto, nonché per determinare e controllare il livello di rischio tollerato.

La funzione ha il compito di collaborare alla definizione del sistema di gestione del rischio; presiedere al suo funzionamento e verificarne il rispetto da parte dei "soggetti rilevanti", e dunque dell'intermediario in quanto tale; verificare l'adeguatezza e l'efficacia delle misure prese per rimediare alle carenze riscontrate; fornire consulenza agli organi sociali; presentare agli organi sociali, almeno una volta all'anno, relazioni sull'attività svolta.

Infine, la funzione di *internal audit* è volta, in particolare, a valutare l'adeguatezza e l'efficacia del sistema complessivo dei controlli interni. Essa è condotta nel continuo, anche attraverso verifiche *in loco*.

La funzione è competente ad adottare, applicare, e mantenere un piano di *audit* per l'esame e la valutazione, dunque, di adeguatezza ed efficacia dei sistemi, dei processi, delle procedure e dei meccanismi di controllo dell'intermediario, compresi quelli delle altre due funzioni aziendali di gestione del rischio e di *compliance*. Spetta, inoltre all'*internal audit* sia formulare raccomandazioni e verificarne l'osservanza, sia presentare agli organi aziendali, almeno una volta all'anno, relazioni sulle questioni relative alla revisione interna.

Tutte le funzioni di controllo possono essere esternalizzate, ma l'*outsourcing* non può ridurre l'efficacia del sistema dei controlli né impedire alle autorità di vigilanza di controllare che gli intermediari adempiano a tutti i loro obblighi.

Gli intermediari che esternalizzano le funzioni restano pienamente responsabili del rispetto di tutti gli obblighi previsti in materia di servizi o attività di investimento e devono osservare numerose condizioni indicate dal regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob sulla scia della direttiva 2006/73.

5. Il principio di proporzionalità nella Mifid.

Il principio di proporzionalità è fondamentale per gli intermediari al fine di applicare correttamente le disposizioni sulle funzioni aziendali di controllo della Mifid, individuando le soluzioni organizzative adeguate.

Più in particolare, sulla base di questo principio gli intermediari applicano le disposizioni della Mifid in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.

Il principio va posto in relazione con il metodo regolamentare della Mifid di indicare gli obiettivi di tutela che gli intermediari devono perseguire, ma di lasciarli liberi di individuare le relative soluzioni organizzative, salvo quelle considerate fondamentali.

Il principio porta dunque a una forte responsabilizzazione degli intermediari che sono chiamati in una certa misura a decidere, tenuto conto delle proprie caratteristiche, quali soluzioni organizzative adottare.

6. Possibili linee teoriche comuni dei principi di adeguatezza e proporzionalità.

Prima di soffermarsi sull'impatto applicativo del principio di proporzionalità può essere utile premettere qualche considerazione più generale, tenuto conto che i principi di proporzionalità e ade-

guatezza sono ormai frequentemente utilizzati nella disciplina normativa, anche in contesti molto diversi.

È sufficiente ricordare che i principi riguardano tanto il regolamentatore (in senso assai ampio), quanto i regolamentati.

Il principio di proporzionalità è notoriamente uno dei più importanti principi generali del diritto comunitario, secondo il quale l'azione comunitaria deve limitarsi allo stretto necessario per il raggiungimento dell'obiettivo prefissato. Il principio è ora anche menzionato in via espressa nell'art. 5 del nuovo trattato di Lisbona sull'Unione europea, per il quale è in corso il difficile processo di ratifica da parte degli stati membri.

La proporzionalità è anche un principio generale del nostro ordinamento con riguardo all'azione amministrativa, in ragione del quale la p.a. deve adottare la soluzione idonea e adeguata che comporti il minor sacrificio possibile per gli interessi (dei privati) coinvolti.

Il principio di proporzionalità gioca ormai un ruolo fondamentale anche a livello dell'organizzazione societaria. Basti pensare – volendo sottacere l'implicito intrecciarsi della proporzionalità con l'adeguatezza nello stesso art. 2381 c.c. – al richiamo preliminare nelle disposizioni di vigilanza Banca d'Italia del 4 marzo 2008, dettate in materia di organizzazione e governo delle banche, al dividersi delle stesse in principi generali e linee applicative. I principi generali fissano gli obiettivi della disciplina lasciando alla “autonomia degli intermediari la concreta individuazione delle soluzioni più idonee a realizzarli, secondo criteri di proporzionalità (...)” e dunque “in funzione delle caratteristiche dimensionali, organizzative e operative dell'azienda (...)”.

Nella Mifid il principio di proporzionalità riguarda da un lato le attività regolamentari delle Autorità, nel solco dei criteri poc'anzi ricordati dell'azione comunitaria e della p.a., in combinazione con il principio della “valorizzazione dell'autonomia decisionale” dei soggetti vigilati (art. 6, comma 1, lettere a) e b) – ma v. anche il comma 2 – TUF); dall'altro lato, come si è accennato, gli intermediari ai quali si applicano le disposizioni della Mifid.

Il principio di adeguatezza lo troviamo, si sa, nella stessa Costituzione, che nell'art. 118 novellato prevede l'attribuzione delle fun-

zioni amministrative a Stato ed enti locali sulla base di tale principio, oltre che di quelli di sussidiarietà e di differenziazione. Ma moltissimi sono i riferimenti normativi a principi di adeguatezza tecnica, patrimoniale, amministrativa, contabile, ecc.

L'adeguatezza *organizzativa* è notoriamente presente, dopo la riforma del 2003, nell'art. 2381, commi 3 e 5.

Nella stessa Mifid il principio di adeguatezza è utilizzato più volte con riguardo al sistema dei controlli ai fini della valutazione delle soluzioni organizzative, sia in sede di adozione, sia *ex post*, da parte delle funzioni aziendali, degli organi sociali e delle autorità di vigilanza. È inoltre utilizzato con riferimento al giudizio che l'intermediario finanziario deve compiere in merito al proprio cliente quando gli presta servizi di consulenza o di gestione di portafoglio, contrapponendolo a quello meno stringente di appropriatezza, valido per gli altri servizi.

Non è forse inutile chiedersi, pur rischiando quanto meno un'eccessiva semplificazione, se nonostante la diversità di funzioni, di contenuti, di ambito d'applicazione soggettivo di questi principi vi siano delle linee teoriche comuni (magari applicabili, almeno in parte, anche ad altri analoghi principi generali).

Senza alcuna pretesa di approfondimento, direi anzi tutto che la loro capacità di assumere rilievo nei contesti più diversi – spesso, come avvertivo, intrecciandosi – deriva dalla circostanza che essi non sono autosufficienti e astratti ma assumono valore in abbinamento a uno o più fattori esterni (obiettivi, categorie, caratteri, ecc.) che di volta in volta contribuiscono a determinarne il contenuto effettivo (con riguardo all'adeguatezza, Buonocore, 2006).

Quando questi principi si riferiscono a legislatori, regolamentatori, autorità, essi, in relazione dunque a determinati obiettivi e valori, dettano criteri per un esercizio del potere correttamente commisurato al perseguimento di questi ultimi.

Quando invece riguardano, ed è quanto qui più interessa, i regolamentati, i principi mi pare si pongano – specularmente – quali criteri interpretativi e applicativi da utilizzare per misurare il corretto grado di prescrittività delle regole (Tarantola, 2008), in genere alla luce sia degli obiettivi perseguiti dalla disciplina, sia delle particolari caratteristiche dei regolamentati stessi.

Come sempre, naturalmente, il ricorso ai principi porta con sé vantaggi e controindicazioni.

In termini necessariamente generici, i vantaggi – tipici dei principi generali – sono in sostanza quelli di poter configurare un quadro normativo non (in tutto) dettagliato, basato su principi che lasciano agli interessati, a chi è chiamato a vigilare e alla giurisprudenza margini significativi nella definizione degli assetti, e poi nel controllo della correttezza di tale definizione. Il che dovrebbe consentire la migliore taratura delle soluzioni e una riduzione dei relativi costi.

Gli svantaggi si collocano nel campo del dubbio e dell'incertezza, con il rischio di ridurre l'efficienza delle regole e degli operatori economici a esse soggetti.

Per quanto specificamente interessa in questa sede, gli intermediari chiamati a organizzarsi sulla base del principio di proporzionalità non possono sapere in via preventiva se le loro soluzioni saranno condivise, saranno cioè giudicate dalle autorità di vigilanza “proporzionalmente” adeguate a natura, dimensione e complessità della loro attività e a tipologia e gamma dei servizi effettuati.

I dubbi derivano del resto non solo dalle difficoltà di individuare sulla base del principio di proporzionalità eventuali soluzioni organizzative semplificate, ma anche da quella di soppesare la necessità di realizzare soluzioni più complesse di quelle fondamentali.

Spesso, infatti, si trascura l'eventualità che in applicazione del principio in esame sia necessario anche un livello più elevato – e non solo minore – di organizzazione. La Mifid fissa infatti obblighi e requisiti che considera minimali rispetto all'“alto livello” necessario (c.d. impostazione *principle-based*), per quanto in verità essi appaiano dettagliati, avanzati e complessi in ragione già dell'obiettivo delle direttive di garantire la massima armonizzazione comunitaria della materia.

Ancora, va considerato che non soltanto i controlli interni non sono e non possono essere uguali per tutti gli intermediari, ma che essi cambiano nel tempo anche per il singolo intermediario, dovendone accompagnare crescita ed evoluzione sul mercato (Tarantola, 2008).

Infine, è noto che se la potestà regolamentare di Banca d'Italia e Consob è congiunta, le funzioni della vigilanza restano distinte.

Spetta infatti alla Banca d'Italia il contenimento del rischio, la

stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, mentre alla Consob compete la vigilanza sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti.

Pure l'oggetto della vigilanza è disgiunto, e i controlli sono ripartiti tra le autorità sulla base del principio di prevalenza delle funzioni di vigilanza. Rientrano così tra le materie di competenza della Banca d'Italia i requisiti generali di organizzazione, l'organizzazione amministrativa e contabile, compresa l'istituzione della funzione di *compliance*, la gestione del rischio dell'impresa, l'*audit* interno e la responsabilità dell'alta dirigenza. Mentre tra le materie di competenza della Consob rientrano le procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi, il controllo della conformità alle norme, la gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti e le procedure, pure di controllo interno, per la percezione o corresponsione degli incentivi.

Anche la presenza delle due autorità di vigilanza e l'evidente contiguità delle materie di rispettiva competenza può accrescere l'incertezza degli intermediari. E ciò anche se, come affermato dal protocollo d'intesa del 31 ottobre 2007, le due autorità intendono operare in modo coordinato e tale da evitare duplicazioni nell'esercizio delle rispettive attività, scambiandosi le informazioni rilevanti.

Lo stesso legislatore comunitario della Mifid è ben consapevole della possibilità e dei rischi di un'eccessiva incertezza, e ha previsto sia la possibilità di emanare orientamenti interpretativi da parte, tra l'altro, della Commissione, sia un vero e proprio impegno delle autorità nazionali a emanarli, in via non vincolante (v. il dodicesimo "considerando" della direttiva 2006/73).

In effetti, Banca d'Italia e Consob hanno annunciato che saranno emanati congiuntamente degli orientamenti interpretativi sulla base della prima fase di esperienza applicativa della Mifid.

7. Profili applicativi della proporzionalità: obbligatorietà della sola funzione di compliance, possibilità di accorpate questa funzione con quella di gestione del rischio e responsabilità degli organi sociali.

Il principio di proporzionalità opera nella Mifid in modo diver-

so con riguardo alle tre funzioni aziendali di controllo, rispetto sia all'obbligatorietà della loro istituzione, sia alla possibilità di accorpale una volta istituite.

La funzione di *compliance*, pur potendo essere modellata in virtù del principio di proporzionalità anche nella direzione della semplificazione, assume un ruolo centrale nel sistema dei controlli.

Per le banche, invece, nel secondo livello dei controlli è fondamentale la funzione di gestione dei rischi (Carosio, 2007), funzione che di regola è affidata a un'autonoma struttura alla quale può essere assegnata anche la funzione di conformità. Va sempre istituita, nel terzo livello, la funzione di *internal audit*.

L'importanza determinante della funzione di conformità per gli intermediari Mifid discende dal fatto che l'organizzazione e i controlli assumono un rilievo ancora maggiore per i rischi non misurabili, per i quali i requisiti patrimoniali non servono o servono a poco, come nel caso della perdita di reputazione o di fiducia presso gli investitori. Rischi presenti in tutti gli intermediari – e considerati anche dal c.d. secondo pilastro di Basilea 2 – ma particolarmente significativi per gli intermediari non bancari che svolgono attività e servizi di investimento (Carosio, 2007; Tarantola, 2008).

Ne discende che solo la funzione di conformità è obbligatoria, mentre quelle di gestione del rischio e di revisione sono facoltative.

Ovviamente, la decisione di non istituire le funzioni di gestione del rischio e (o) di revisione interna deve essere in linea con il principio di proporzionalità e va comunque altrimenti assicurato dall'intermediario lo svolgimento efficace dei compiti propri delle funzioni aziendali non attivate.

È indubbio, in ogni caso, che la decisione di non istituire una o entrambe le funzioni di controllo facoltative aumenta doveri e responsabilità degli organi, specialmente di supervisione e di controllo. Gli organi – sulla base delle rispettive competenze – devono infatti assicurare comunque lo svolgimento efficace dei compiti di controllo, senza però poter contare su unità operative che attraggono funzioni e responsabilità. Strutture che fungono, se adeguate, da parafulmine per i componenti degli organi, secondo il sistema – proprio della riforma societaria del 2003 con riguardo agli amministratori (artt. 2381 e 2392 c.c.) – dell'individuazione di procedure e ob-

blighi specifici il cui rispetto incide positivamente sulla responsabilità per *culpa in vigilando*.

Il principio di proporzionalità gioca un ruolo fondamentale anche nella separazione o nell'accorpamento delle funzioni di controllo.

Il principio generale è che le funzioni aziendali di controllo siano tra loro separate sotto il profilo organizzativo. Tuttavia, in virtù del principio di proporzionalità è possibile che le funzioni di conformità e di gestione del rischio siano unificate.

Tale possibilità sembra derivare non solo dal fatto che entrambe le funzioni appartengono ai controlli di secondo livello, ma anche dalla circostanza che la funzione di conformità opera con principi e tecniche propri di quella di gestione del rischio, più tradizionale (Tarantola, 2008).

La funzione di revisione interna, l'unico controllo di terzo livello, se istituita deve sempre essere separata dalle altre funzioni di controllo. In ogni caso, anche l'unificazione delle funzioni di conformità e gestione del rischio non può comprometterne l'adeguatezza rispetto agli obiettivi Mifid.

8. *I requisiti delle funzioni e dei loro responsabili non derogabili e derogabili in base al principio di proporzionalità.*

Le funzioni aziendali di controllo e i loro responsabili hanno per la Mifid alcuni requisiti comuni e inderogabili.

In particolare, esse devono essere permanenti, vale a dire operare nel continuo; efficaci, cioè essere idonee nel concreto a svolgere i compiti loro affidati; indipendenti rispetto alle unità/funzioni dell'intermediario sottoposte al loro controllo.

Le funzioni devono agire correttamente e disporre dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie per lo svolgimento dei loro compiti, dei quali sono formalmente responsabili.

Eguale, le persone che hanno la responsabilità delle funzioni di controllo non devono essere gerarchicamente subordinate ai responsabili delle funzioni controllate e sono nominate dall'organo con funzione di gestione d'accordo con l'organo di supervisione e

sentito quello di controllo. I responsabili riferiscono direttamente agli organi sociali.

In base al principio di proporzionalità è invece possibile derogare a due requisiti comuni alle funzioni. Il primo è quello di separazione soggettiva tra attività di controllo e attività operativa, attuato imponendo di regola ai “soggetti rilevanti” che svolgono funzioni di controllo di non partecipare alla prestazione dei servizi che essi controllano. Il secondo requisito derogabile è quello in base al quale il metodo per la determinazione della remunerazione dei “soggetti rilevanti” che partecipano alle funzioni di controllo non deve comprometterne l’obiettività.

9. Conclusioni: la necessità di semplificazione e organicità di una disciplina secondaria stabilizzata dei controlli interni e di quella del codice civile sugli organi sociali. La proposta di un “nuovo” sistema monistico.

Si è detto dell’importanza di *corporate e internal governance* ai fini della creazione di valore e, nel caso di intermediari e banche, della tutela di interessi pubblici. Ma un livello avanzato del governo societario e dei controlli interni è determinante, prima ancora, per la formazione di una cultura aziendale moderna, che abbia come capisaldi condivisione e rispetto delle regole quali presupposti di efficienza e sviluppo dell’impresa (Mosco, 2008; Tarantola, 2008).

Non vi è dubbio, tuttavia, che con la riforma societaria del 2003, la legge sul risparmio del 2005/2006 e leggi speciali come la 231/2001 da una parte, e con Basilea 2 e Mifid dall’altra parte, l’insieme delle regole di *governance* per società, banche e intermediari si è fatto davvero articolato e, a me pare, eccessivamente complesso.

Si tratta di regole che, nonostante principi come quello di proporzionalità, riducono eccessivamente l’autonomia organizzativa, aumentano la precedimentalizzazione delle decisioni gestionali, moltiplicano i controlli riducendo la possibilità di individuare gli effettivi responsabili di un loro eventuale fallimento, assorbono risorse sempre maggiori. Si rischia così di ostacolare anche la diffusione di una sana cultura dell’organizzazione societaria e dei controlli, per-

petuando la non rara visione delle regole di governo in termini formalistici e burocratici.

Quello che non si può dunque più chiedere alle società, e agli intermediari in particolare, è di misurarsi con un quadro normativo primario e secondario disorganico, sovrabbondante e in continua e disordinata crescita, qual è purtroppo l'attuale.

Sul piano delle istruzioni di vigilanza per gli intermediari, ai cui principi sui controlli interni dovrebbero allinearsi quelle per le banche, è stata di recente condivisa l'urgente necessità di "restituire organicità, unitarietà e completezza alla materia" (Tarantola, 2008). E sembra opportuno puntare anche a una semplificazione della materia, sfruttando tutte le possibilità offerte dalle varie e spesso non coordinate direttive comunitarie, le cui prescrizioni segnano notoriamente un confine invalicabile dai regolamentatori nazionali. Soprattutto, credo che ci si debba convincere e occorra battersi in sede nazionale e comunitaria perché si arresti l'ondata normativa di obblighi nuovi e sempre più dettagliati.

Quanto invece alla disciplina societaria, ho già espresso in diverse occasioni (Mosco, 2006, 2007 e 2008) la convinzione che il problema più rilevante sia ormai quello della sovrapposizione di funzioni tra amministratori non esecutivi e sindaci, forse ancora in qualche misura distinguibili in via astratta ma analoghe nei fatti. L'istituzione, poi, di un comitato per il controllo interno rende sotto lo stesso profilo strutturale ancora più evidente la duplicazione delle funzioni. Comitato che è richiesto dal codice Capuano di autodisciplina per le società quotate ed è in genere presente in queste società. Il recepimento della direttiva 2006/43/CE sulla revisione legale dei conti potrebbe poi porre proprio l'alternativa, non solo per le quotate ma anche per tutte le banche e le assicurazioni, tra l'assegnazione del monitoraggio sulla revisione a questo comitato, se costituito, o al collegio sindacale (si v. la delega contenuta nell'art. 24 della legge comunitaria 2007 e il documento di consultazione diffuso dal Dipartimento del Tesoro).

Il superamento di questo stato di cose non sembra poter riguardare il sistema tradizionale, non essendo immaginabile un arretramento né del collegio sindacale, né degli amministratori non esecutivi e risultando altrimenti pressoché impossibile la razionalizzazione

delle loro funzioni e dei loro poteri. D'altro canto, non può far leva nemmeno sul sistema dualistico che propone, pur nel cerchio dell'amministrazione, un'alternativa al collegio sindacale in tesi non unitaria.

La soluzione, piuttosto, potrebbe essere quella di mettere a disposizione di società e intermediari un "nuovo" sistema monistico che diventi sintesi e frontiera avanzata, nel comitato per il controllo interno, delle funzioni e dei poteri degli amministratori non esecutivi e dei sindaci del sistema tradizionale.

Occorre a tal fine modificare l'attuale configurazione legislativa del sistema monistico per garantire la pienezza dell'attività di controllo e l'efficienza della gestione, prendendo atto della attuali carenze del sistema e sviluppando alcune indicazioni delle disposizioni della Banca d'Italia di marzo 2008 sul governo societario delle banche che dovrebbero a breve essere estese agli intermediari vigilati.

Si deve soprattutto pensare, ferma l'unicità dell'organo di amministrazione, a una nomina dei componenti del comitato posta inderogabilmente in capo all'assemblea, a una disciplina della revoca analoga a quella dei sindaci, a una piena identità di funzioni e di poteri tra questi ultimi e i componenti del comitato, all'attribuzione al comitato della supervisione sull'attività del revisore esterno, alla disciplina dei possibili conflitti, nel plenum del consiglio, tra le funzioni di controllo e quelle di amministrazione dei componenti del comitato.

Credo, in definitiva, che non sia più perpetuabile solo la logica del "sindacare", dell'esprimere dall'esterno giudizi sull'operato degli amministratori dietro il velo della legalità formale e sostanziale.

Bisogna piuttosto dare modo a società e intermediari di seguire una logica nuova di unicità, efficienza ed effettività del monitoraggio che consenta anche la migliore utilizzazione delle funzioni aziendali di controllo.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 5 ss.

- G. CAROSIO, *La funzione di Compliance tra Basilea II e Mifid*, intervento al III Incontro Compliance AICOM-Dexia Crediop di Roma del 21 settembre 2007.
- G.D. MOSCO, *Rafforzamento dei controlli interni e indebolimenti sistematici degli organi di sorveglianza*, in *AGE*, 1/2006, p. 33 ss.
- G.D. MOSCO, *Cognosco, ergo sum. L'informazione e la nuova identità del collegio sindacale*, in *Il collegio sindacale*, Milano, 2007, p. 309 ss.
- G.D. MOSCO, *Le regole di governance per le quotate, una risorsa o un peso?* In *Imprese e Investitori*, Milano, 2008, p. 41 ss.
- A.M. TARANTOLA, *Il sistema dei controlli interni nella governance bancaria*, intervento al Convegno Dexia Crediop di Roma del 6 giugno 2008.

MARIO STELLA RICHTER *jr*

LA GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO

SOMMARIO: 1. *Corporate governance* e interesse sociale delle SGR. – 2. I principi del testo unico della finanza. – 3. Alcune norme di rango secondario. – 4. L'autoregolamentazione. – 5. Le prospettive di riforma. – 6. Il Rapporto del gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani istituito dalla Banca d'Italia. – 7. Modeste proposte in guisa di conclusione.

1. *Corporate governance e interesse sociale delle SGR.*

Il problema del governo delle società di gestione del risparmio si caratterizza in termini del tutto particolari rispetto alle altre società per azioni.

Nella società di gestione del risparmio ai tradizionali conflitti di interessi propri di ogni società azionaria, e quindi ai correlativi problemi di agenzia e ai conseguenti costi⁽¹⁾, se ne aggiunge un altro: quello tra soci della società di gestione del risparmio e partecipanti ai fondi da questa società gestiti. Questo problema ulteriore e peculiare delle società di gestione del risparmio viene spesso evocato come l'oggetto della *fund governance*. Sicché può dirsi che il dilemma del governo delle società di gestione del risparmio risulta dalla somma di tutti i tradizionali problemi di *corporate governance* e di quelli di *fund governance*⁽²⁾.

⁽¹⁾ Per *agency problem* si intende comunemente – è appena il caso di ricordarlo – ogni situazione nella quale il benessere di una parte dipende dall'attività svolta fiduciarmente da una altra parte nell'interesse della prima; e per alcuni sviluppi mi permetto di rinviare a M. STELLA RICHTER *jr*, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 196 ss.

⁽²⁾ A loro volta diversi al variare della struttura proprietaria della società; e cfr., con specifico riguardo agli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio,

Ovviamente questa peculiarità, che si traduce in complessità, può essere descritta anche in termini più tradizionali per il giuscommercialista, che allora potrà interrogarsi su quale sia l'*interesse della società di gestione del risparmio* e, in particolare, se e come esso si arricchisca degli *interessi dei sottoscrittori del fondo*, degli investitori i cui capitali sono gestiti dalla società di gestione del risparmio.

2. I principi del testo unico della finanza.

Il legislatore avverte con nettezza questi problemi come è chiaramente testimoniato da alcune disposizioni del testo unico della finanza.

Mi riferisco anzitutto all'art. 21, comma 1, dove, tra l'altro, si prevede che “nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento ... i soggetti abilitati devono ... comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio *l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati*” (enfasi evidentemente aggiunta). Già da questa norma emerge chiaramente l'esigenza di tutela e il riconoscimento dell'interesse del cliente (e non quello o solo quello dei soci), oltre che dell'integrità dei mercati finanziari, che diviene l'interesse che la società di gestione del risparmio deve perseguire.

Tale esigenza di tutela dei clienti degli intermediari, e in particolare dei partecipanti ai fondi, è poi ripresa ed enfatizzata nell'art. 40 TUIF, dove, al primo comma, si enuncia il principio per cui: “Le società di gestione del risparmio devono: a) *operare* con diligenza, correttezza e trasparenza *nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato*; b) organizzarsi in modo tale da *ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse* anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr; c) adottare misure idonee a *salvaguardare i*

M. MESSORI, *Strutture proprietarie, piattaforme distributive e governance delle SGR*, Assogestioni *working paper*, 2008/1, spec. p. 8 ss., nonché M. ONADO, *Gli amministratori indipendenti delle società di gestione del risparmio*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Quaderno della Assogestioni, Milano, 2006 p. 47 ss., a p. 52 s.

diritti dei partecipanti ai fondi ...”. Inoltre, le società di gestione del risparmio provvedono, “nell’*interesse dei partecipanti*, all’esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti, salvo diversa disposizione di legge” (art. 40, comma 2, TUIF).

Si potrebbe poi menzionare il disposto del comma 1-*bis* sempre dell’art. 21 TUIF, a norma del quale le società di gestione: “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”.

Ai fini del quadro che si sta ricostruendo, è tuttavia pure significativo l’art. 13 TUIF, il quale (nella versione modificata dall’art. 3, comma 1, d. lgs. n. 37/2004) prevede che i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo in società di gestione del risparmio devono possedere i requisiti non solo di professionalità e onorabilità, ma anche di “indipendenza” stabiliti da un Regolamento del Ministero dell’economia (che tuttavia non è stato, a più di quattro anni di distanza dalla entrata in vigore della norma di legge, ancora emanato).

Infine, si deve menzionare l’art. 37 TUIF, che traccia le linee portanti della *governance* dei fondi chiusi prevedendo la figura degli esperti indipendenti e le cautele da osservarsi in caso di cessioni o conferimenti di beni a un fondo chiuso (così il comma 2, lett. b) e la organizzazione in assemblea dei partecipanti al fondo chiuso (così il comma 2-*bis* ⁽³⁾). La tutela dei partecipanti a un fondo chiuso si arricchisce dello strumento delle necessarie competenze assembleari

⁽³⁾ Perché sia il comma 2-*bis* e non il comma 3 (pur essendo l’ultimo comma del-

proprio perché non c'è possibilità di disinvestire in ogni momento come in un fondo aperto⁽⁴⁾.

3. *Alcune norme di rango secondario.*

I principi generali sul governo delle società di gestione del risparmio e dei fondi posti dal testo unico della finanza sono, o dovrebbero essere, analiticamente declinati in alcune norme secondarie secondo quanto disposto dallo stesso testo unico.

Si è già accennato alla circostanza per cui il Ministero dell'economia non abbia ancora (piuttosto inspiegabilmente) provveduto ad emanare un regolamento atto a riempire di un qualche significato precettivo il requisito di indipendenza richiesto dalla legge in capo a coloro che svolgono funzione di amministrazione delle società di gestione del risparmio⁽⁵⁾.

Invece, tra le norme di rango secondario effettivamente emanate deve essere almeno preso in considerazione il Regolamento congiunto di Banca d'Italia e Consob del 29 ottobre 2007. Questo Regolamento dedica anche alle società di gestione del risparmio alcuni principi generali (contenuti nell'art. 4) che tuttavia, proprio per essere generali e allo stesso tempo contenuti in una norma secondaria e soprattutto perché riferiti indistintamente a tutti gli intermediari, hanno scarso valore precettivo; l'unico principio che potrebbe avere una qualche portata pratica è quello di proporzionalità (comma 2). Di ben diverso contenuto operativo sono invece le regole relative al

l'articolo) non è dato comprendere... ma questo è un altro discorso e comunque un problema meno grave.

⁽⁴⁾ E si confronti, per le sue rilevanti e concrete implicazioni in punto di valutazione dell'interesse dei partecipanti al fondo, il caso della offerta pubblica di acquisto lanciata da Pirelli Re s.p.a. e Morgan Stanley sulle quote dei fondi immobiliari Tecla e Berenice istituiti e gestiti da Pirelli Re s.g.r. (controllata di Pirelli Re s.p.a.), su cui, ad esempio, O. CARABINI, *L'Opa sui fondi arriva ai Pm*, in *Il Sole 24 Ore*, 12.3.2008, p. 45.

⁽⁵⁾ In realtà un qualche requisito di indipendenza (da specificarsi con norme di rango regolamentare parimenti non emanate) non è solo previsto per gli amministratori delle SGR (e delle Sicav), ma anche per quelli delle banche (art. 26 TUB), delle SIM (art. 13 TUIF) e degli intermediari finanziari di cui all'art. 106 TUB (art. 109 TUB).

sistema organizzativo della società di gestione del risparmio (contenute nella parte II del provvedimento), da completarsi per quel che attiene la attività di gestione collettiva del risparmio – l'unica alla quale si può accennare in questa relazione (non potendosi anche prendere in considerazione la disciplina delle gestioni individuali e di consulenza in materia di investimenti da parte di SGR) – con le norme del capo I del titolo II della parte V; nonché quelle sui conflitti di interessi (capo II del titolo II sempre della parte V).

Non posso in questa sede che ricordare alcune delle norme più significative.

Anzitutto quella relativa ai “*Principi di governo societario*”. E cioè l'art. 7, a mente del quale la società di gestione del risparmio: “a) definisce una ripartizione di compiti tra organi aziendali e all'interno degli stessi tale da assicurare il bilanciamento dei poteri e un'efficace e costruttiva dialettica; b) adotta idonee cautele, statutarie e organizzative, volte a prevenire i possibili effetti pregiudizievoli sulla gestione derivanti dall'eventuale compresenza nello stesso organo aziendale di due o più funzioni (strategica, di gestione, di controllo); c) assicura una composizione degli organi aziendali, per numero e professionalità, che consenta l'efficace assolvimento dei loro compiti”, e per cui “i verbali delle riunioni degli organi aziendali illustrano in modo dettagliato il processo di formazione delle decisioni, dando conto anche delle motivazioni alla base delle stesse”.

Richiamo poi le norme sulle ripartizioni di compiti e responsabilità tra “*organo con funzione di supervisione strategica*” (artt. 8 e 31), “*organo con funzione di gestione*” (art. 9) e “*organo con funzioni di controllo*” (art. 11); o ancora quella sulla strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti (art. 32).

Infine, è a dirsi delle disposizioni sulla disciplina del conflitto di interessi (artt. 37 ss.), che in sostanza prevedono che i conflitti di interessi⁽⁶⁾ tra le società di gestione del risparmio e i partecipanti ai

⁽⁶⁾ Rilevo incidentalmente che nel Regolamento gli interessi in conflitto sono tornati al plurale, come nel codice civile e come è logico che sia, ma dopo che nel testo unico della finanza si parlava e si parla di “conflitto di interesse” al singolare.

fondi siano anzitutto “identificati” e quindi “gestiti” (tramite idonee misure organizzative) in modo da evitare che fondo o suoi partecipanti ne siano pregiudicati. Tuttavia il Regolamento, dopo avere affermato questa condivisibile regola generale, concede che le misure adottate dalla società di gestione del risparmio possano non essere sufficienti ad escludere il rischio di un pregiudizio per il fondo e i suoi partecipanti derivante da operazioni in conflitto di interessi e che in tutti questi casi sarà sufficiente “assicurare ... l’equo trattamento degli OICR e dei partecipanti agli stessi”.

Anche significativo è il fatto che ci si sia accontentati di “*limitare*” (senza necessariamente impedirla) l’influenza – si noti bene – “*indebita*” sul modo in cui si svolge da parte della società di gestione del risparmio il servizio di gestione collettiva o di “*controllare*” (ancora una volta, senza necessariamente impedire) “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*” (art. 39, comma 4, lett. d).

4. *L’autoregolamentazione.*

La disciplina della *fund governance* è poi ulteriormente arricchita dalla autoregolamentazione all’oggi essenzialmente costituita dal “Protocollo di autonomia” delle società di gestione del risparmio⁽⁷⁾. Si tratta però di un documento piuttosto datato (pur risalendo solo al 2001)⁽⁸⁾, che, in ogni caso, prevede:

- (i) un divieto del cumulo di funzioni tra titolari di deleghe di ge-

⁽⁷⁾ Al riguardo cfr. anche R. LENER, *Corporate Governance Rules for Investment Funds in Italy*, in *European Business Organization Law Review*, 2005 (6), p. 269 ss., spec. p. 279 ss.; M. ONADO, *Gli amministratori indipendenti delle società di gestione del risparmio*, cit., spec. p. 53; nonché lo *Studio sull’attuazione del protocollo di autonomia*, curato e pubblicato dalla Assogestioni (Milano, 2004).

⁽⁸⁾ Come ad esempio dimostra il fatto che non tiene in considerazione la possibilità che una società di gestione del risparmio sia amministrata secondo sistemi diversi da quello tradizionale (mi riferisco evidentemente a quelli c.dd. dualistico e monistico).

- stione nella società di gestione del risparmio e in altre società del gruppo cui la società di gestione del risparmio appartiene;
- (ii) la presenza nel consiglio di amministrazione della società di gestione di un numero sufficiente di consiglieri indipendenti, con un primo catalogo di loro funzioni, poteri e doveri;
 - (iii) alcune regole procedurali relative all'acquisto, per conto dei fondi, di strumenti finanziari emessi o collocati da società del gruppo;
 - (iv) alcune regole, sempre solo procedurali, per la scelta delle controparti per la prestazione di servizi in favore dei fondi gestiti;
 - (v) un qualche principio in merito all'esercizio del diritto di voto inerente a strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti.

5. *Le prospettive di riforma.*

I principi generali contenuti nella legge, gli articolati regolamenti (e anzitutto il Regolamento congiunto di Banca d'Italia e Consob) e il Protocollo di autonomia delle società di gestione del risparmio non sembrano tuttavia sufficienti per dare al tema della *corporate e fund governance* un soddisfacente assetto di disciplina.

A questo riguardo appare emblematica la posizione della Banca d'Italia; almeno per come si è venuta progressivamente chiarendo sotto la guida dell'attuale Governatore. Costui ha avuto modo di tornare sul tema in più occasioni e sempre in modo molto netto. È, ad esempio, significativo il fatto che sul problema del governo delle società di gestione del risparmio e dei fondi siano state riservate osservazioni nelle considerazioni finali svolte nelle ultime due assemblee della Banca d'Italia.

Il 31 maggio 2007 il Governatore ha considerato che “la riduzione del conflitto di interessi insito nell'intreccio azionario con banche e assicurazioni, la concentrazione degli *asset managers* sono vitali per la crescita del settore. [...] Architettura aperta, netta separazione societaria, finanche nella proprietà, sono di beneficio per gli azionisti delle banche, per i clienti dei fondi”. Esattamente un anno dopo, il 31 maggio 2008, Draghi ha detto: “È diffusa anche tra gli interme-

diari la percezione della necessità di cambiare l'attuale struttura dell'industria [*scilicet*: del risparmio gestito]. Alcuni gruppi bancari hanno deciso di cedere il controllo delle proprie società di gestione dei fondi comuni. La pluralità di canali di collocamento darà benefici. Ma è necessario agire anche sulle regole di comportamento dei distributori, per garantire il rispetto dei diritti della clientela e modificare gli incentivi al mantenimento di strutture di distribuzione chiuse, riducendone i guadagni di posizione.

Il gruppo di lavoro promosso dalla Banca d'Italia, con la partecipazione di autorità e società del settore, ha visto un'ampia convergenza nell'identificare i principali problemi: chiara distinzione tra attività di collocamento e consulenza, indipendenza dei consigli di amministrazione rispetto alla capogruppo, condizioni uniformi di trasparenza informativa per tutte le categorie di prodotti finanziari, eliminazione delle distorsioni fiscali a danno dei fondi comuni italiani. Il gruppo formulerà proposte di intervento urgente, in alcuni casi di competenza delle stesse autorità tecniche, in altri da proporre al Governo e al Parlamento”.

Anche in altri casi (al Forex di Torino, all'Assemblea dell'ABI, alla Giornata del risparmio, *et cetera*) le riflessioni del Governatore della Banca d'Italia si sono soffermate sugli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio, sul rapporto fra produzione e distribuzione di prodotti del risparmio gestito e sui necessari miglioramenti nella *governance* delle SGR e si sono indicate come prime soluzioni quelle di più bassi “tassi di retrocessione alle reti”, maggiore autonomia delle società di gestione dalle banche, e, in questo senso, della necessità di una maggioranza di amministratori indipendenti come inizio di un processo virtuoso⁽⁹⁾.

È quindi possibile prevedere le probabili prospettive evolutive

⁽⁹⁾ Cfr., anche per più puntuali riferimenti, M. MESSORI, *Strutture proprietarie, piattaforme distributive e governance delle SGR*, cit., p. 3 s., dove anche rinvii alle analoghe prese di posizione dei presidenti della Consob e della Autorità garante della concorrenza e del mercato. Ai riferimenti citati da Messori si aggiunga ora l'intervento del Governatore della Banca d'Italia alla Giornata mondiale del risparmio (Roma, 31 ottobre 2008), p. 14 s. del dattiloscritto.

del sistema di governo dei fondi comuni d'investimento e delle loro società di gestione.

Anzitutto è da credersi che in materia vi sarà un nuovo intervento del legislatore; è questo almeno l'auspicio della Banca d'Italia. Ma è anche possibile uno spontaneo, seppur graduale, processo di affrancazione di una certa parte delle società di gestione del risparmio dalla soggezione a gruppi bancari o assicurativi.

Inoltre è probabile che la Banca d'Italia arrivi ad applicare anche alle società di gestione del risparmio principi analoghi a quelli contenuti nelle “*Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia in materia di organizzazione e governo societario delle banche*” del 4 marzo 2008⁽¹⁰⁾: non sarebbe infatti logico richiedere l'adozione di alcuni presidi di buon governo societario solo alle banche e non agli altri intermediari finanziari pure vigilati.

6. *Il Rapporto del gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani istituito dalla Banca d'Italia.*

Un ulteriore e per molti versi ancor più significativo passo verso una nuova disciplina del governo delle società di gestione del risparmio è stato poi posto in essere dalla stessa Banca d'Italia ancor più di recente, e cioè nel luglio del 2008. Mi riferisco alla pubblicazione del “*Rapporto del Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani*”.

Il documento studia complessivamente i problemi dei fondi comuni di investimento italiani, che vengono ascritti a tre principali ordini di motivi: asimmetrie nella regolamentazione dei fondi comuni in materia di trasparenza rispetto ad altri prodotti finanziari; elementi di criticità delle reti di distribuzione; svantaggi fiscali. Tra le soluzioni a tali problemi proposte dalla Banca d'Italia alcune sono specificamente attinenti alla *governance* delle società di gestione del risparmio. Mi riferisco anzitutto agli interventi volti alla valorizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti e al rafforzamento della

⁽¹⁰⁾ Su cui cfr. AGE, n. 2/2007.

autonomia delle società di gestione del risparmio rispetto ai gruppi di appartenenza.

In particolare, il Documento propugna le seguenti “linee di intervento” (e cfr. spec. le pp. 3, 35 e 47 del Documento).

- (i) Instaurazione di un regime di incompatibilità tra le cariche amministrative od operative nella società di gestione del risparmio e le analoghe funzioni nel suo gruppo di appartenenza, nel senso che coloro che hanno cariche operative in società del gruppo non dovrebbero essere amministratori o direttori generali nelle società di gestione del risparmio e viceversa.
- (ii) Necessaria presenza di consiglieri indipendenti nell’organo amministrativo delle società di gestione del risparmio e riconoscimento agli stessi di adeguato ruolo. Gli amministratori indipendenti dovrebbero essere in numero significativo; il presidente del consiglio di amministrazione dovrebbe essere un indipendente; e gli indipendenti dovrebbero essere la maggioranza nei comitati di controllo interno, di *compliance* e di remunerazione.
- (iii) Previsione di limiti entro cui e modalità con cui devono essere esercitati i poteri di indirizzo e coordinamento da parte delle società capogruppo nei confronti della società di gestione del risparmio.

In definitiva, l’Autorità di vigilanza assume il ruolo di stimolo ad un ripensamento della *governance* delle società di gestione del risparmio; ripensamento che è opportuno che passi anzitutto attraverso un nuovo e ben più penetrante processo di autoregolamentazione. Infatti – per usare le parole della stessa Autorità di vigilanza – “affinché gli interventi delineati abbiano la massima efficacia e, allo stesso tempo, non comportino eccessivi oneri aggiuntivi, è opportuno che le misure proposte nascano da una stretta integrazione tra industria e autorità. A tal fine, dovrebbero essere elaborate da parte dell’industria linee di politica aziendale e/o codici di autodisciplina in materia di consulenza, di assistenza alla vendita di strumenti finanziari e di governo societario delle SGR. Le autorità potrebbero verificare tali politiche e codici e riconoscerli come adeguati ai fini del rispetto della normativa”.

7. *Modeste proposte in guisa di conclusione.*

Si apre dunque il campo a una nuova stagione di autoregolamentazione, che, a mio modo di vedere, deve passare non solo attraverso la nuova formulazione di un codice di autodisciplina delle società di gestione del risparmio, ma anche attraverso una profonda revisione degli assetti statutari delle stesse società di gestione del risparmio (e questo all'evidente fine di rendere effettivamente vincolanti per le singole società di gestione del risparmio le raccomandazioni autodisciplinari).

Provo allora ad accennare ad alcuni dei contenuti che in questa opera di revisione della autoregolamentazione sarebbero assai auspicabili, se non proprio irrinunciabili.

Come si è visto, il problema peculiare della *governance* delle società di gestione del risparmio risiede nella esigenza di conciliare il perseguimento dell'interesse al profitto dei suoi soci con l'istanza di tutela degli investitori. Si deve quindi fare in modo che – anche a livello di autoregolamentazione e, per così dire, di “coscienza” degli operatori – si acquisisca piena consapevolezza del fatto che l'interesse che la società di gestione del risparmio deve perseguire non è solo quello dei soci, ma anche quello dei partecipanti del fondo. Ne consegue che, sia in sede di nuova formulazione del codice di autodisciplina che in qualche clausola degli statuti delle società di gestione del risparmio, dovrebbe enunciarsi il principio che la essenziale funzione che gli amministratori della società di gestione del risparmio svolgono è quella di perseguire l'interesse dei soci e al contempo curare e salvaguardare gli interessi dei partecipanti ai fondi istituiti o gestiti dalle medesime società di gestione del risparmio.

Nella medesima prospettiva si deve, come pure ricordato, aumentare il grado di autonomia della società di gestione del risparmio dal gruppo di appartenenza. In questo senso sarebbe auspicabile che gli stessi statuti delle società di gestione del risparmio espressamente prevedessero tra i requisiti degli amministratori la assenza di funzioni gestorie o direttive nella banca o società capogruppo e in altre società del medesimo gruppo. La previsione statutaria farebbe della mancanza del cumulo di funzioni un requisito degli amministratori delle società di gestione del risparmio tale che la sopravvenienza

del cumulo integrerebbe una causa di decadenza dalla carica (art. 2387, comma 1, cod. civ.).

Sempre per raggiungere l'auspicata maggiore autonomia, si dovrebbe giungere ad enunciare in sede autoregolamentare (e poi magari a circostanziare e trasfondere in acconce clausole statutarie) il principio per cui all'interno dell'organo amministrativo della società di gestione del risparmio un numero rilevante e comunque adeguato di componenti dovrebbe essere dotato del requisito della indipendenza⁽¹¹⁾. L'adeguatezza della componente indipendente del consiglio dovrebbe essere richiesta e valutata tenendo presente che numero e competenze dei consiglieri indipendenti sono adeguati, anche in relazione alle dimensioni del consiglio, quando consentono di garantire sufficienti condizioni di autonomia gestionale della società di gestione del risparmio e garantire il perseguimento del suo interesse sociale, con adeguata ponderazione tra interessi dei soci e dei clienti(-investitori).

Codice di autodisciplina e statuti delle società di gestione del risparmio dovrebbero poi fornire una nozione di "indipendenza" maggiormente rigorosa di quella attualmente dettata dal Codice di autodisciplina delle società quotate. In particolare, riterrei opportuno prevedere che tra le situazioni che costituiscono figure sintomatiche di mancanza di indipendenza debba annoverarsi quella di rivestire il ruolo di amministratore, sindaco, consigliere di sorveglianza o di gestione e dirigente nella capogruppo⁽¹²⁾.

Anche il presidente del consiglio di amministrazione della società di gestione del risparmio dovrebbe possedere il requisito della in-

⁽¹¹⁾ Sulla rilevanza degli amministratori indipendenti ai fini della soluzione dei problemi di *fund e corporate governance* cfr.: R. LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, p. 115 ss., a p. 128 ss.; M. ONADO, *Gli amministratori indipendenti delle società di gestione del risparmio*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, cit., spec. p. 52 ss.

⁽¹²⁾ Mentre – come si ricorderà – il Codice di autodisciplina delle società quotate si limita a considerare sintomo di dipendenza il rivestire il ruolo di presidente, amministratore esecutivo e dirigente con responsabilità strategiche in altra società del gruppo (cfr. il combinato disposto dei criteri applicativi 3.C.1, lett. b), e 3.C.2 del Codice di autodisciplina nella sua ultima versione del 2006).

dipendenza, ma, proprio per la sua particolare funzione di presidente del collegio, non dovrebbe essere conteggiato nel numero degli indipendenti ai fini della valutazione della adeguatezza e rilevanza di tale componente⁽¹³⁾.

Dovrebbe essere poi raccomandata dal codice di autodisciplina (e altresì imposta da apposite previsioni statutarie) la istituzione, all'interno del consiglio di amministrazione, di speciali comitati con funzioni consultive e istruttorie; in particolare, dovrebbe prevedersi la creazione di un comitato che si occupi delle operazioni con parti correlate o in potenziale conflitto di interessi. Tale comitato dovrebbe essere esclusivamente composto di consiglieri indipendenti e allo stesso dovrebbe competere un *parere vincolante* sulle operazioni con parti correlate e sulle decisioni prese dal consiglio in potenziale conflitto con l'interesse della capogruppo⁽¹⁴⁾.

Sempre al fine di ridurre le conseguenze negative di una gestione dei fondi costantemente svolta in potenziale conflitto di interessi sarebbe poi da valutare l'opportunità di commisurare la parte variabile delle remunerazioni degli amministratori esecutivi della società di gestione del risparmio e dei gestori dei fondi ai risultati ottenuti nella gestione degli Oicr.

⁽¹³⁾ Questa è infatti la soluzione data dal *Combined Code on Corporate Governance* (cfr. il combinato delle *provisions* A.2.2 e A.3.2 dell'ultima versione del giugno 2006).

⁽¹⁴⁾ Per la dimostrazione della opportunità che agli amministratori indipendenti sia riservata la funzione di rendere un parere vincolante sulle operazioni con parti correlate mi permetto di rinviare a M. STELLA RICHTER jr, *Brevi osservazioni sulla proposta di disciplina regolamentare in materia di operazioni con parti correlate*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, p. 846 ss.

MICHELE RUTIGLIANO

ORGANIZZAZIONE, GOVERNO SOCIETARIO
E CONTROLLI INTERNI NEGLI INTERMEDIARI
FINANZIARI: ECCESSO DI REGOLAMENTAZIONE
O FALLIMENTO DELL'AUTODISCIPLINA?

SOMMARIO: 1. Affollamento di Organi e Funzioni di controllo. – 2. Collegio sindacale. – 3. Società di revisione. – 4. Funzione di controllo interno. – 5. *Compliance, Risk management*, Organismo di vigilanza ex L. 231/2001. – 6. Requisiti di professionalità degli esponenti aziendali. – 7. Il coordinamento fra Organi e Funzioni di controllo. – 8. Riprogettazione del sistema dei controlli interni. – 9. Eccesso di regolamentazione o fallimento dell'autodisciplina?

1. *Affollamento di Organi e Funzioni di controllo.*

Proverò a dare una risposta alla fine del mio intervento alla domanda se, a mio parere, si possa parlare di eccesso di regolamentazione o (parziale) incapacità degli intermediari di darsi delle regole in materia di *governance* e controlli interni.

Comincerò con il ricordare nuovamente l'affollamento di organi e funzioni deputate al presidio dei rischi, un affollamento che è davvero considerevole nel mondo finanziario. Farò riferimento ad un modello di *governance* tradizionale, con il Consiglio di amministrazione, il Collegio sindacale e di regola anche il soggetto incaricato del controllo contabile, modello ancora assolutamente dominante. In altri modelli varranno sostanzialmente le medesime considerazioni, pur tenuto conto delle specificità rispettivamente del modello monistico e di quello dualistico.

Devo quindi necessariamente ricordare in primo luogo, tra gli organi con funzioni di controllo, il **Consiglio di amministrazione**, poiché spesso si trascura che questo è il primo fra gli organi aziendali ad assumere un ruolo nel sistema dei controlli interni, non potendosi disgiungere la gestione e l'amministrazione da momenti di

«controllo». Momenti di controllo da intendersi come momenti di attenzione ai temi del controllo interno, acquisendo dall'amministratore delegato, ove presente, e/o dal direttore generale informazioni periodiche e rapporti *ad hoc* su speciali problematiche. Naturalmente, la presenza di **amministratori indipendenti** e soprattutto di un **comitato per il controllo interno** potrebbe tendere a rafforzare la consapevolezza di tutto il consiglio circa le prerogative e le responsabilità che gli competono in questo ambito.

Ma gli indipendenti e il comitato audit non sono un organo a sé stante, e sarebbe controproducente per la robustezza e la funzionalità del sistema dei controlli interni se la presenza di questi soggetti attenuasse ulteriormente l'attenzione degli altri consiglieri sui profili di rischio e sui presidi per il loro controllo. A volte si verifica proprio questo. Le periodiche relazioni del comitato audit al consiglio si risolvono nella presentazione di un documento che rimane agli atti, inserito tra gli ultimi punti all'ordine del giorno, un adempimento formale che talora tende, con un po' di autocompiacimento e per giustificare il ruolo, a mettere in evidenza il lavoro svolto, piuttosto che approfondire singoli profili di rischio. La frequente scarsa attenzione da parte del consiglio ai temi del controllo si riscontra anche nel modo in cui le periodiche relazioni delle funzioni di controllo interno (*l'internal audit*, oggi anche la funzione *compliance*) sono valorizzate nell'ambito delle riunioni consiliari: non è prassi che il responsabile dell'audit sia ascoltato direttamente in consiglio, come a mio parere sarebbe opportuno, per dare un volto alla funzione e per riaffermare che detta funzione risponde, deve rispondere a mio parere, al consiglio di amministrazione, che ne approva il piano di attività e che acquisisce l'*output* delle verifiche svolte, quelle a piano e le *special investigations*, valuta l'adeguatezza del presidio, determina o monitora carriera e remunerazione per importi e parametri di riferimento.

2. Collegio sindacale.

Veniamo al **collegio sindacale**. È l'organo che la legge e la normativa di vigilanza pongono al vertice del sistema dei controlli inter-

ni (il “fulcro”, riproponendo un termine utilizzato dal responsabile della Vigilanza della Banca d'Italia). È l'organo che dovrebbe valutare l'efficienza e l'efficacia dei presidi aziendali, è l'organo che costituisce il ponte tra l'intermediario e gli Organi di vigilanza, è l'organo che deve identificare le macro aree di rischio e accertare che di questi rischi ci sia piena consapevolezza nella struttura e che essi siano adeguatamente presidiati. L'affidabilità del sistema amministrativo e contabile e dei sistemi informativi, l'accertamento della c.d. *business continuity*, la generale attenzione alla sana e prudente gestione e alla adeguatezza patrimoniale costituiscono momenti cruciali dell'impegno del collegio sindacale. I poteri ispettivi, non molto utilizzati in verità, costituiscono uno strumento potente di cui può avvalersi questo organo.

Dove è presente un comitato audit si assiste a qualche sovrapposizione e anche ad una sorta di “competizione”. Si tratta a mio avviso di una competizione che non crea valore per l'intermediario, non innesca effetti netti tendenti ad accrescere la robustezza dei presidi. Andrebbe a mio parere evitata, ma non sulla base di un principio organizzativo generale ed astratto, o a fronte di un convincimento aprioristico che spesso lascia trasparire la matrice, non sempre disinteressata, dell'osservatore del fenomeno. Andrebbe evitata sulla base di una diagnosi organizzativa ad ampio spettro, che tenga conto innanzitutto dello *status* dell'intermediario: quotato/non quotato, con azionariato diffuso, con soci di minoranza o con partecipazioni di più soggetti su base consortile, capogruppo o controllata, eventualmente controllata al 100%. Detta diagnosi potrebbe anche tener conto delle professionalità che sono presenti in seno al consiglio e allo stesso collegio sindacale, che potrebbero risultare, e di regola risultano, molto diverse. Occorre piena consapevolezza che l'aumento della complessità organizzativa non accresce la robustezza dei presidi; può al contrario indebolirla, e di regola a mio parere la indebolisce.

3. Società di revisione.

Il soggetto incaricato del controllo contabile, la **società di revi-**

sione, completa il quadro degli organi di controllo “esterni” alla struttura organizzativa in senso stretto. Il suo perimetro di riferimento è certamente più definito, le aree di sovrapposizione con altri organi sono più ridotte, anche se nel mondo degli intermediari finanziari – ritengo molto più che in altri settori – i “numeri” generati dalla contabilità, e che a loro volta generano le sintesi periodiche fino al bilancio di esercizio ed eventualmente consolidato, non possono essere apprezzati, quindi sottoposti alle procedure di revisione, senza una conoscenza approfondita del *business*, dei suoi rischi, dei profili di vigilanza, con la consapevolezza della dominanza delle “valutazioni” sulle rilevazioni, spesso delle valutazioni nelle quali la “forchetta” valutativa è davvero ampia, talvolta delle valutazioni di strumenti del tutto atipici e con pochi ancoraggi per la stima di un “*fair value*” condivisibile.

Normativamente è chiamato a rapportarsi con il collegio sindacale, qualche volta sulla base di una reciproca diffidenza. Si osserva che, per lo più, il lavoro della società di revisione è una *black box*, con mesi di lavoro che si concludono con uno scarso resoconto, senza poter in alcun modo accertare l’ampiezza e la profondità con cui le procedure sono applicate. Ci si domanda come possa esprimersi una valutazione qualitativa del lavoro svolto, che solo in parte può emergere dai periodici incontri con il collegio sindacale, il quale deve pronunciarsi quanto meno in sede di nomina del soggetto incaricato del controllo contabile. Ritengo che il grado di concentrazione nel settore della revisione contabile sia un’emergenza, di cui prima o poi ci si dovrà far carico.

4. *Funzione di Controllo interno.*

La **Funzione di Controllo Interno**, o *internal audit*, è notoriamente la struttura tecnica del controllo di terzo livello. Di regola si tratta di professionalità di qualità. La collocazione organizzativa è relativamente chiara. L’intreccio dei compiti di audit in senso stretto con una funzione di *compliance* e consulenza è in via di pieno superamento. L’audit torna ad un ruolo ispettivo; anche se l’aggettivo suona come poco moderno, così è di fatto. Si tratta di un ruolo ispet-

tivo non di tipo poliziesco, evidentemente, e volto essenzialmente a riscontrare comportamenti infedeli, bensì di un ruolo ispettivo volto ad accertare il rispetto delle procedure (o normative interne), le quali dovrebbero essere coerenti con le norme esterne. Quindi in definitiva la funzione di controllo interno accerta il rispetto delle “regole” e riferisce agli organi aziendali.

I problemi che si riscontrano in una valutazione di efficacia della funzione attengono alla sua effettiva «indipendenza», un tema che peraltro non riguarda solo questo livello nel sistema dei controlli. Dividerei, per semplicità, i rischi oggetto di monitoraggio da parte della funzione di controllo interno in due categorie secondo un approccio forse inusuale, ma a mio parere abbastanza ovvio: i) rischi legati a scelte di *business*; ii) rischi connessi a violazioni di procedure esplicite, nonché di norme ben delineate interne ed esterne. La funzione di controllo interno è di regola comparativamente più efficace con riferimento al monitoraggio di questi ultimi rischi; i primi rischi, quelli “graditi” al *top management* – quanto meno fino all’eventuale scoppio della “bolla” – assunti in un’operatività non imbrigliata da procedure esplicite e precise, possono risultare poco aggredibili da parte della funzione di controllo interno, per ovvie ragioni di “dipendenza”. Il riporto organizzativo diretto al consiglio di amministrazione contribuisce ad attenuare la dipendenza. Sotto questo profilo, l’esternalizzazione della funzione ha effetti non omogenei nelle diverse esperienze, sia che si tratti di un *outsourcing* interno al gruppo bancario di appartenenza dell’intermediario finanziario, sia che si tratti di esternalizzazione a favore di un soggetto terzo. Credo che in tutti i casi il problema esista, vada riconosciuto e adeguatamente monitorato, soprattutto dal collegio sindacale, organo al vertice del sistema dei controlli interni.

5. *Compliance, Risk management, Organismo di Vigilanza ex L. 231/2001.*

Si parla oggi molto della funzione di **Compliance**, poco conosciuta in Italia fino a non molto tempo fa; quando conosciuta, a volte ricondotta alla funzione legale (*Legal & Compliance*), altre volte alla

funzione di controllo interno (*Audit & Compliance*). Ora è una autonoma funzione, deputata a controlli “di conformità” di secondo livello, necessaria e ritenuta dagli Organi di vigilanza perfino più rilevante nella struttura organizzativa della stessa funzione di audit, la quale, sulla base di un principio di proporzionalità, in taluni casi potrebbe anche non essere presente⁽¹⁾. In precedenza, questi controlli erano dispersi nell’ambito della funzione Organizzazione o Legale o di Audit.

Non c’è però ancora sufficiente esperienza per formulare una valutazione dei benefici derivanti dall’introduzione di questa unità organizzativa. Peraltro, assumendo che le attività tipiche di questa funzione fossero svolte da altre unità, e che quindi non fosse del tutto mancante il “controllo di conformità”, ci si attendeva razionalmente un alleggerimento di quelle unità a beneficio della nuova funzione, con un incremento netto delle risorse umane e materiali necessarie non molto rilevante, per quanto differenziato nelle diverse fattispecie. In realtà mi pare di poter osservare che i nuovi adempimenti sono stati affrontati per lo più appesantendo la struttura organizzativa, con l’aggiunta di una nuova funzione e l’attribuzione delle relative risorse, ma senza alleggerire le altre unità. La ricerca delle necessarie professionalità, senior e semi-senior per la funzione *compliance* incontra comunque qualche difficoltà. Per essa si pone, in termini generali, il medesimo problema di indipendenza già accennato a proposito della funzione di controllo interno.

Nelle realtà più strutturate opera una funzione di **Risk Management**, talvolta è presente un **Chief Risk Officer** (CRO). Ritengo che il CRO abbia un ruolo molto importante: monitorare la dinamica di tutti i rischi aziendali, offrendo una valutazione analitica, ma anche una valutazione di sintesi e complessiva, affinché gli organi aziendali: a) possano meglio apprezzare la capacità dell’intermediario di sopportarne il peso, anche a prescindere dai livelli di assorbimento patrimoniale che quei rischi, o alcuni fra quelli, comportano; b) sappiano parametrare quei rischi agli obiettivi reddituali che l’intermedia-

⁽¹⁾ Regolamento della Banca d’Italia e della Consob ai sensi dell’art. 6, comma 2-bis, del Testo Unico della Finanza, 29 ottobre 2007 (c.d. “Regolamento congiunto”).

rio si è dato. È però indispensabile che di ciò sia data un'adeguata rappresentazione agli organi aziendali (consiglio di amministrazione e collegio sindacale, o gli organi tipici degli altri sistemi di amministrazione e controllo) e che questi siano in grado di apprezzare i relativi indicatori. Il tema della professionalità degli esponenti aziendali sarà ripreso.

Un organo che può configurarsi come del tutto esterno, interno, o più frequentemente misto, è l'**Organismo di Vigilanza ai sensi della Legge 231/2001**, il cui perimetro va continuamente dilatandosi con l'aggiunta di sempre nuove responsabilità connesse alla considerazione di un numero crescente di "reati" rilevanti. Mi pare che anche questo organo sia spesso alla ricerca di una propria concreta identità sotto il profilo degli effettivi compiti operativi che ad esso sono demandati.

* * *

Credo che non vi sia alcun dubbio che esista un serio problema di coordinamento fra diversi livelli e diversi organi del sistema dei controlli interni. Prima di affrontare il tema del coordinamento vorrei però trattare la questione, spinosa, delicata e scomoda, dei requisiti di professionalità degli esponenti aziendali, dei parametri di remunerazione, dei sistemi di valutazione.

6. *"Requisiti di professionalità" degli esponenti aziendali.*

Nessuno, credo, può ritenere che il tema dei **requisiti di professionalità** possa dirsi esaurito con il rispetto di quelli minimi previsti dalla Banca d'Italia, che fissano uno "scalino" decisamente troppo basso e formale per l'accesso agli organi. Sia la funzione di supervisione strategica, sia quella di gestione, sia la funzione di controllo richiedono competenze non banali, di carattere tecnico-finanziario, aziendale, normativo, operativo, che non possono essere improvvisate, né apprese esclusivamente "sul campo". Solo in tal modo gli esponenti aziendali potranno svolgere un ruolo attivo, coerentemen-

te con quanto è loro richiesto dalle normative generali e di settore. Diversamente, saranno soggetti essenzialmente passivi, destinatari di flussi informativi “fuori controllo” per qualità e quantità, ben di rado in grado di esprimere un autonomo punto di vista su questioni rilevanti. La partecipazione, informata e consapevole, ad organi aziendali di un intermediario finanziario richiede impegno di tempo considerevole, sia pure diverso nelle diverse fattispecie. Anche l’articolazione delle competenze acquisite al fine di realizzare un’integrazione e una copertura delle varie aree tematiche dovrebbe costituire un criterio di selezione.

I **criteri di remunerazione** andrebbero rimeditati, per stimolare l’allocazione di tempo ed energie sull’impegno. **Meccanismi di valutazione**, nella prospettiva conoscitiva e dell’autodiagnosi tipica della *Board Review*, sono a mio parere consigliabili, anche per favorire la presa di coscienza degli ambiti sui quali risulta utile uno sforzo maggiore da parte degli esponenti aziendali. Della *Board Review* fin qui si è parlato con pressoché esclusivo riferimento al Consiglio di amministrazione; ritengo invece che anche l’organo di controllo possa trarre giovamento da una simile esperienza.

7. *Il coordinamento tra Organi e Funzioni di controllo.*

Come si è detto esiste un serio **problema di coordinamento** fra i diversi livelli e i diversi organi che compongono il sistema dei controlli interni; un coordinamento, e forse soprattutto una strategia e una politica del controllo, che a me risultano oggi pressoché assenti. Ciascun organo e ciascun livello tendono troppo spesso a prescindere dai contenuti e dal grado di approfondimento dei controlli posti in essere da altro organo e altro livello. Ciò inevitabilmente dà luogo spesso a lacune e sovrapposizioni, talvolta a superficialità e deresponsabilizzazione, anche quando siano attivate risorse relativamente qualificate e stimolate a ben adempiere ai propri compiti, per quanto in base ad un volontarismo talvolta un po’ disordinato e scomposto.

Ci si interroga su come si sia giunti alla situazione certamente non ottimale che si è sopra complessivamente delineata, ma le ragio-

ni sono a mio parere più di una ed hanno operato con diversa intensità presso i diversi gruppi bancari o i diversi intermediari. Possiamo però ricondurle forse a due: a) una normativa in tema di controlli interni relativamente instabile, per giunta con la presenza di due principali Organi di Vigilanza, i quali hanno enfatizzato diversi profili inerenti al sistema dei controlli, con un grado a loro volta di coordinamento sub-ottimale; b) un'attenzione degli intermediari nei confronti del rispetto formale della disciplina in tema di controlli, nella convinzione, spesso in buona fede, che ciò fosse sufficiente anche nella prospettiva sostanziale di realizzare adeguati presidi.

Non sono d'altra parte certo che un diverso modo di affrontare il disegno organizzativo dell'apparato dei controlli interni possa sempre trovare sicuri e diffusi consensi in seno agli stessi intermediari. Non sono affatto certo che un collegio sindacale, che si ricorda è il "fulcro" del sistema dei controlli, con forti professionalità e con le effettive leve a disposizione per il coordinamento del sistema, possa trovare un fertile terreno per poter assumere su di sé questo onere. Né sono certo che posseda mediamente le necessarie competenze. Le modalità con cui sono spesso selezionate le professionalità per ricoprire posizioni di amministratore indipendente, membro del comitato audit, componente dell'OdV ex d.lgs. 231, componente del collegio sindacale, parrebbero confermare questa conclusione.

Alla base dell'ipotesi che un autentico consenso verso una riprogettazione del sistema dei controlli interni possa essere riscontrato con difficoltà all'interno degli intermediari finanziari, con l'esclusione di rari soggetti più illuminati, ci sarebbe il diffuso sospetto che ciò possa dar luogo alla costituzione di una sorta contro-potere, un contrappeso troppo ingombrante in grado di condizionare le dinamiche del *business*, riducendo il potere incontrastato del *management*. V'è chi non crede che si tratti di una casualità, una distrazione collettiva su un profilo così cruciale per la vita dell'intermediario ed eventualmente del gruppo di appartenenza.

8. *Riprogettazione del sistema dei controlli interni.*

Supponiamo per un momento di voler accogliere la «fantasia»

di un'azione di riprogettazione del sistema dei controlli interni nella prospettiva del coordinamento e dell'unitarietà, dove siano certamente assenti le lacune e dove le aree di sovrapposizione siano solo quelle desiderate e funzionali ad una maggiore robustezza dell'apparato. Un sistema quindi che non sia frutto di un "approccio *lego*" per aggiunta progressiva di componenti, talvolta indotto da normative anch'esse emanate senza una prospettiva di coordinamento.

Il primo passo non potrebbe che consistere in una mappatura di larga massa dei rischi cui è esposto l'intermediario, che sono peculiari in relazione alla categoria di appartenenza (una banca è ovviamente ben diversa da una SGR) e al tipo di operatività (una banca di investimento ha problematiche diverse rispetto ad una banca universale o specializzata in ambito *retail*). Da qui dovrebbe seguire una selezione degli esponenti aziendali (quanto al consiglio di amministrazione mi riferisco essenzialmente agli indipendenti), i quali dovrebbero possedere requisiti non formali di professionalità, non potendosi certo ritenere che un bravo imprenditore, e neppure uno stimato professore, possano risultare per ciò soltanto idonei a ricoprire una posizione in consiglio, oppure che un ottimo professionista, ma in ambiti un po' "distanti" dalla finanza, possa con competenza ricoprire una posizione in seno all'organo di controllo. Sarebbe comunque importante che negli organi fossero rappresentate competenze eterogenee capaci di integrarsi e vicendevolmente supportarsi nelle complesse problematiche del mondo finanziario: competenze eterogenee, non necessariamente categorie economico/professionali diversificate.

Così riprogettato l'assetto degli organi aziendali nella prospettiva del controllo dei rischi, va valutata l'eventuale costituzione di un comitato audit. A mio parere la costituzione di un comitato audit si giustifica soprattutto nelle società quotate, dove non vi è perfetta sovrapposizione tra *management* e azionisti, sicché il collegio sindacale è l'organo espresso dall'assemblea dei soci e accoglie esponenti graditi dalle minoranze (oggi senz'altro il presidente del collegio), mentre il comitato audit assume su di sé oneri che competono comunque al consiglio di amministrazione nel suo complesso. Nelle realtà quotate, mediamente caratterizzate da maggiore complessità organizzativa, può essere utile che un nucleo di amministratori si faccia carico

di una speciale responsabilità in tema di controlli interni, riferendo al consiglio non con approccio “notarile” per pura rendicontazione, ma al fine di autenticamente rappresentare le problematiche di rischio più significative, i presidi, le aree scoperte.

In altre realtà crea invece ingiustificate sovrapposizioni con il collegio sindacale, che generano dispersione di risorse con possibile pregiudizio per la qualità dei controlli, nonché – nei casi meno virtuosi – una improduttiva competizione che certo non aumenta l’efficacia dei controlli. Ad esempio, presso un intermediario controllato al 100% da una capogruppo bancaria, collegio sindacale e comitato audit rispondono essenzialmente allo stesso referente, che è l’azionista unico: il collegio in quanto nominato dallo stesso azionista, il comitato di audit in quanto nominato dai consiglieri a loro volta nominati dall’azionista unico. In questo caso possono verificarsi situazioni talvolta paradossali, con le riunioni dei due organi, espressione del medesimo soggetto, che presentano sostanzialmente, con analoga prospettiva, il medesimo ordine del giorno e il medesimo programma di incontri con i principali dirigenti responsabili di aree di *business* o di unità organizzative di area amministrativa in senso lato.

In sede di progettazione della *governance*, più coerente con l’esigenza di presidiare adeguatamente i rischi sarebbe la costituzione di un organo amministrativo relativamente snello, competente sul *business*, sensibile anche ai rischi e ai controlli. Questi ultimi costituirebbero però prerogativa specifica del collegio sindacale, che riferirebbe allo stesso consiglio, oltreché agli organi di vigilanza, circa le irregolarità riscontrate o l’eventuale inadeguatezza dei presidi.

Ritengo invece sempre utile la presenza di amministratori indipendenti, ma non tanto per attribuire loro specifiche responsabilità nell’ambito del sistema dei controlli interni, quanto per portare voci «esterne» e possibilmente autorevoli in seno al consiglio di amministrazione su tematiche inerenti alle scelte strategiche e tattiche.

In quest’opera di (ipotetica) riprogettazione del sistema dei controlli interni il tema della disponibilità di tempo da parte degli esponenti aziendali costituisce una questione molto rilevante, che si intreccia con la problematica del “cumulo di incarichi”. Con l’eccezione delle società quotate, notoriamente non ci sono limiti al cumulo

di incarichi, per ora. E forse sarebbe singolare che ci fossero. Ma solo nel senso che dovrebbe essere compito del singolo intermediario, nel suo stesso interesse, accertare *ex ante* (e monitorare *ex post*) l'esistenza dell'impegno e della disponibilità dell'esponente aziendale a dedicare alla carica una parte del suo tempo che va oltre quello dedicato alle formali riunioni dell'organo. L'imposizione su basi normative di un limite al cumulo di incarichi è peraltro difficilmente in grado di favorire una autentica maggiore "dedizione" dell'esponente aziendale alla vita dell'intermediario. Tutti coloro che interpretino pressoché come una "*sine cura*" la carica di esponente aziendale continueranno a dedicare all'intermediario finanziario una frazione del loro tempo corrispondente a quell'*epsilon* piccolo a piacere così caro agli economisti, cercando sfoghi professionali alternativi per superare il *deficit* generato dalla eventuale presenza dei limiti accennati.

Braccio operativo del consiglio di amministrazione, oltreché del collegio sindacale, è notoriamente la funzione di controllo interno. Deve continuare ad esserlo, insieme alla funzione di *compliance*. La funzione di controllo interno deve continuare a sviluppare il suo piano dei controlli sulla base delle indicazioni del consiglio di amministrazione, oltreché accogliendo gli stimoli provenienti dall'organo di controllo. Quindi apparentemente non cambierebbe nulla anche in sede di riprogettazione. In realtà cambierebbe molto. Attualmente il piano annuale dei controlli nasce di regola da un processo tutto interno all'audit, con un'approvazione da parte del Consiglio, con il parere del Collegio, che costituisce essenzialmente, di fatto, una presa d'atto di un programma sul quale non viene per lo più effettuato alcun intervento. Se pure formalmente la funzione di controllo interno risponda e riporti al Consiglio di amministrazione, è in realtà la struttura operativa, o lo stesso *internal audit*, che definisce in modo pressoché autoreferenziale i propri compiti, il perimetro della propria azione, il piano annuale dei controlli.

In una visione alternativa, coerentemente con l'azione di "irrobustimento" degli organi aziendali ed un aumento della loro sensibilità e competenza sui temi del controllo, sarà finalmente proprio il consiglio di amministrazione, con il parere del collegio sindacale, a

identificare le priorità in funzione della tipologia dei rischi e della soglia di tolleranza accettata.

Analogamente, la funzione di *compliance* dovrà vedere ben definita la propria missione; i confini della sua azione dovranno essere chiariti onde evitare sovrapposizioni con l'attività dell'Internal Audit. Anche la *Compliance* risponderà opportunamente al Consiglio di amministrazione, che dovrà approvare il contenuto concreto della funzione, ricevendo una idonea reportistica periodica.

Trascuriamo qui per brevità l'OdV ex d.lgs 231/01, il *Risk Management* e la funzione del *Risk Officer*, per arrivare rapidamente alle conclusioni.

9. *Eccesso di regolamentazione o fallimento dell'autodisciplina?*

Si può affermare che vi sia stato un eccesso di regolamentazione, oppure abbiamo assistito ad un fallimento dell'autodisciplina, che ha pienamente giustificato detta regolamentazione?

Pur riconoscendo la crescente attenzione degli intermediari nei confronti di presidi più robusti, sulla base delle considerazioni sopra svolte a mio parere si può concludere che l'autodisciplina è risultata mediamente inadeguata.

Le regole imposte dalla normativa primaria, nonché dalle istruzioni e dai regolamenti di vigilanza molto spesso sono, nei profili generali e applicativi, regole di buon senso organizzativo. È davvero singolare che l'Organo di vigilanza debba richiamarle e precisarle. Ma purtroppo risulta indispensabile che lo faccia e che continui a farlo.

La lettura, ad esempio, delle “*Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*”, emanate dalla Banca d'Italia il 4 marzo del corrente anno, è di grande interesse, e direi lo è soprattutto se le prescrizioni ivi contenute vanno lette, come in effetti dovrebbero, non tanto come “nuove disposizioni” *tout court*, quanto come interventi dell'Organo di Vigilanza per contrastare scelte e comportamenti devianti, recenti o consolidati, da parte dei soggetti vigilati.

Si consideri ad esempio proprio la parte delle “Disposizioni” de-

dicata all'organo con funzioni di controllo interno (trascuando quanto ripreso direttamente dalle norme primarie), a conferma di quante preziose «ovvietà» sono contenute in quel documento:

- la responsabilità di vigilare sulla funzionalità del complessivo sistema di controlli interni,
- quindi, l'opportunità che detto organo sia sentito in merito alle decisioni riguardanti la nomina dei responsabili delle funzioni di controllo interno (soprattutto *compliance* e revisione interna, o *internal audit*, per non dire del soggetto incaricato del controllo contabile, in relazione al quale vi è un obbligo normativo);
- la responsabilità di vigilare sull'adeguatezza del sistema di gestione e controllo dei rischi, avendo idonea conoscenza dei sistemi adottati dall'intermediario, del loro concreto funzionamento, della loro capacità di coprire ogni aspetto dell'operatività aziendale;
- la necessità che i controlli riguardino trasversalmente tutta l'organizzazione aziendale, includendo verifiche in ordine ai sistemi e alle procedure, ai diversi rami di attività (credito, finanza, etc.), all'operatività (introduzione di nuovi prodotti, ingresso in nuove aree di business o geografiche, continuità operativa, *outsourcing*), e si potrebbe proseguire, leggendo queste e altre prescrizioni come il decalogo dei profili di attenzione necessari, a fronte di una possibile "disattenzione" che talvolta si incontra.

Oggi il sistema dei controlli interni presso gli intermediari finanziari può essere considerato mediamente elefantiaco e non proporzionato alle dimensioni aziendali, quindi certamente inefficiente nel suo complesso, e ciò nondimeno spesso purtroppo inefficace nell'azione preventiva. Si vuole d'altra parte che sia correttamente e prospetticamente sempre più apprezzato come una «forza» che contribuisce alla creazione di valore, non come un mero centro di costo. La Banca d'Italia, con le parole del massimo esponente della Funzione di Vigilanza⁽²⁾, ha in qualche modo prefigurato un «nuovo intervento» regolamentare volto a favorire il coordinamento a si-

(2) ANNA MARIA TARANTOLA, Il sistema dei controlli interni nella *governance*

stema dei compiti dei diversi organi che, a vario livello, sono parte del sistema dei controlli. Eccesso di regolamentazione o fallimento dell'autodisciplina?

bancaria, Roma, 6 giugno 2008, intervento al Convegno Dexia Crediop, 4° Incontro Compliance, "Il sistema dei controlli aziendali: alla ricerca di una *governance*".

SECONDA SESSIONE
REGOLE DI CONDOTTA,
CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI
E TUTELE DELL'INVESTITORE

ANDREA PERRONE

LESS IS MORE.
REGOLE DI COMPORTAMENTO
E TUTELE DEGLI INVESTITORI

SOMMARIO: 1. Prestazione dei servizi di investimento e tutele degli investitori. – 2. Le nullità regolate dalla disciplina speciale del mercato finanziario. – 2.1. La giustificazione delle scelte del legislatore e il problema della nullità per difetto di forma. – 2.2. Gli strumenti per contrastare gli abusi e una proposta *de lege ferenda*. – 3. I rimedi di diritto comune. – 3.1. La nullità per contrarietà a norme imperative tra suggestioni dogmatiche e precomprensioni giudiziali. – 3.1.1. Una soluzione non adeguatamente controllata. – 3.1.2. Alcune recenti obiezioni. Critica. – 3.2. Il maggior equilibrio delle regole di responsabilità e il problema del rimedio applicabile. – 3.2.1. La difficile praticabilità della risoluzione per inadempimento del singolo contratto in cui si attua l'operazione di investimento. – 3.2.2. Risoluzione per inadempimento del contratto quadro? – 3.2.3. Le risorse della responsabilità precontrattuale. – 4. Un'osservazione conclusiva.

1. *Prestazione dei servizi di investimento e tutele degli investitori.*

Del tutto assenti nella disciplina comunitaria – che pur dispone sanzioni amministrative e fa salvo «il diritto degli Stati membri di irrogare sanzioni penali» (art. 51, par. 1, Direttiva 2004/39/CE) – i rimedi civilistici contro la violazione delle norme sulla prestazione dei servizi di investimento presentano, nell'ordinamento italiano, una peculiare configurazione.

Il quadro delle tutele predisposte dal diritto speciale del mercato finanziario è largamente incompleto. Pur non mancando frammenti di disciplina relativi ai «giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori» [= *a*] la disposizione sulla distribuzione dell'onere della prova contenuta nell'art. 23, co. 6, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d'ora in poi, “t.u.f.”); *b*) la responsabilità vi-

caria per «i danni arrecati a terzi dal promotore finanziario» prevista dall'art. 31, co. 3, t.u.f. in capo al «soggetto abilitato che conferisce l'incarico»; c) la responsabilità per il «danno arrecato» stabilita dall'art. 100-*bis*, co. 3, t.u.f. a carico dei «soggetti abilitati presso i quali è avvenuta» – nei dodici mesi successivi a un collocamento privato presso investitori istituzionali e senza la pubblicazione di un prospetto informativo – la rivendita sistematica a clienti *retail* dei prodotti finanziari oggetto di tale collocamento], l'unico rimedio regolato in modo sufficientemente compiuto è, infatti, la sanzione della nullità relativa. Il legislatore la prevede in una pluralità di fattispecie, tra loro non omogenee: a) il difetto della forma scritta richiesta per i «contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori» (art. 23, co. 1 e 3, t.u.f.); b) la deroga pattizia alla disciplina legale della gestione di portafogli (art. 24, co. 2, t.u.f.); c) l'omessa indicazione della facoltà di recesso nei moduli e formulari relativi ai contratti di collocamento o di gestione di portafogli conclusi fuori sede (art. 30, co. 7, t.u.f.); d) la compravendita di prodotti finanziari tra soggetto abilitato e «acquirente che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale», nella già ricordata ipotesi di cui all'art. 100-*bis*, co. 3, t.u.f.

Nessuna disposizione esplicita, invece, in ordine ai rimedi applicabili nel caso – assai più rilevante⁽¹⁾ – di violazione delle regole di comportamento previste, in via generale, dall'art. 21 t.u.f. e, più analiticamente, dagli artt. 26 ss. del Regolamento Consob, 29 ottobre 2007, n. 16190 (d'ora in poi, “Regolamento Intermediari”): con la conseguente necessità di un'integrazione della disciplina da parte del diritto comune delle obbligazioni e dei contratti.

⁽¹⁾ Per alcune indicazioni quantitative, con riferimento alla giurisprudenza dei Tribunali di Milano e di Roma, A. PERRONE-A. VOIELLO-V. DRAGONE, *La giurisprudenza sul c.d. risparmio tradito: un'analisi quantitativa*, in A. PERRONE (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 89 ss.

2. *Le nullità regolate dalla disciplina speciale del mercato finanziario.*

2.1. *La giustificazione delle scelte del legislatore e il problema della nullità per difetto di forma.*

Così, la nullità testuale di cui all'art. 24, co. 2, t.u.f. discende dalla forte opzione per l'eteronomia che connota la disciplina della gestione di portafogli, al fine di bilanciare gli ampi margini di discrezionalità nelle scelte di investimento riconosciuti al gestore⁽²⁾; mentre la tormentata previsione dell'art. 100-*bis*, co. 3, t.u.f. – nel ricollegare l'invalidità del contratto alla mera violazione di una regola di condotta – assolve a una marcata funzione di deterrenza nei confronti degli intermediari destinatari, rafforzandone il ruolo di *gatekeepers* rispetto a possibili condotte elusive della disciplina sull'appello al pubblico risparmio da parte degli emittenti, ben conosciute nella stagione degli ultimi scandali finanziari⁽³⁾.

Più problematica, di contro, la giustificazione delle disposizioni

⁽²⁾ Sul punto N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*³, Milano, 2000, 193 s.; analogamente M. MIOLA, *sub* art. 24, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, I, Torino, 2002, 214; da ultimo, P. MORLUPO, *Gli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per 'integrità dei mercati*, in L. DI NELLA (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari*, Napoli, 2007, 18.

⁽³⁾ Nel senso che in questo caso la nullità «opera come “sanzione civile indiretta”, orientata a prevenire e a disincentivare determinati comportamenti scorretti, attraverso il diniego di effetti contrattuali, che, pur quando non siano di per sé in contrasto con interessi imperativamente tutelati dalla legge, rappresentano la naturale conseguenza di tale condotta antigiuridica», A. ALBANESE, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari e regime dei rimedi esperibili dagli investitori danneggiati*, in A. PERRONE (a cura di), (nt. 1), 55; con maggiore specificità, rileva esattamente che la norma è «finalizzata a ostacolare la diffusione presso soggetti non qualificati di strumenti finanziari in relazione ai quali il mercato non disponga di informazioni pubbliche e il cui prezzo possa quindi non corrispondere ai “valore intrinseco” degli stessi», R. VIGLIONE, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 64 s.; sulle ripetute modifiche della norma e per un'illustrazione delle fattispecie problematiche da cui origina la disposizione, v., rispettivamente, G.L. GRECO, *sub* art. 11, in A. NIGRO-V. SANTORO (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, 2007, 150 ss., e V. SANGIOVANNI, *Circolazione dei prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100 bis Tuf*, in *Società*, 2006, 1358.

sulla nullità per difetto di forma, introdotte dall'art. 18, co. 1 e 3, d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 e successivamente trasfuse nell'odierno art. 23, co. 1 e 3, t.u.f. al fine di risolvere l'antica questione sulla natura del requisito formale prescritto – sin dall'originaria previsione dell'art. 6, co. 1, lett. c), l. 2 gennaio 1991, n. 1 – per il documento contrattuale con cui nella prassi si regola lo svolgimento dei servizi di investimento (= nella ricorrente terminologia della giurisprudenza: il contratto quadro)⁽⁴⁾. A suo tempo argomentata dal carattere indubbiamente imperativo di tale norma⁽⁵⁾, la soluzione nel senso della forma *ad substantiam* appare, infatti, assai discutibile in una prospettiva funzionale, giacché consente una tutela dell'investitore a prescindere dal merito della singola operazione di investimento e in questo modo apre un ampio spazio per possibili comportamenti opportunistici. La recente esperienza giurisprudenziale conferma quanto rilevato in dottrina a ridosso dell'introduzione della norma⁽⁶⁾: la mancanza di un contratto

⁽⁴⁾ Per la precisazione che «la forma scritta è richiesta per i contratti quadro disciplinanti la prestazione dei servizi d'investimento, mentre per il conferimento dei singoli ordini di compravendita, rilasciati dagli investitori, non è prescritto un particolare requisito di forma», Comunicazione Consob, 3 agosto 2005, DIN/5055217, in *www.consob.it*; in giurisprudenza l'orientamento è largamente maggioritario: ad es., Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Società*, 2005, 635; Trib. Milano, 25 luglio 2005; Trib. Milano, 26 aprile 2007; Trib. Parma, 24 maggio 2007; Trib. Oristano, 12 giugno 2007, tutte in *www.ilcaso.it*; con riferimento all'analoga previsione di cui all'art. 6, co. 1, lett. c), l. 2 gennaio 1991, n. 1, Cass., 7 settembre 2001, n. 11495, in *Contratti*, 2002, 26; *contra*, v. però l'*obiter* di Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Contratti*, 2005, 447, su cui, in senso fortemente critico, V. ROPPO-G. AFFERNI, *Dai contatti finanziari al contratto in genere: due punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 30; nello stesso senso, in dottrina, per tutti, F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 217; M. DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, 1242 s.

⁽⁵⁾ «La forma del contratto di intermediazione mobiliare ... discende immediatamente dal dettato normativo alla stregua di un elemento necessario alla struttura del negozio»: così S. MAZZAMUTO, *Il problema della forma nei contratti di intermediazione mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1994, 40 s.; analogamente, R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 173.

⁽⁶⁾ E. GIRINO, *Forma «ad substantiam» per i contratti SIM*, in *Contratti*, 1997, 401: «il rischio cui questa tendenza normativa si espone è ... di trasformarsi da necessario strumento di tutela del contraente debole a distorto meccanismo di rivendicazione pretestuosa. Non riesce arduo immaginare il caso del cliente che, pur non avendo sot-

quadro anteriore a un'operazione sfortunata e la limitazione al solo cliente della legittimazione a far valere la nullità permettono strategie di *cherry picking*, per le quali l'invalidità del contratto quadro è invocata al fine di caducare gli investimenti svantaggiosi, lasciando invece impregiudicati quelli andati a buon fine⁽⁷⁾.

2.2. *Gli strumenti per contrastare gli abusi e una proposta de lege ferenda.*

Come già rilevato in altra sede, il sistema offre, per la verità, strumenti capaci di contrastare gli abusi. In primo luogo, la possibilità per l'intermediario di formulare una riconvenzionale di ripetizione, subordinata all'accoglimento della domanda di nullità e avente ad oggetto gli esiti economici delle operazioni favorevoli all'investitore⁽⁸⁾, così da costringere quest'ultimo a valutare la convenienza

toscritto un accordo, abbia comunque scientemente dato corso ad un'operazione, salvo poi pentirsene (ciò che avviene solo nel caso in cui l'operazione abbia comportato una perdita o comunque risultati deludenti) ed invocare la nullità del titolo contrattuale per carenza di forma, sì da sciogliersi dal vincolo e così annullare l'effetto negativo dell'operazione»; analogamente, con riferimento al contratto di gestione, ASSOGESTIONI, *D. L. 23 luglio 1996, n. 415 – Un commento preliminare*, in *Quaderni di documentazione e ricerca*, Roma, 1996, 63.

⁽⁷⁾ Per una discussione di maggior dettaglio e per un'analitica indicazione delle decisioni giurisprudenziali mi permetto rinviare ad A. PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in ID. (a cura di), (nt. 1), 36 s., testo e nota 12; esplicitamente nel senso che «il cliente potrebbe utilizzare lo strumento della nullità relativa per non accollarsi le perdite di un investimento pregiudizievole, a seguito di sfavorevoli congiunture di mercato», F. SARTORI, (nt. 4), 237; più in generale, R. LENER, (nt. 5), 8; G. GENTILE, *La regola della forma ... e la forma della regola*, in *La forma degli atti nel diritto privato. Studi in onore di Michele Giorgianni*, Napoli, 1988, 376.

⁽⁸⁾ In senso contrario, invece, sul rilievo che «la nullità prevista dall'art. 23 t.u.f. è da considerarsi relativa e la legittimazione a eccepirla spetta solo al cliente», Trib. Torino, 12 febbraio 2007, in *www.ilcaso.it* (analogamente, Trib. Milano, 11 aprile 2008, in *www.ilcaso.it*, e Trib. Milano, 31 maggio 2006, n. 6449, inedita: «poiché trattasi di nullità relativa, è facoltà del cliente farla valere solo per determinati ordini e non per altri»), così tuttavia confondendo la legittimazione a far valere la nullità con quella a domandare le restituzioni conseguenti a un accertamento della nullità promosso dall'esclusivo titolare della relativa azione. Il problema è avvertito da Trib. Monza, 19 febbraio 2008,

delle sue scelte processuali alla luce del risultato economico complessivo dei servizi di investimento prestati dall'intermediario; in alternativa, il ricorso – certamente più lineare e meno dispendioso – all'*exceptio doli generalis*: potendosi, più precisamente, ipotizzare un sindacato secondo buona fede di un eventuale uso “selettivo” della nullità, diretto non già a disapplicare la sanzione imperativa dell'invalidità, quanto, piuttosto, a incidere sulla legittimazione⁽⁹⁾, secondo una lettura “correttiva” dell'art. 23, co. 3, t.u.f. che impedisca di scindere le operazioni non coperte dal contratto quadro mancante, sul modello delle analoghe disposizioni in materia di efficacia probatoria delle scritture contabili (art. 2709) e, più in generale, di confessione (art. 2734 c.c.).

Pur con tali chiarimenti, rimane, nondimeno, dubbia l'opportunità di una sanzione così severa, verosimilmente sproporzionata nei suoi costi – in termini di *legal risk* per gli intermediari e, per conse-

in *www.ilcaso.it* (= «una volta ritenuta la nullità dell'ordine di acquisto per mancanza del contratto quadro su eccezione del cliente, [la banca] potrebbe legittimamente chiedere che venga dichiarata la nullità di tutti gli ordini di acquisto, sebbene non pregiudizievoli per il cliente»), il quale, tuttavia, subito aggiunge che «tale non era, certo, la *voluntas legis*»; di contro, reputa che, dichiarata la nullità del contratto di negoziazione, «le parti potranno eventualmente agire per far valere la mancanza di causa anche in relazione alle altre operazioni poste in essere sulla base del detto contratto», Trib. Sondrio, 26 maggio 2008, inedita.

⁽⁹⁾ Per un brevissimo cenno conforme, con riferimento alla previsione dell'art. 24, co. 2, t.u.f., R. LENER, *I contratti di gestione*, in *Studi in onore di Antonio Pavone La Rosa*, I, 2, Milano, 1999, 562, sulla cui scorta M. MIOLA, (nt. 2), 226; un analogo ordine di considerazioni, sia pure nel senso opposto di escludere la legittimazione del contraente forte in una fattispecie dove manca un'espressa previsione di nullità relativa, L. MANNA, *Per un'applicazione dell'exceptio doli generalis al contratto telematico*, in L. GAROFALO (a cura di), *L'eccezione di dolo generale. Applicazioni giurisprudenziali e teoriche dottrinali*, Padova, 2006, 292 ss.; in generale, A.A. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, I, 147 ss.; G.B. PORTALE, *Lezioni di diritto comparato*², Torino, 2007, 154 ss.; per uno spunto in giurisprudenza, Trib. Parma, 10 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*: «è pacifico ... la banca ha rimesso ai clienti i fissati bollati attestanti l'esecuzione delle operazioni, con la conseguente necessità di apprezzare il canone ermeneutico della buona fede valevole, anche e soprattutto, nella fase di esecuzione del contratto»; analogamente, nel senso che un'«applicazione della normativa [che consentisse al cliente di] scegliere quali ordini porre nel nulla secondo il suo interesse ... si porrebbe [in] palese contrasto con i principi di correttezza e buona fede», Trib. Monza, 4 giugno 2008, in *www.ilcaso.it*.

guenza, di aumento delle commissioni per gli investitori – rispetto ai ridotti benefici informativi per il cliente che l'imposizione della forma scritta è diretta a generare⁽¹⁰⁾; e ciò soprattutto quando si consideri che il contenuto imposto dalle norme regolamentari attiene al rapporto contrattuale tra l'intermediario e l'investitore⁽¹¹⁾, mentre i possibili pregiudizi a detrimento di quest'ultimo dipendono, prevalentemente, da scelte di investimento operate senza adeguata cognizione di causa. Di qui la ragionevolezza *de lege ferenda* di una sostituzione della sanzione invalidante con un rimedio di tipo obbligatorio⁽¹²⁾, capace di scontare l'accertamento dell'incidenza causale

⁽¹⁰⁾ Nel senso che nella disciplina dell'intermediazione mobiliare «la forma è ... massimamente strumento di informazione dei risparmiatori», *ex multis* A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, 296; la trattazione più approfondita del punto si deve, tuttavia, a R. LENER, (nt. 5), *passim*, spec. 169 ss. cui *adde*, da ultimo, E. MORELATO, *Nuovi requisiti di forma del contratto. Trasparenza contrattuale e neoformalismo*, Padova, 2006, *passim*, spec. 52. Sulla ridotta tutela del cliente realizzata dalla disciplina di trasparenza, per tutti, P. RESCIGNO, «Trasparenza» bancaria e diritto «comune» dei contratti, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, I, 304 ss.; più di recente, per la segnalazione della divergenza tra gli «intenti legislativi [e] i ... risultati spesso chimerici, se non controproducenti» del neoformalismo, U. BRECCIA, *La forma*, in V. ROPPO, *Trattato del contratto*, I, Milano, 2006, 541; in senso analogo, sulla considerazione che «illusioni cognitive e deficienze nell'elaborazione delle informazioni ... offrono la scoraggiante possibilità che molte tradizionali strategie di protezione dell'investitore non ne valgano il costo», D. LANGEVOORT, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, in 140 *U. Pa. L. Rev.* (1992), 911 s.; per una più approfondita analisi dei limiti della strategia normativa di trasparenza nel diritto dei mercati finanziari sia consentito il rinvio ad A. PERRONE, *Conflitti di interesse e regole di organizzazione*, in M. ANOLLI-A. BANFI-G. PRESTI-M. RESCIGNO (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Bologna, 2007, 62 ss., cui *adde*, per ulteriori perplessità sull'opportunità dello stesso «mantenimento del requisito formale previsto dagli artt. 23 e 24 t.u.f.», L. PONTIROLI-P. DUVIA, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria ed il recepimento della MiFID*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 169, secondo un rilievo che, per i servizi di investimento diversi dalla consulenza prestati al cliente al dettaglio, è tuttavia reso non praticabile dall'espressa disposizione dell'art. 39, par. 1, Direttiva 2006/73/CE, sulla cui genesi N. MOLONEY, *Law-making Risks in EC Financial Market Regulation after the Financial Services Action Plan*, in S. WEATHERILL (Ed.), *Better Regulation*, Portland, 2007, 361.

⁽¹¹⁾ Per un'analisi di maggior dettaglio mi permetto rinviare ad A. PERRONE (nt. 7), 33 s., testo e nota 4.

⁽¹²⁾ Uno spunto in questa direzione in A. DI MAJO, (nt. 10), 296; nel senso che «l'obbligo di stipulare il contratto in forma scritta costituisce il *pendant* del più generale

della mancata informazione contenuta nel contratto quadro sulle scelte di investimento; nel contempo bilanciando l'asimmetria tra le parti nei «costi di produzione della prova»⁽¹³⁾ con la previsione – qualora manchi un contratto quadro anteriore rispetto all'operazione contestata – di una presunzione *iuris tantum* in tal senso a favore dell'investitore.

3. I rimedi di diritto comune.

Fuori dalla disciplina speciale del t.u.f., la tutela civilistica dell'investitore rimane affidata, come si è accennato in esordio, ai rimedi di parte generale del contratto e delle obbligazioni.

3.1. La nullità per contrarietà a norme imperative tra suggestioni dogmatiche e precomprensioni giudiziali.

La prima stagione di pronunce giurisprudenziali nelle controversie sul c.d. risparmio tradito ha conosciuto un diffuso ricorso alla sanzione di nullità per contrarietà a norme imperative *ex art.* 1418, co. 1, c.c., argomentata, in buona sostanza, dal carattere generale degli interessi tutelati dalle regole di comportamento previste dall'art. 21 t.u.f. e dalle corrispondenti norme regolamentari⁽¹⁴⁾.

Certamente *appealing* – a fronte dell'impatto endemico sul risparmio diffuso di scandali finanziari dalle dimensioni inedite –

principio di buona fede e correttezza», G. FAUCEGLIA, *La forma dei contratti relativi ad operazioni e servizi bancari e finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1994, I, 423.

⁽¹³⁾ In generale T. LEE, *Pleading and Proof: The Economics of Legal Burdens*, in *B.Y.U. L. Rev.* (1997), 15 ss., da cui la citazione del testo; J. JOHNSTON, *Bayesian Fact-finding and Efficiency: Toward an Economic Theory of Liability under Uncertainty*, 61 *S. Cal. L. Rev.* (1987), 175 ss.; più nel dettaglio, D. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioural Economics About Stockbrokers and Sophisticated Customers*, in 84 *Cal. L. Rev.*, 694, testo e nota 200.

⁽¹⁴⁾ Per una rassegna ragionata A. VOIELLO-M. CALCHERA-S. CARASCON, *Repertorio di giurisprudenza*, in A. PERRONE (a cura di), (nt. 1), 128 ss.; T. FEBBRAJO, *Violazione delle regole di comportamento e rimedi civilistici*, in L. DI NELLA, (nt. 2), 147 ss.

per la «più pronta tutela delle ragioni dell'investitore»⁽¹⁵⁾ e per la semplicità operativa consentita della disciplina delle restituzioni, lo strumento della nullità per contrarietà a norme imperative non appare, tuttavia, adeguatamente controllato, né sotto il profilo della «giusta dimensione del problema che si pone in relazione al caso da risolvere», né quanto alla congruenza delle ipotesi di soluzione «con la misura del sistema costituito», mediante «gli strumenti concettuali-conoscitivi della dogmatica giuridica»⁽¹⁶⁾.

3.1.1. *Una soluzione non adeguatamente controllata.*

Sul fronte del problema – lo si è già argomentato in altra sede – il ricorso alla nullità e al rimedio restitutorio comporta, infatti, l'esclusione di ogni considerazione sul rapporto di causalità fra il pregiudizio patrimoniale lamentato e la condotta dell'intermediario, nonché sul possibile concorso del fatto dell'investitore: con la conseguenza economica, da un lato, di traslare in capo all'intermediario anche la componente della perdita che possa dipendere dal generale andamento del mercato⁽¹⁷⁾ e, dall'altro, di rendere inoperanti per

⁽¹⁵⁾ A.A. DOLMETTA, *La violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 80.

⁽¹⁶⁾ L. MENGONI, *Problema e sistema nella controversia sul metodo giuridico*, in *Jus*, 1976, 27 e 33. Il rilievo – a suo tempo formulato in A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, 1017 s. – in ordine all'esistenza nell'orientamento in esame di una precomprensione orientata a utilizzare la nullità per violazione delle regole di comportamento come “via breve” per giungere alla compensazione dell'investitore da parte di una *deep pocket* sicuramente capiente, è condiviso anche da A. DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1284 s.; G. COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, 541, cui *adde* M. AMBROSOLI, *Doveri di informazioni dell'intermediario finanziario e sanzioni*, in *Contratti*, 2005, 1110 s.; F. LUCKACS, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2006, 512; e, da ultimo, M. PELLEGRINI, *La responsabilità dell'intermediario per “solidarietà creditoria” in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 173.

⁽¹⁷⁾ R. THOMPSON, “*Simplicity and Certainty*” in *the Measure of Recovery under Rule 10b-5*, in 51 *Bus. Law.* (1996), 1186 ss.

l'investitore gli incentivi alla prevenzione del danno che vengono a determinarsi quando si attribuisca rilevanza giuridica al concorso del fatto colposo del danneggiato⁽¹⁸⁾. Di qui una serie di costi, ragionevolmente identificabili *a*) in un aumento delle commissioni bancarie e di intermediazione, esito finale della traslazione sul mercato degli oneri economici imposti in capo agli intermediari⁽¹⁹⁾, nonché *b*) in un possibile eccesso di deterrenza, idoneo a cagionare una riduzione dall'attività, soprattutto da parte degli intermediari più piccoli, per timore di una sanzione eccessiva rispetto alle proprie capacità patrimoniali, con possibili conseguenze ulteriori sul piano della concorrenza e dell'efficienza allocativa del mercato⁽²⁰⁾. Anche

⁽¹⁸⁾ Per la manualistica M. POLINSKY, *An Introduction to Law and Economics*³, New York, 2003, 43 ss.; T. MICELI, *The Economic Approach to Law*, Stanford, 2004, 46 ss.; più analiticamente R. COOTER-T. ULEN, *An Economic Case for Comparative Negligence*, in 61 *N.Y.U. L. Rev.* (1986), 1067 ss.; nella nostra letteratura, R. COOTER-U. MATTEI et al., *Il mercato delle regole*, I, Bologna, 2006, 210 ss.; F. PARISI-G. FREZZA, *Il concorso di colpa: analisi economico-comparata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, 972 ss.

⁽¹⁹⁾ F. DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi «Cirio» e «Parmalat»*, in *Giur. comm.*, 2004, 344; con riferimento all'anatocismo, F. ROLFI, *Le Sezioni Unite e l'anatocismo*, in *Corr. mer.*, 2005, 11; nella letteratura anglosassone il rilievo è comune, anche in presenza di opposte opzioni di *policy*: D. LLEWELLYN, *Regulation of Retail Investment Services*, in 15 *Econ. Affairs* (1995), 15; G. BENSTON, *Regulating Financial Markets: A Critique and some Proposals*, London, 1998, p. 61; R. CRASWELL, *Passing On the Cost of Legal Rules: Efficiency and Distribution in Buyer-Seller Relationships*, in 43 *Stanford L. Rev.* (1991) 361 ss.

⁽²⁰⁾ In senso analogo, anche con riscontri quantitative, M. BRANDT, *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage*, Baden-Baden, 2002, 127 s., cui adde J. VORTMANN, *Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos*, in *ÖBA*, 1994, 585 s.; in generale, M. POLINSKY-S. SHAVELL, *The Optimal Tradeoff between the Probability and Magnitude of Fines*, in 69 *Am. Econ. Rev.* (1979), 884; F. DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, 2002, 14 ss. Meno persuasiva, di contro, la considerazione per la quale «il rischio (tipicamente punitivo ed effettivamente presente) che la ripetizione si traduca in una compensazione eccedente rispetto al reale valore pecuniario del danno a favore del singolo investitore [potrebbe] “compensare” – in una logica preventiva – le alte probabilità che la condotta illecita dell'intermediario non venga accertata» (così F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi di risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, in *Dir. fall.*, 2008, II, 38, sul modello della tradizionale giustificazione economica dei *punitive damages* (per tutti, M. POLINSKY-S. SHAVELL, *Punitive Damages: An Economic Analysis*, in 111 *Harv. L. Rev.* (1998), 880; ma per un'analisi critica delle condizioni necessarie per un reale effetto deterrente, A. SEBOK, *Punitive Damages: From Myth to Theory*, in 92 *Iowa L. Rev.* (2007), 976 ss.);

nella prospettiva dell'equità la soluzione in esame produce effetti non trascurabili: poiché per il tramite delle commissioni il costo sopportato dall'intermediario ricade in modo uguale su tutti gli investitori, mentre l'entità delle perdite che in questo modo sono compensate variano a seconda delle disponibilità patrimoniali dei singoli, un approccio che estenda indiscriminatamente la compensazione dell'investitore introduce un sistema di *cross-subsidization* per il quale «i più poveri [sono] costretti a sovvenzionare i più ricchi»⁽²¹⁾.

Parimenti rilevanti sono le obiezioni dal punto di vista dogmatico. Derivare la nullità del contratto dalla violazione di una regola di comportamento equivale, infatti, a trasformare in regole di validità norme che, di per sé, sono dirette, piuttosto, a imporre una determinata condotta nella fase delle trattative. Nulla, tuttavia, giustifica l'operazione: non la legge, giacché manca una previsione che disponga tale conversione (come invece avviene – in ragione del concorso di altri elementi – nel caso di annullamento per dolo e violenza, di rescissione o di nullità per abuso di dipendenza economica, ovvero – per una pura scelta “politica” del legislatore – nel caso dell'art. 117, co. 1 e 3, d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385⁽²²⁾, e dell'art. 23, co. 1, TUF); non l'art. 1418, co. 1, c.c., che, a livello di elementi costitutivi della fattispecie, richiede tanto l'esistenza di una norma im-

soprattutto nel caso in cui gli investitori danneggiati siano numerosi, la teoria economica e la storia suggeriscono come rimedio ottimale l'istituzione di un'autorità di vigilanza, con poteri di *proactive enforcement* (sul punto, K. PISTOR-C. XU, *Incomplete Law – A Conceptual and Analytical Framework – And its Application to the Evolution of Financial Market Regulation*, Columbia Law School. The Center for Law and Economics Studies, Working Paper no. 204, April, 2002, in www.ssrn.com, spec. 19 s.).

⁽²¹⁾ Così F. DENOZZA, (nt. 19), 346; un cenno anche in F. ROLFI, (nt. 18), 11; l'argomento è noto da tempo alla dottrina anglosassone: R. ABEL, *A Critique of American Tort Law*, 8 *Brit. J.L. & Soc'y* (1981), 202 ss.; G. PRIEST, *A Theory of the Consumer Product Warranty*, 90 *Yale L. J.* (1981), 1350 s. e, in materia contrattuale, soprattutto, G. QUILLEN, *Contract Damages and Cross-Subsidization*, 61 *S. Cal. L. Rev.* (1988), 1125 ss.; da ultimo, R. CRASWELL, *Instrumental Theories of Compensation: A Survey*, in 40 *San Diego L. Rev.* (2003), 1158 ss.

⁽²²⁾ Per il rilievo che «le norme sulla trasparenza delle condizioni contrattuali delle banche hanno sottratto gli obblighi di informazione della banca dall'ambito della colpa precontrattuale e li hanno convertiti in requisiti di forma del contratto», L. MENGONI, *Autonomia privata e costituzione*, in *Banca, borsa, tit, cred.*, 1997, I, 18.

perativa, quanto la contrarietà alla medesima del contratto inteso come regolamento di interessi negoziato dalle parti⁽²³⁾: con la conseguenza che, se una norma imperativa sembra potersi dire certamente ricorrere per la strumentalità al buon funzionamento del mercato che delle regole di comportamento è propria⁽²⁴⁾, altrettanto non vale per il secondo elemento di fattispecie, attingendo nel caso in esame la violazione alla mancata conformità fra il comportamento di una delle parti e il corrispondente precetto legale.

3.1.2. Alcune recenti obiezioni. Critica.

In buona parte condiviso dalle Sezioni Unite della Cassazione⁽²⁵⁾,

⁽²³⁾ A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003, 339 ss., spec. 352, testo e nota 144; G.B. FERRI, *Appunti sull'invalidità del contratto (dal codice civile del 1865 al codice civile del 1942)*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, 389. Tradizionalmente alla medesima conclusione si perviene distinguendo tra regole di comportamento e regole di validità e negando che le prime (in particolare: la clausola generale di buona fede) «possano decidere dell'esistenza di un rapporto obbligatorio»: L. MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 9; V. PIETROBON, *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Milano, 1963, 104 ss.; pur criticando una simile tassonomia, esclude che il comportamento contrario a buona fede tenuto durante la formazione del contratto o realizzato durante la sua esecuzione ne comporti la nullità anche G. VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1997, 158 ss.

⁽²⁴⁾ G. ALPA, *sub art. 21*, in G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I, Padova, 1998, 219; M. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, 138; M. MIOLA, *sub art. 21*, in G. F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, 2002, I, 161; N. SALANITRO, (nt. 2), 182; I. KOLLER, *Vor § 31*, in H. D. ASSMANN-U. SCHNEIDER (Hrsg.), *Wertpapierhandelsgesetz*³, Köln, 2003, *Rdn.* 8 ss., 916 ss.; E. SCHWARK, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*³, München, 2004, *Vor § 31 WpHG*, *Rdn.* 4, 1277; M. BRANDT, (nt. 20), 42 ss.

⁽²⁵⁾ «La nullità del contratto per contrarietà a norme imperative postula violazioni attinenti ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, relativi alla struttura o al contenuto del contratto»: così Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Corr. giur.*, 2008, 227, e Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Giur. it.*, 2008, 350, confermando la decisione di Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, cit., 27, dove l'ulteriore precisazione per la quale «i comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale e s'intende, allora, che la loro eventuale illegittimità, quale che sia la natura delle norme violate, non

tale ultimo argomento è contestato come «datato»⁽²⁶⁾ da recenti ricostruzioni dottrinali che, di contro: *a*) configurano le regole di condotta imposte dalla legge agli intermediari come «obblighi legali di fattispecie ... colloca[ti] nell'ambito della costruzione della fattispecie contrattuale, come momento proprio della stessa»⁽²⁷⁾, ovvero *b*) identificano nel divieto di compiere operazioni inadeguate o in conflitto di interessi (= artt. 27, co. 2, e 29, co. 1, Regolamento Consob, 1 luglio 1998, n. 11522) la manifestazione di una «disapprovazione dell'ordinamento per le operazioni compiute in situazioni di pericolo», destinata a trovare «la sanzione appropriata nella nullità per illiceità»⁽²⁸⁾.

Entrambe le prospettazioni non riescono, tuttavia, a convincere. Quanto alla prima, a essere dubbia è, per la verità, la stessa «sussistenza degli obblighi legali di fattispecie ... in termini di categoria autonoma e generale, a sé stante», dal suo stesso fautore considerata come necessario presupposto per superare un'impostazione che «re-

può dar luogo alla nullità del contratto, a meno che tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore»; in dottrina, A. ALBANESE, (nt. 3), 47; G. COTTINO, (nt. 16), 540 s.; M. AMBROSOLI, (nt. 16), 1108 s.; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 398; M. DELLA-CASA, *Negoziazioni di titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, I, 606; in senso conforme, ma per un approccio di maggiore cautela, V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno resp.*, 2008, 540 ss.

⁽²⁶⁾ Così A.A. DOLMETTA, (nt. 15), 81; di «fedeltà datata ad una concezione rigida della distinzione tra regole di validità e regole di comportamento» parla anche D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, 404.

⁽²⁷⁾ A.A. DOLMETTA, (nt. 15), 81 e 84 s.

⁽²⁸⁾ Così D. MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce il al cliente il denaro investito*, in *Contratti*, 2008, 557, sintetizzando quanto più diffusamente discusso in *Id.*, (nt. 26), 404 ss. Non facile da cogliere appare, di contro, l'argomentazione di G. PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1031, che, dopo aver rilevato gli «interessi pubblicistici tutelati dalle norme di settore», immediatamente conclude nel senso che «qui, oltre al comportamento serbato nella fase formativa, è proprio il contenuto complessivo del negozio che resta intriso di contrarietà ai principi di ordine pubblico del contratto». Senza specifica motivazione, invece, il cenno di G. DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005, 709, secondo cui nell'ipotesi in esame «sul piano contrattuale il rimedio è quello della nullità e delle restituzioni».

string[a] la possibilità di obblighi comportamentali alle sole fasi della dialettica delle trattative e della esecuzione». Scontando il distacco da una concezione della «fattispecie contrattuale come evento retto unicamente dall'autonomia delle parti, senza la possibilità di nessun intervento di tipo eteronomo»⁽²⁹⁾, una simile ricostruzione avrebbe, infatti, richiesto la dimostrazione dell'intervenuto superamento, nel diritto vigente, del tradizionale paradigma liberale dell'autonomia privata; il che, viceversa, non pare possibile affermare, vista la scelta del diritto comunitario di inserire la disciplina del mercato finanziario nell'alveo di «un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza» (art. 4, co. 1 e 2, Trattato CE, richiamato, ad es., nel considerando 2 della decisione 2001/528/CE istitutiva del comitato europeo dei valori mobiliari)⁽³⁰⁾.

Analoghe considerazioni valgono anche per la seconda prospettiva: potendosi osservare come il perdurante paradigma della libera decisione informata che discende dalle scelte fondamentali dell'ordinamento comunitario impedisca di intendere l'astensione disposta dalle norme poc'anzi ricordate nei termini di un vero e proprio divieto di concludere il contratto, come peraltro confermato dalla vigente disciplina di adeguatezza e appropriatezza (artt. 39 ss. Regolamento Intermediari) e dalle nuove disposizioni in materia di conflitto di interessi (artt. 23 ss. Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob, 29 ottobre 2007), che tale riferimento all'astensione hanno mantenuto unicamente nella peculiare ipotesi di mancata comunicazione all'intermediario delle informazioni relative al cliente

⁽²⁹⁾ In questi termini A.A. DOLMETTA, (nt. 15), 84, da cui anche le due citazioni precedenti.

⁽³⁰⁾ Per una più approfondita discussione del punto mi permetto rimandare a A. PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MiFID*, in Id. (a cura di), (nt. 1), 6, testo e nota 15. Rilevano che la protezione del consumatore, pur riconosciuta come *ratio* concorrente della disciplina, non possa spingersi sino a fondare una tutela paternalistica dell'investitore, giustificandosi unicamente nella prospettiva di un rafforzamento del mercato, I. KOLLER, *Vor § 31*, in H. D. ASSMANN-U. SCHNEIDER (Hrsg.), *Wertpapierhandelsgesetz*³, Köln, 2003, *Rdnn.* 13 ss., spec. 919, e, con maggior intensità, M. BRANDT, (nt. 20), 29 ss. e 171 s.

nel servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli (art. 39, co. 6, Regolamento Intermediari)⁽³¹⁾.

3.2. *Il maggior equilibrio delle regole di responsabilità e il problema del rimedio applicabile.*

Ferma la praticabilità dei rimedi contro i vizi della volontà nei casi in cui ne ricorra la fattispecie⁽³²⁾, assai più equilibrata pare una soluzione strutturata come regola di responsabilità. Le implicazioni di disciplina sono già state implicitamente segnalate, ma può essere utile richiamarle: a) rilevanza causale della condotta colposa dell'investito-

⁽³¹⁾ Parimenti non convincente appare il superamento della distinzione tra regole e di comportamento e regole di validità prospettato da Cass., 16 febbraio 2007, n. 3683, (ord.) in *Corr. giur.*, 2007, 634, sulla scorta di alcune disposizioni speciali, indici di «un tendenziale inserimento, in sede normativa, del comportamento contrattuale delle parti tra i requisiti di validità del contratto» (nel dettaglio: art. 9 l. 18 giugno 1998, n. 192; artt. 34 e 52, co. 3, d. lgs. 6 settembre 2005, n. 206; art. 7, d. lgs. 9 ottobre 2002, n. 231; art. 2 l. 10 ottobre 1990, n. 287); come obiettato da Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724, *cit.*, 227, e Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725, *cit.*, 350, se certamente «il legislatore [può] isolare specifiche fattispecie comportamentali elevandole al rango di norma di validità dell'atto», a fronte della distinzione codicistica tra regole di validità e regole di comportamento, «nulla consente di elevare [disposizioni particolari] a principio generale e di farne applicazione in settori nei quali analoghe previsioni non figurano», tanto più se si considera «il carattere sempre più frammentario e sempre meno sistematico della moderna legislazione»; in senso analogo A. ALBANESE, (nt. 3), 56, cui *adde* V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, 235 s.

⁽³²⁾ La giurisprudenza è, sul punto, piuttosto restrittiva, richiedendo, quanto al dolo, la prova rigorosa della condotta maliziosa che abbia determinato la decisione di contattare e, quanto all'errore, la prova del suo carattere determinante del consenso: sul punto, anche per le poche decisioni in senso contrario, A. VOIELLO-M. CALCHERA-S. CARASCON, (nt. 14), 138 ss.; T. FEBBRAJO, (nt. 14), 171 ss. Valorizza l'annullamento per errore come rimedio specifico per l'ipotesi di «consenso disinformato», argomentando dal rilievo che l'errore sulla convenienza di un investimento, indotto dalla disinformazione, è un errore sulla qualità *ex art.* 1429, co. 1, n. 2, c.c., A. GENTILI, (nt. 25), 400 ss. L'impostazione, tuttavia, non pare, tuttavia, del tutto convincente: la convenienza di uno strumento finanziario è, infatti, determinata dal suo rendimento atteso e, per tradizionale insegnamento, «non [è] rilevante l'errore su qualità che, al momento del consenso, siano future» (così V. PIETROBON, (nt. 23), 412).

re, secondo il paradigma dell'art. 1227, co. 1, c.c.⁽³³⁾; *b*) considerazione nella determinazione del pregiudizio patrimoniale risarcibile della causalità alternativa costituita dall'andamento complessivo del mercato, in conformità alle soluzioni espressamente affermate dagli ordinamenti più evoluti con riferimento alla responsabilità per false informazioni al mercato primario [= *secc.* 11(e) e 12(a)(b) *Securities Act*; § 45, *Abs. 2, Nr. 2 BörsG*]; *c*) imputazione del pregiudizio patrimoniale all'intermediario in relazione al nesso causale con la violazione contestata, secondo una distribuzione dell'onere della prova che si conforma ai principi generali, impregiudicata la possibilità di un ricorso alle presunzioni semplici per il relativo adempimento⁽³⁴⁾. Naturalmente, a ciò va aggiunta la regola dell'art. 23, co.

⁽³³⁾ Al riguardo, diffusamente, M. BRANDT, (nt. 20), 129 ss., cui *adde* M. PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 526 e 534; ma v. già V. SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 194; in giurisprudenza, Trib. Biella, 12 luglio 2005, in *www.ilcaso.it* e Trib. Ferrara, 24 marzo 2006, in *www.massimarioforoferrarese.fe.it*; nonché gli *obiter* di Trib. Milano, 25 luglio 2005; Trib. Parma, 3 marzo 2006, e Trib. Parma, 21 marzo 2007, tutte in *www.ilcaso.it*; nel senso, però, che «l'omissione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario è assorbente, sotto il profilo causale *ex art.* 1227, di un onere di diligenza informativa da parte del cliente», Trib. Udine, 21 marzo 2007, in *www.ilcaso.it*; in senso analogo, Trib. Vicenza, 15 giugno 2007, *ivi* e, pare, D. MAFREIS, (nt. 26), 410. La rilevanza del concorso di colpa dell'investitore è riconosciuta anche in fattispecie limitrofe: in materia di responsabilità della Consob per vigilanza sul prospetto, Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, II, 19; in tema di responsabilità vicaria dell'intermediario per il fatto del promotore, Cass., 29 settembre 2005, n. 19166, in *Danno e resp.*, 2006, 141.

⁽³⁴⁾ Esattamente in questi termini Trib. Monza, Sez. dist. Desio, 27 luglio 2004, in *Giur. mer.*, 2195; in senso analogo le decisioni riportate in A. VOIELLO-M. CALCHERA-S. CARASCON, (nt. 14), 132, nelle quali particolare rilevanza acquista – come elemento indiziario idoneo a escludere il nesso di causalità – la titolarità di un portafoglio capace di evidenziare una notevole propensione al rischio, pur dovendosi precisare come spetti all'intermediario, e non al cliente (così, invece, Trib. Milano, 27 marzo 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 5 gennaio 2006, e Trib. Milano, 6 febbraio 2006, entrambe inedite), provare che l'investitore avrebbe desistito dall'operazione contestata, «se previamente ed esaustivamente informato»: sul punto, in applicazione dei principi generali H. EDELMANN/E. v. HEYMANN, in H.D. ASSMANN-R. SCHÜTZE, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*³, München, 2007, § 4, *Rdn.* 116, 141. Non persuasiva pare, di contro, la tesi secondo la quale il tenore letterale e la funzione della disposizione *ex art.* 23, co. 6, t.u.f. giustificerebbero una deroga ai principi generali (giac-

6, t.u.f., ricordata in esordio, sull'attribuzione all'intermediario «del l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta».

Tali notazioni sono, nondimeno, incomplete: del tutto aperta rimanendo la questione di una più puntuale identificazione del rimedio applicabile, a sua volta foriera di significative ricadute in punto di disciplina.

3.2.1. *La difficile praticabilità della risoluzione per inadempimento del singolo contratto in cui si attua l'operazione di investimento.*

Come alternativa alla frequente elusione del problema, la soluzione maggiormente praticata al riguardo dalla giurisprudenza di merito è costituita dalla risoluzione del contratto, in cui si attua la singola operazione di investimento: per massima ricorrente, qualora la violazione delle regole di comportamento presenti la gravità richiesta dall'art. 1455 c.c., il giudice può disporre lo scioglimento del vincolo contrattuale, con i conseguenti effetti restitutori che discendono dal venir meno del rapporto sinallagmatico⁽³⁵⁾.

Pur consentendo il ricorso alla disciplina dell'indebito e presentando, quindi, il vantaggio di una semplificazione nella determinazione delle somme dovute al cliente, una simile impostazione non sembra, tuttavia, capace di superare la verifica dogmatica. Con la sola eccezione delle regole su esecuzione e gestione di ordini e della

ché, altrimenti, si finirebbe per imporre al cliente di «identificare il contenuto delle informazioni che il convenuto avrebbe dovuto rivelargli»: così M. DELLACASA, (nt. 25), 608; *contra*, tuttavia, la giurisprudenza dominante: per i riferimenti T. FEBBRAJO, (nt. 14), 166, nota 77). In contrario può, infatti, rilevarsi che: *a*) l'art. 23, co. 6, t.u.f. è del tutto esplicito nell'addossare all'intermediario esclusivamente la prova di «aver agito con la specifica diligenza richiesta»; *b*) gli obblighi di informazione gravanti sugli intermediari sono funzionali a consentire «decisioni in materia di investimenti [assunte] in modo consapevole» (art. 27, co. 2, Regolamento Intermediari): sicché l'oggetto della prova del nesso causale si risolve nella dimostrazione che il pregiudizio lamentato dipende da una scelta di investimento non consapevole: al riguardo H. EDELMANN/E. v. HEYMANN, cit., § 4, *Rdn.* 114, 141.

⁽³⁵⁾ Per i riferimenti A. VOIELLO-M. CALCHERA-S. CARASCON, (nt. 14), 135 s.; T. FEBBRAJO, (nt. 14), 162 s.

specifica disposizione sugli obblighi di informazione post-contrattuali di cui all'art. 55 Regolamento Intermediari in materia di gestione di portafogli e operazioni con passività potenziali, le regole di comportamento sono, infatti, funzionali a «decisioni di investimento [assunte] in modo consapevole» (art. 27, co. 2, Regolamento Intermediari) e – a seconda dei casi – adeguate o appropriate (artt. 39 ss. Regolamento Intermediari); di qui il loro evidente carattere precontrattuale e, per conseguenza, l'impossibilità di fondare la risoluzione dell'accordo sulla violazione di obblighi che ne precedono la conclusione⁽³⁶⁾.

3.2.2. Risoluzione per inadempimento del contratto quadro?

Parimenti non persuasiva pare l'ulteriore impostazione – prospettata dalla recente decisione delle Sezioni Unite e in precedenza già avanzata da qualche autore – che, «ove ricorrano gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c.», ricostruisce il rimedio nei termini di «risoluzione del contratto d'intermediazione finanziaria in corso»⁽³⁷⁾ (= del contratto quadro che disciplina la prestazione dei servizi di investimento), capace di far venire meno «il fondamento essenziale su cui poggiava lo specifico contratto basato sull'ordine di acquisto dei titoli» e, quindi, di «giustifica[re] la risoluzione» di quest'ultimo⁽³⁸⁾.

Oltre a far venir meno la giustificazione causale di tutte le operazioni regolate dal contratto quadro e, quindi, a innescare una

⁽³⁶⁾ Nel medesimo senso V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e Tango bond)*, in *Danno resp.*, 2005, 629; A. ALBANESE, (nt. 3), 65; T. FEBBRAJO, (nt. 14), 162; in giurisprudenza, esattamente in termini, Trib. Lanciano, 30 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*.

⁽³⁷⁾ Così Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit., 229, e Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit., 352.

⁽³⁸⁾ In questi termini, V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, 906, da cui anche la citazione precedente; nello stesso senso M. DELLACASA, (nt. 25), 607; per i riferimenti di giurisprudenza, A. VOIELLO-M. CALCHERA-S. CARASCON, (nt. 14), 136; T. FEBBRAJO, (nt. 14), 159 ss.

dinamica di restituzioni “a tutto campo”, non necessariamente favorevole all’investitore deluso quando la gran parte di tali operazioni siano andate a buon fine⁽³⁹⁾, tale soluzione sconta, infatti, una premessa dogmatica che sembra smentita dalla prassi contrattuale. Affermare la possibilità di risolvere il contratto quadro nel caso di violazione di una regola di comportamento successiva alla sua conclusione presuppone una qualificazione delle singole operazioni di investimento come «momento attuativo di obblighi che l’intermediario ha assunto nell’atto della stipulazione col cliente del contratto quadro»⁽⁴⁰⁾; il che, tuttavia, non pare possibile, qualora il contratto diretto a disciplinare il rapporto tra l’intermediario e il cliente non preveda – come accade nella prassi – alcun obbligo di concludere le singole operazioni di investimento: così da assumere, piuttosto, i tratti di un contratto normativo, che per via di integrazione completa il regolamento negoziale dei successivi contratti in cui si attua la prestazione dei servizi di investimento⁽⁴¹⁾.

⁽³⁹⁾ La giurisprudenza di merito tende a escludere tale eventualità sul rilievo che «vertendosi in ipotesi di contratto di durata, opera il disposto di cui all’art. 1458 c.c. e viene, quindi, travolto il contratto (di investimento) limitatamente al solo ordine negoziato in difformità agli obblighi di condotta, senza che la risoluzione si estenda agli altri ordini e acquisti posti in essere in forza del contratto base» (così Trib. Catania, 21 ottobre 2005, testualmente ripreso dalle decisioni di Trib. Catania, 21 gennaio 2007; Trib. Parma, 21 marzo 2007 e Trib. Firenze 6 luglio 2007, tutte in *www.ilcaso.it*; nello stesso senso G. SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità nei contratti su strumenti finanziari: la questione alle sezioni unite*, in *Foro it.*, 2007, 2095). L’argomento, tuttavia, non pare convincente, potendosi al riguardo obiettare che: a) la completa discrezionalità del cliente nell’usufruire dei servizi di investimento rende assai dubbia la possibilità di considerare il relativo accordo quadro come «contratto a prestazione continuata o periodica»; b) la prescrizione dell’art. 1458, co. 1, c.c. esclude gli effetti della risoluzione per le «prestazioni già eseguite» al momento della risoluzione: sicché, nel caso di specie, rimane aperto il problema per tutte le operazioni di investimento poste in essere successivamente al momento dell’inadempimento che giustifica lo scioglimento del contratto.

⁽⁴⁰⁾ Così Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit., 230, e Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit., 352.

⁽⁴¹⁾ La conclusione è condivisa anche da A. ALBANESE, (nt. 3), 67 s., che pur muove dal diverso rilievo per il quale «trattandosi ... di un rapporto avente ad oggetto esclusivamente obblighi (di protezione) a carico di una sola parte, sarebbe inutile e privo di significato ammetterne la risoluzione, presupponendo invece tale rimedio un contratto con prestazioni o comunque obblighi corrispettivi di entrambi i contraenti».

3.2.3. *Le risorse della responsabilità precontrattuale.*

In questa prospettiva, una volta superati i tradizionali pregiudizi che limitano tralaticciamente l'ambito di operatività della responsabilità precontrattuale, il rimedio maggiormente adeguato appare essere il più semplice: una responsabilità da violazione di obblighi di comportamento gravanti *ex lege* sull'intermediario nella fase precedente la conclusione del contratto e facilmente riconducibili – attesa l'asimmetria informativa a cui intende rimediare – alla clausola generale di buon fede⁽⁴²⁾.

Come riconosciuto da una nota decisione⁽⁴³⁾, cui le Sezioni Unite hanno inteso «dare continuità»⁽⁴⁴⁾, così recependo quanto affermato in dottrina fin da tempi assai lontani, non esistono ragioni forti per contenere la responsabilità precontrattuale nelle strette del recesso ingiustificato dalle trattative e di un risarcimento limitato al c.d. interesse negativo: a ciò opponendosi, sul primo fronte, la previsione dell'art. 1440 c.c. (che, nel consentire il ristoro del *deceptus* rispetto alle peggiori condizioni contrattuali derivanti dal dolo incidente, positivamente dimostra la possibilità di una responsabilità precontrattuale, pur quando alla violazione della buona fede nelle trattative faccia seguito la valida conclusione del contratto)⁽⁴⁵⁾ e, sul secondo, i principi generali in

⁽⁴²⁾ Per tutti, M. MIOLA (nt. 24), 165; N. SALANITRO, (nt. 2), 178; A. PACCES, *Financial Intermediation in the Securities Markets. Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, in 20 *Int'l Rev. Law & Econ.* (2000), 481 ss

⁽⁴³⁾ Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, cit., 28; la sottolineatura del carattere innovativo della decisione è ricorrente: per tutti, M. FRANZONI, *La responsabilità precontrattuale: una nuova stagione*, in *Resp. civ.*, 2006, 295 ss.; E. SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*, in *Foro it.*, 2006, 1007.

⁽⁴⁴⁾ In questi termini Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit., 229, e Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit., 351.

⁽⁴⁵⁾ Nel senso che nella disposizione dell'art. 1337 c.c. «non v'è cenno della pretesa limitazione del concetto di responsabilità precontrattuale» alle «ipotesi di mancata conclusione di un valido contratto», L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità contrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, 365, sulla cui scorta F. BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 1963, 13 ss.; analogamente A. RAVAZZONI, *La formazione del contratto. II. Le regole di comportamento*, Milano, 1974, 14; P. RESCIGNO, voce *Obbli-*

materia di determinazione del danno risarcibile (che, imponendo di riportare il danneggiato nella stessa posizione in cui si sarebbe trovato se il fatto generatore della responsabilità non si fosse verificato, consentono di commisurare il risarcimento in relazione alle specificità delle diverse fattispecie)⁽⁴⁶⁾. Di contro, dalla «piena autonomia della fase precontrattuale anche a fronte di un contratto successivamente concluso»⁽⁴⁷⁾ e dalla «assoluta inconsistenza di un preteso principio generale in base al quale la trasgressione della regola di buona fede dovrebbe comportare necessariamente un risarcimento del danno nel limite dell'interesse contrattuale negativo»⁽⁴⁸⁾, discende agevolmente la possibilità di un rimedio risarcitorio capace di compensare l'investitore e per il pregiudizio conseguente da una decisione di investimento assunta senza adeguata consapevolezza; rimedio di portata generale, e non limitato alla sola violazione degli obblighi «che precedono e accompagnano la stipulazione» dell'accordo quadro⁽⁴⁹⁾,

gazioni (nozioni), in *Enc. del dir.*, XXIX, Milano, 1979, 198; più di recente, R. SACCO, in R. SACCO-G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da R. Sacco, Torino, 2004, 625 s.; M. MANTOVANI, «*Vizi incompleti*» del contratto e rimedio risarcitorio, Torino, 1995, 155 e 158 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. dir. priv.* a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2001, 175 ss.; smentita dall'art. 1440 c.c. pare, invece, l'obiezione di G. D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.* 2002, 41 s., che paventa la possibilità di «aggirare il rigoroso meccanismo delle invalidità, chiamando la buona fede a svolgere (attraverso lo strumento risarcitorio) un improprio ruolo di ... garanzia (attraverso il meccanismo "compensatorio" o "correttivo" del risarcimento) della "giustizia" o "equità" del contratto».

⁽⁴⁶⁾ Per l'affermazione che «nel silenzio della legge ... non rest[a] che cercare di vedere meglio nella "natura delle cose"; e, cioè, nella natura del danno arrecato a controparte», A. RAVAZZONI, (nt. 45), 212; analogamente, nel senso di una tutela risarcitoria chiamata a conformarsi «al diverso atteggiarsi dell'interesse (tutelato e) lesa da una condotta contraria a buona fede», M. MANTOVANI, (nt. 45), 181; nello stesso senso, A. LUMINOSO, *La lesione dell'interesse contrattuale negativo (e dell'interesse positivo) nella responsabilità civile*, in *Contr. impr.*, 1988, 794 ss.

⁽⁴⁷⁾ M. MANTOVANI, (nt. 45), 172, sulla scorta di P. RESCIGNO, (nt. 45), 198 s.

⁽⁴⁸⁾ A. RAVAZZONI, (nt. 45), 217.

⁽⁴⁹⁾ Così, invece, Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit., 229, e Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit., 351, nonché S. PANZINI, *Violazione dei doveri di informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contraendo e responsabilità professionale*, in *Contr. impr.*, 2007, 9996; E. BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *Contratti*, 2006, 474, sulla base della ricostruzione con-

caratterizzato da una sostanziale «funzione correttiva del contratto»⁽⁵⁰⁾.

Quest'ultima notazione suggerisce, ulteriormente, il criterio operativo per la determinazione delle somme dovute all'investitore deluso, identificabile nella differenza tra *a*) il capitale investito, maggiorato del rendimento dell'operazione che il cliente avrebbe ragionevolmente posto in essere in assenza della violazione della regole di condotta da parte dell'intermediario, e *b*) quanto è stato comunque conseguito a seguito dell'investimento, secondo il suo valore al momento della decisione (= il valore dello strumento finanziari secondo il prezzo di mercato corrente; eventuali rendimenti già corrisposti – ad es.: come cedole o dividendi – maggiorati degli interessi legali dal giorno del conseguimento)⁽⁵¹⁾. Meno immediata, invece, la ricaduta in punto di prescrizione: dipendendo l'alternativa tra il termine ordinario e quello breve *ex art.* 2947 c.c. dalla

testata *supra* n. 3.2.2. e, *de facto*, cancellando l'effettiva rilevanza del rimedio: con la sola eccezione di quanto previsto dall'art. 31 Regolamento Intermediari, gli obblighi di informazione precedenti la conclusione del contratto quadro (art. 27 ss. Regolamento Intermediari) riguardano la prestazione del servizio di investimento da parte dell'intermediario, sicché solo in casi assai peculiari il loro inadempimento costituisce antecedente causale del danno lamentato dall'investitore: che, di contro, normalmente consegue a una violazione delle regole di comportamento previste per il compimento della singola operazione di investimento; per la stessa conclusione, pur secondo una differente argomentazione, G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008, 355.

⁽⁵⁰⁾ Così, in termini generali, L. MENGONI, (nt. 22), 19; in termini simili, M. MANTOVANI, (nt. 45), 186, che assegna al risarcimento la funzione di «compensare le più sfavorevoli condizioni alle quali il contratto è stato concluso attraverso una correzione del risultato economico del regolamento d'interessi»; con specifico riferimento alla fattispecie in esame, in senso sostanzialmente analogo A. ALBANESE, (nt. 3), 67 s.; nella giurisprudenza di merito, App. Milano, 19 dicembre 2006; Trib. Trani, 6 marzo 2007; Trib. Vicenza, 15 giugno 2007 (data della decisione), tutte in *www.ilcaso.it*; meno chiaramente Trib. Siracusa, 13 maggio 2008, in *www.ilcaso.it*; afferma, invece, la configurabilità di una responsabilità precontrattuale, ma ne deduce «il conseguente obbligo di risarcimento del c.d. interesse negativo», Trib. Bergamo, 26 giugno 2006, in *www.ilcaso.it*.

⁽⁵¹⁾ Esattamente in termini, App. Milano, 19 dicembre 2006, cit., segnalandosi per la puntualità di approccio in una materia dove, per converso, la giurisprudenza di merito dimostra incertezze, spesso pervenendo a soluzione ultracompensative per il cliente: per una rassegna, A. VOIELLO-M. CALCHERA-S. CARASCON, (nt. 14), 133 s.

riconduzione della fattispecie all'illecito aquiliano o – come invero sembra più proprio, nonostante l'opposto orientamento della Corte di legittimità⁽⁵²⁾ – alla responsabilità da inadempimento, giusta la natura di obbligazione *ex lege* nei confronti del cliente dei precetti imposti all'intermediario dalla disciplina sui servizi di investimento⁽⁵³⁾.

4. Un'osservazione conclusiva.

Anche alla luce di tali precisazioni, risultano così confermati gli esiti di maggiore equilibrio che la regola di responsabilità permette di conseguire, per la sua capacità di valorizzare le circostanze del caso concreto e di consentire una maggiore controllabilità delle decisioni giudiziali. Né pare convincente l'obiezione che vede nella regola di responsabilità «il rimedio meno agevole per gli investitori», destinato «ad apparire, dunque, soffice e poco costoso per intermediari infedeli o negligenti»⁽⁵⁴⁾: certamente meno immediata in punto di determinazione delle somme dovute al cliente e, pertanto, più

⁽⁵²⁾ Da ultimo, Cass., 5 agosto 2004, n. 15040, e Cass., 2 maggio 2004, n. 8723, in *Giust. civ. Mass.*, 2004; Cass. S.U., 26 giugno 2003, n. 10160, e Cass., 10 ottobre 2003, n. 15172, in *Giust. civ. Mass.*, 2003; nello stesso senso, con riferimento al caso di specie, F. SARTORI, (nt. 4), 31.

⁽⁵³⁾ Per tutti, L. MENGONI, (nt. 45), 360 ss.; F. BENATTI, (nt. 45), 126 ss.; con specifico riferimento all'intermediazione mobiliare, pur nel contesto di una ricostruzione che tende a enfatizzare il profilo dei «danni derivanti dall'esercizio dell'attività professionale», C. CASTRONOVO, *Il diritto civile delle legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare*, *ivi*, 1993, I, 328. Rare le pronunce sul punto della prescrizione occasionate dalla recente stagione del “risparmio tradito”: nel senso che «l'eventuale comportamento illegittimo dell'intermediario si inserisce in un vero e proprio rapporto contrattuale, [sicché] non è a parlarsi di risarcimento del danno *ex art.* 2043 cod. civ., perché non si verte nell'illecito aquiliano e la prescrizione sarà pertanto decennale e non quinquennale», Trib. Torre Annunziata, 22 novembre 2006, in *www.ilcaso.it*.

⁽⁵⁴⁾ Rispettivamente, D. MAFFEIS, (nt. 26), 410 e F. SARTORI, (nt. 20), 39, che, più analiticamente, oppone «le difficoltà legate alla prova ... della causalità giuridicamente rilevante, del dolo dell'intermediario ai fini del superamento del limite della prevedibilità del danno, nonché i limiti connessi alla quantificazione del danno in materia». Se con riferimento al tema della prevedibilità può replicarsi la difficile configurabilità *de facto* di un danno imprevedibile (come dimostrato dall'analisi della giurisprudenza sul

esposta a errori da parte del giudice, una soluzione di responsabilità precontrattuale non pare, tuttavia, togliere nulla – come si è cercato di dimostrare – a una effettiva tutela dell'investitore⁽⁵⁵⁾.

La discussione sinora svolta fa, altresì, emergere la sorprendente corrispondenza tra alcune strutture classiche del diritto privato e le esigenze di una disciplina del mercato finanziario in grado di integrare efficienza e correttezza nella maggior misura possibile, secondo un risultato tanto più facile da raggiungere, quanto più l'«*ambarradan* dei rimedi contrattuali»⁽⁵⁶⁾ – tratto caratteristico della stagione della giurisprudenza sul “risparmio tradito” – ceda il passo a un approccio che provi a semplificare. Come nell'architettura di Mies van der Rohe, anche nel diritto dei mercati finanziari – in altri termini – *less is more*.

c.d. “risparmio tradito” che, a quanto consta, non conosce il problema), in ordine alla prova della causalità e del danno risarcibile, v. *supra*, rispettivamente, nota 34 e n. 3.2.3.

⁽⁵⁵⁾ Rimane, senza dubbio, il diverso impatto che una regola di responsabilità può determinare nella prospettiva di una soluzione transattiva della controversia tra l'intermediario e il cliente, essendo facilmente intuibile come il potere contrattuale dell'investitore nel negoziare una transazione risulti maggiore quando l'esito atteso del giudizio è costituito dalle restituzioni conseguenti alla declaratoria di nullità piuttosto che da un risarcimento rimesso alla valutazione del giudice (per un'ottima introduzione critica al problema secondo una classica tassonomia, declinabile anche con riferimento ai rimedi contrattuali, D. LEWINSOHN-ZAMIR, *The Choice Between Property Rules and Liability Rules Revisited: Critical Observations from Behavioral Studies*, in 80 *Tex. L. Rev.* (2001), 223 ss., cui *adde* K. HYLTON, *Property Rules and Liability Rules, Once Again*, 2 *Rev. L. & Econ.* (2006), 137 ss.). Come, tuttavia, già osservato in precedenza, nulla pare legittimare una scelta forte in questa direzione: non il diritto positivo, cui risulta estranea una preferenza di giustizia distributiva a favore del cliente (oltre a quanto rilevato *supra* n. 3.1.2., al riguardo sia consentito il rinvio ad A. PERRONE, (nt. 30), testo e nota 15; nel senso che «si possono ovviamente avere opinioni diverse sul grado di efficacia della tutela in tal modo assicurata dal legislatore al risparmi del cittadino [...], ma non si può negare che gli strumenti di tutela esistono anche sul piano del diritto civile, essendo poi la loro specifica conformazione giuridica compito del medesimo legislatore, le cui scelte l'interprete non è autorizzato a sovvertire», Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit., 229, e Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit., 352), 6 testo e nota 15); non un criterio di efficienza, con il quale una compensazione dell'investitore “a tutti i costi” rischia seriamente di configurare (*supra*, n. 3.1.1.).

⁽⁵⁶⁾ V. ROPPO, (nt. 38), 905.

PAOLO A. CUCURACHI

LA REGOLA DELL'ADEGUATEZZA
NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO:
IL PUNTO DI VISTA DELLA TEORIA DELLA FINANZA

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. L'investitore razionale e l'avversione (o propensione) al rischio. – 3. La nozione di rischio. – 4. Le dimensioni del rischio. – 5. Conclusioni.

1. *Premessa.*

La Moderna Teoria di Portafoglio sviluppata da Markowitz teorizza la razionalità dell'investitore in quanto ipotizza che quest'ultimo, nell'assumere le proprie decisioni in condizioni di incertezza, sia in grado di non commettere “**errors in mathematic or logic in attempting to achieve his clearly defined objectives**” (Markowitz, 1990). I pioneristici studi di Markowitz hanno dato vita ad un intenso filone di ricerca ed hanno ricevuto un importante riconoscimento nel Premio Nobel per l'Economia del 1990 per aver offerto un “**contribution consisted of developing a rigorously formulated, operational theory for portfolio selection under uncertainty**”. Sebbene sia possibile rintracciare altri lavori precedenti o coevi rispetto quelli di Markowitz è fuori discussione che nessuno fosse riuscito a ricondurre la costruzione del portafoglio ad un problema di ottimizzazione che consentisse di abbandonare l'approccio *naive* sino ad allora prevalente⁽¹⁾. L'enorme interesse accademico per i modelli matematici di *asset allocation* appare sproporzionato se comparato al loro concreto utilizzo da parte dei *practitioners* e questo deve ovviamente indurre a riflettere su alcu-

⁽¹⁾ Il tema della *naive diversification* è tuttora oggetto di analisi come dimostrato dal contributo di DE MIGUEL, GARLAPPI e UPPAL, *Optimal versus naive diversification: how inefficient is the 1/n portfolio strategy* *Review of Financial Studies*, 2007.

ne delle ipotesi che sono alla base del modello e che, almeno inconsapevolmente, sono spesso riprese dalla normativa in materia di investimenti e di correttezza dei comportamenti tra intermediari finanziari e clienti.

Da questo punto di vista non si ritiene abbia avuto maggior fortuna il filone di ricerca inaugurato da Kahneman e Tversky, meglio noto come *behavioural finance*, che pur essendosi rapidamente arricchito di numerosi contributi, che hanno messo in discussione l'assunto di base della moderna teoria di portafoglio relativamente alla razionalità degli investitori, non è stato in grado di influenzare in modo decisivo i comportamenti degli operatori. Si ricorda per inciso che anche Kahneman è stato insignito nel 2002 del Premio Nobel **“for having integrated insights from psychological research into economic science, especially concerning human judgment and decision-making under uncertainty”**.

La distanza tra i due approcci ed il loro comune straordinario successo accademico sono di grande stimolo per chi si debba occupare, da un punto di vista operativo e normativo, di assumere (o far assumere) decisioni in condizioni di incertezza. Gli intermediari finanziari dedicati all'offerta di servizi di investimento si confrontano quotidianamente con le problematiche inerenti la conoscenza del cliente (cd. *Know your customer rule*) e l'adeguatezza delle proposte di investimento (cd. *Suitability rule*) e la recente entrata in vigore della normativa MiFID ha ribadito la crucialità del rispetto di tali regole al fine di garantire la tutela dei risparmiatori e il buon funzionamento dei mercati mobiliari.

L'art. 35 della Direttiva 73/2006 sancisce, infatti, che le “imprese di investimento ottengano dai clienti o potenziali clienti le informazioni di cui necessitano per comprendere le caratteristiche essenziali dei clienti e disporre di una base ragionevole per ritenere, tenuto conto della natura e della portata del servizio fornito, che la specifica operazione raccomandata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione del portafoglio soddisfi i seguenti criteri:

- a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente in questione;
- b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di

sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;

- c) sia di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio”.

Le Autorità di vigilanza italiane, nel procedere al recepimento della Direttiva MiFID nell'ordinamento nazionale si sono attenute in modo piuttosto scrupoloso al testo comunitario, giungendo ad un testo che ribadisce l'importanza della conoscenza del cliente e della coerenza tra profilo di rischio e tipologia di investimento consigliato⁽²⁾. L'indicazione puntuale fornita dall'art. 39 del Regolamento Consob 16190 delle informazioni rilevanti relativamente a conoscenza ed esperienza nel settore dell'investimento⁽³⁾, situazione finanziaria⁽⁴⁾ ed obiettivi di investimento⁽⁵⁾ conferma un'impostazione già presente nel Regolamento Consob 11522 che, all'art. 28, prevedeva che, prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari autorizzati dovessero

⁽²⁾ Non si desidera entrare nel dettaglio della distinzione introdotta dalla normativa per i diversi regimi di erogazione del servizio (gestione e consulenza, collocamento ed execution only).

⁽³⁾ Le informazioni relative alla conoscenza ed esperienza nel settore dell'investimento includono i seguenti elementi, nella misura in cui siano appropriati tenuto conto delle caratteristiche del cliente, della natura e dell'importanza del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, nonché della complessità e dei rischi di tale servizio, prodotto od operazione:

a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza;

b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite;

c) il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente.

⁽⁴⁾ Le informazioni relative alla situazione finanziaria, includono, ove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari.

⁽⁵⁾ Le informazioni relative agli obiettivi di investimento, includono dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, ove pertinenti.

chiedere all'investitore notizie circa "la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché la sua propensione al rischio". Una volta raccolte queste informazioni dal cliente, ai sensi dell'art. 29 del medesimo Regolamento, "gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione".

Il dettato normativo appare tuttavia distante dal dibattito venutosi a creare tra i due riferimenti teorici prima richiamati (teoria di portafoglio *versus* finanza comportamentale) limitandosi a richiamare regole di buon senso che appaiono intuitive ma allo stesso tempo difficilmente applicabili e che sembrano rispondere più ad un'esigenza di tutela degli intermediari da eventuali contenziosi che dell'investitore da investimenti o suggerimenti non adeguati.

Il presente contributo, ripercorrendo i contenuti principali della moderna teoria di portafoglio, intende mettere in evidenza come il rispetto delle regole del *know your customer* e della *suitability* imponga delle scelte di campo e l'adozione di un approccio quantitativo che permetta di sfuggire alle trappole dell'indeterminatezza implicite in metodologie di taglio prettamente qualitativo che costituiscono una prassi piuttosto diffusa nell'industria finanziaria.

2. *L'investitore razionale e l'avversione (o propensione) al rischio* ⁽⁶⁾.

Uno degli elementi più innovativi tra quelli introdotti da Markowitz nella sua teoria sulla *portfolio selection* ha riguardato non tanto l'importanza del concetto di diversificazione, in qualche modo già noto alla letteratura precedente, quanto piuttosto la formalizzazione matematica del processo di ottimizzazione mediante il ricorso ad un algoritmo che consente la soluzione del problema delle scelte di portafoglio in condizioni di incertezza. La proposta di adottare una fun-

⁽⁶⁾ Su questo punto sono debitore nei confronti di Ugo Pomante avendo preso spunto dalla sua recente monografia intitolata *Asset Allocation Razionale*, Bancaria, 2008.

zione obiettivo di secondo grado, all'interno della quale trovano spazio tanto il rendimento atteso, quanto il rischio (rappresentato dalla deviazione standard), pone fine alla prassi consolidata di identificare l'obiettivo dell'investitore nella mera massimizzazione del rendimento atteso, e sposta le scelte di portafoglio su un piano ($\sigma ; \mu$). Come sarà chiarito meglio in seguito, nel modello di Markowitz il problema della non adeguatezza degli investimenti non ha diritto di cittadinanza in quanto la definizione del profilo di rischio dell'investitore costituisce l'unico input necessario per risolvere l'algoritmo di ottimizzazione e per ottenere, quindi, i pesi del portafoglio, una volta che siano stati opportunamente definiti gli input relativi a rendimenti, rischi e correlazioni attese.

Il prezzo che il modello di Markowitz ha dovuto pagare per consentire la trattazione matematica del processo di costruzione del portafoglio è quella di formulare delle ipotesi circa il comportamento degli investitori, senza per questo pretendere di riassumere in una funzione di utilità la complessità dell'apparato decisionale degli agenti economici e, quindi, anche la componente irrazionale che guida numerose decisioni.

L'investitore di Markowitz è chiamato a fare delle scelte su un piano bidimensionale, nel quale il rendimento atteso è la variabile positiva da massimizzare (*l'investitore non è mai sazio*) e la dispersione dei rendimenti (il rischio) è la variabile negativa da minimizzare (*l'investitore è avverso al rischio*). La semplificazione concettuale proposta da Markowitz, e successivamente ripresa da numerosi studiosi che hanno cercato di incorporare nel modello di ottimizzazione altre variabili, implica necessariamente il verificarsi di una delle due ipotesi alternative:

- gli investitori sono *neutrali* a fenomeni riconducibili a *momenti* statistici di grado superiore al secondo (ad esempio, l'asimmetria e la curtosi della distribuzione dei rendimenti);
- i rendimenti si distribuiscono secondo una funzione di probabilità normale la cui forma è funzione dei primi due *momenti* statistici.

A completamento del profilo dell'investitore, si aggiunge che le preferenze dello stesso in termini di rendimento atteso e deviazione standard riguardano un solo *holding period*, lasciando pertanto

l'investitore indifferente rispetto ai possibili stati del mondo che si potranno verificare su orizzonti temporali diversi da quello considerato.

Date le ipotesi di comportamento sopra menzionate, è possibile introdurre il concetto di dominanza proprio dell'ottimizzazione *media-varianza*, in base al quale, presi due portafogli A e B , aventi sull'orizzonte temporale T rendimenti attesi $E(R_A)$ e $E(R_B)$ e rischi attesi σ_A e σ_B , si dice che A domina B se:

$$E(A) \geq E(B) \text{ e } \sigma(A) \leq \sigma(B)$$

con almeno una disuguaglianza forte.

Tralasciando un approfondimento del pur importante ed interessante tema delle funzioni di utilità che sottendono il modello di Markowitz⁽⁷⁾, è possibile giungere alla selezione del portafoglio ottimale semplicemente definendo i parametri di una funzione che

⁽⁷⁾ Si riporta un recente contributo di Pomante sull'argomento. "Formalmente la selezione del portafoglio ottimo sarà guidata dalla definizione di una funzione di utilità, che avendo definito x_A e x_B come i risultati aleatori ottenibili dai portafogli A e B al tempo T , consente ad un investitore di effettuare la scelta comparando i relativi valori di utilità attesa: $E[U(x_A)]$ e $E[U(x_B)]$. Al fine di rispettare le ipotesi di "non sazietà" e di "avversione al rischio" dell'investitore, una *funzione di utilità* deve soddisfare due requisiti:

- $U(x)$ deve essere crescente: $U'(x) > 0$;
- $U(x)$ deve essere concava: $U''(x) < 0$.

Al fine di conciliare il principio media-varianza con l'approccio dell'utilità attesa, è possibile seguire due soluzioni alternative:

- optare per una funzione di utilità quadratica;
- assumere che i rendimenti degli *asset* si caratterizzino per una distribuzione gaussiana.

La funzione di utilità quadratica ha la seguente forma:

$$U(x) = ax - \frac{1}{2}bx^2$$

con:

$$U'(x) = a - bx$$

$$U''(x) = a - b$$

Tale funzione è concava ($U''(x) < 0$) e quindi coerente con l'ipotesi di *avversione al rischio* solo per valori di $b > 0$; inoltre essa è crescente [$U'(x) > 0$] e quindi coerente con l'ipotesi di *non sazietà* solo per valori di $x \leq a/b$.

Selezionare il portafoglio ottimale massimizzando il valore atteso di una funzione di utilità quadratica equivale ad applicare il *principio media-varianza* di Markowitz. In-

siano in grado di incorporare le preferenze dell'investitore in una serie di curve di indifferenza definite sulla base della seguente formulazione:

$$E[U(x)] = E(R)' \cdot x - \frac{1}{2} \cdot \lambda \cdot (x' \cdot \Sigma \cdot x)$$

L'integrazione tra il concetto di diversificazione di portafoglio e di dominanza che trova traduzione operativa nel concetto di frontiera efficiente, ossia nell'insieme dei portafogli che consentono per ogni livello di rischio (rendimento) di massimizzare (minimizzare) il rendimento (rischio), con quello di avversione al rischio dell'investitore, che trova traduzione nella costruzione di un set di curve di indifferenza, porta all'identificazione del portafoglio ideale mediante la semplice massimizzazione della funzione sopra esplicitata.

Il processo appena descritto, per quanto teoricamente ineccepibile, è sfortunatamente difficilmente applicabile nella realtà, in quanto gli investitori non sono normalmente in grado di definire razionalmente una funzione di utilità in grado di riflettere le proprie preferenze. Inoltre, pur ipotizzando che l'utilizzo di una funzione di utilità quadratica sia adeguato per ogni investitore, questi non sarebbe capace di comunicare il valore del parametro λ che riflette le sue preferenze.

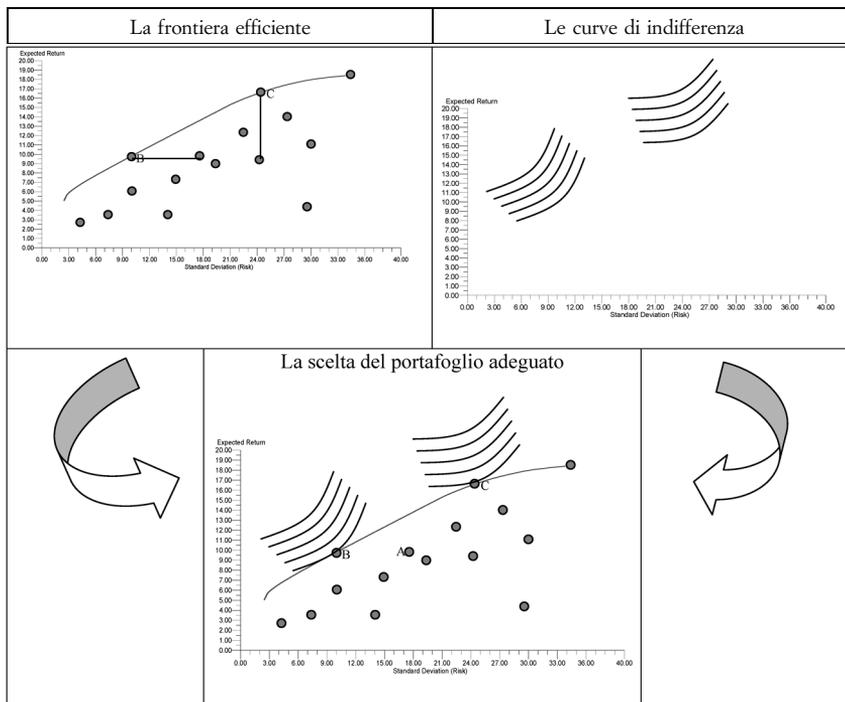
fatti, quando la funzione di utilità è quadratica, l'utilità attesa può essere definita in termini di valore atteso e varianza:

$$\begin{aligned} E[U(x)] &= E\left(ax - \frac{1}{2}bx^2\right) \\ &= aE(x) - ax - \frac{1}{2}bE(x^2) \\ &= a\mu_x - \frac{1}{2}b\mu_x^2 - \frac{1}{2}b\sigma_x^2 \\ &= \mu_x - A(\mu_x^2 + \sigma_x^2) \end{aligned}$$

Se alternativamente si ipotizza che i rendimenti si distribuiscano normalmente, il criterio media-varianza porta a risultati equivalenti a quelli della *expected utility rule* per qualsiasi funzione di utilità; ciò perché in ipotesi di distribuzione gaussiana dei rendimenti, qualsiasi funzione di utilità (avversa al rischio) dà luogo ad una utilità attesa che è funzione esclusivamente di σ e μ :

$$E[U(x)] = f(\mu_x; \sigma_x)''.$$

Figura 1 – Know your customer e suitability nel modello di Markowitz.



Markowitz è perfettamente consapevole di questo limite asserendo che “**the rational man as the unicorn does not exist**”, ma ciò non esclude che un modello teorico debba indicare quello che si dovrebbe fare⁽⁸⁾. Se, dunque, alcune delle critiche mosse alla moderna teoria di portafoglio ed all’ipotesi di razionalità dell’investitore sono ragionevoli le stesse paiono sterili in quanto non sono in grado di offrire una soluzione al problema della costruzione del portafoglio.

⁽⁸⁾ Ancora su questo punto può essere utile leggere quanto scrive Markowitz: “The most interesting and relevant argument against the expected utility maxim involves specific cases in which human subject, after careful deliberation, choose alternatives inconsistent with the maxim. The situations are reasonably simple, the human choice fairly definite, the contradiction between choice and maxim apparently inescapable. Either we must conclude that the expected utility maxim is not the criterion of rational behavior, or else we must conclude that human being has a natural propensity toward irrationality, even in his most reflective moments”.

glio, che almeno da un punto di vista teorico trova negli algoritmi proposti da Markowitz una soluzione.

3. *La nozione di rischio.*

Il concetto di rischio sin qui utilizzato nella descrizione del modello di Markowitz è quello della deviazione standard, ossia una misura statistica in grado di catturare la dispersione dei rendimenti intorno al valore medio. Si tratta di una scelta che è stata apertamente criticata da numerosi studiosi che richiamano i due limiti in essa impliciti, ossia l'ignorare tutti i momenti successivi della distribuzione e/o l'ipotizzare una distribuzione gaussiana della stessa distribuzione dei rendimenti. È interessante osservare come questo problema sia stato affrontato dallo stesso Markowitz per il quale l'utilizzo della deviazione standard quale misura di rischio non è riconducibile al fatto che la stessa sia la migliore misura di dispersione, quanto piuttosto all'esigenza di non appesantire il processo di programmazione matematica. Ancora Markowitz ricorda che *"the Perfect Computing Machine, like the unicorn and the rational man, does not exist"*.

È pertanto necessario ammettere che la famiglia delle misure utilizzabili per misurare il rischio di un investimento sia estremamente ampia e variegata⁽⁹⁾ e che non esista alcuna prescrizione teorica e/o normativa in grado di sancire la superiorità di una sulle altre. Inoltre sull'interpretazione di tale nozione spesso si consuma tra intermediario ed investitore un fraintendimento derivante dalla tendenza del secondo a confondere il concetto di rischio con quello

⁽⁹⁾ Le misure di rischio proposte in letteratura sono molte e la loro valutazione non può prescindere dalla finalità che ci si propone di raggiungere con il loro utilizzo. Uno strumento finanziario come l'ETF sul Nasdaq può essere ad esempio considerato estremamente rischioso se valutato con le lenti della deviazione standard o per nulla rischioso se analizzato in termini relativi mediante il tracking error. Una possibile classificazione delle misure di rischio dovrebbe pertanto per lo meno tener conto della loro natura assoluta (deviazione standard) piuttosto che relativa (tracking error e beta) e della loro natura storica (down side risk) piuttosto che prospettica (var o relative var).

di perdita potenziale. Lo stesso regolamento Consob non contribuisce a fare chiarezza in quanto l'art. 40 dedicato alla valutazione dell'adeguatezza dell'investimento rimane estremamente vago prevedendo, tra le altre cose, che le operazioni possano essere concluse a condizione che "il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento".

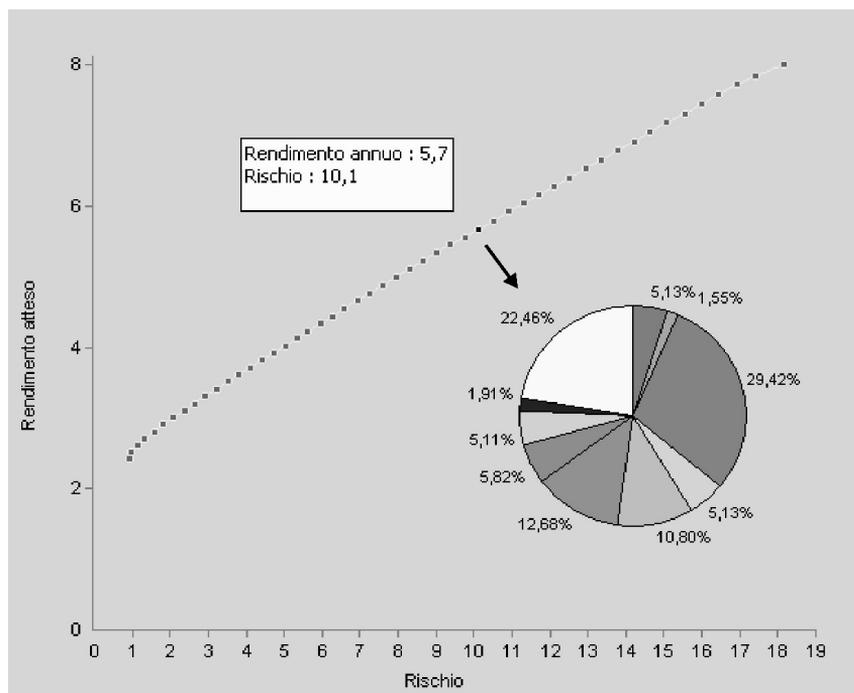
Un esempio può chiarire i termini del problema e la ragione per cui l'attuale formulazione del regolamento non aiuta a facilitare il rapporto tra intermediario ed investitore. Si ipotizzi che una banca abbia provveduto, utilizzando la modellistica proposta da Markowitz o altre tecniche di ottimizzazione nel frattempo sviluppate⁽¹⁰⁾, a costruire un insieme di portafogli "efficienti" da proporre alle proprie strutture distributive (private banker, promotori finanziari, gestori di relazione con la clientela affluent). La rappresentazione tipica di questi portafogli efficienti avviene in uno spazio rendimento atteso-rischio⁽¹¹⁾, anche quando la procedura di ottimizzazione utilizzata sia prettamente qualitativa e si limiti ad identificare come poco rischioso un portafoglio prevalentemente obbligazionario e molto rischioso un portafoglio prevalentemente azionario. È facilmente intuibile, infatti, che nessun investitore avverso al rischio sia disposto ad investire su portafogli caratterizzati da una maggiore rischiosità se non in vista di maggiori rendimenti attesi. Qualora la banca abbia seguito una metodologia quantitativa di ottimizzazione questo concetto intuitivo potrà essere declinato numericamente indicando quale sia il tasso di sostituzione tra rendimento e rischio, ossia quale premio in termini di rendimento atteso si possa ottenere a fronte di un incremento del rischio assunto. La figura seguente esemplifica questi concetti utilizzando un sistema di assi cartesiani che considera il rendimento atteso sulle ordinate e la deviazione standard sulle ascisse e che,

⁽¹⁰⁾ Per un interessante rassegna delle stesse si rimanda al già citato libro di UGO POMANTE.

⁽¹¹⁾ Dove il rischio non è necessariamente rappresentato dalla deviazione standard che potrebbe essere sostituita dal down side risk, dal value at risk o da altre misure di rischio.

per ogni punto della frontiera efficiente, identifica il mix ottimale di mercati nei quali investire.

Figura 2 – I portafogli modello: rendimento, rischio e composizione.



A questo punto è opportuno chiedersi quali strumenti abbia il gestore della relazione per indirizzare l'investitore verso uno dei potenziali portafogli disponibili sulla frontiera efficiente e come debba essere interpretata la coppia di parametri statistici che, a titolo esemplificativo, caratterizza il portafoglio selezionato nella figura.

La risposta alla prima domanda è stata fornita in modo univoco dagli intermediari finanziari che hanno provveduto a predisporre dei questionari (si riporta un esempio relativo ad un importante gruppo bancario italiano) all'interno dei quali hanno trovato spazio le tre sezioni identificate dall'art. 39 del Regolamento Consob 16190, dedicate alla conoscenza ed esperienza in campo finanziario, alla situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento. L'osservatore

Riquadro 1 – Il questionario Mifid predisposto da Intesa Sanpaolo.



CONOSCENZA ED ESPERIENZA (in caso di cointestazione, indicare le risposte sulla base del livello di conoscenza ed esperienza dell'intestataro che li possiede in minor grado)

- D. 1 Come definirebbe la sua conoscenza degli strumenti finanziari?**
A Basso: conosco le caratteristiche degli strumenti/prodotti finanziari semplici (ad es: Titoli di Stato)
B Media: conosco le caratteristiche dei principali strumenti/prodotti finanziari (quali ad es: obbligazioni, anche indicizzate, azioni e fondi comuni) comprendendone i principali rischi e le dinamiche
C Elevata: conosco le caratteristiche degli strumenti/prodotti finanziari, anche complessi, e sono in grado di valutarne i principali rischi in relazione alle dinamiche di mercato
- D. 2 I suoi studi o la professione che svolge o ha svolto in passato le hanno consentito di acquisire competenze specifiche in ambito finanziario?**
A Sì
B No
- D. 3 Le sue abitudini di investimento le hanno consentito di acquisire competenze specifiche in ambito finanziario?**
A Sì
B No
- D. 4 Con quale frequenza si tiene aggiornato sull'andamento dei mercati finanziari e dei suoi investimenti?**
A Non seguo l'andamento dei mercati finanziari e raramente verifico l'andamento dei miei investimenti
B Mi informo periodicamente sui mercati finanziari e sull'andamento dei miei investimenti
C Mi tengo costantemente aggiornato sull'andamento dei mercati e dei miei investimenti

OBIETTIVI DI INVESTIMENTO

- D. 5 Con quale obiettivo effettua i suoi investimenti?**
A Contenere le oscillazioni del valore del mio portafoglio accettando una crescita limitata
B Perseguire una crescita moderata nel tempo, tollerando oscillazioni anche apprezzabili del valore del mio portafoglio
C Perseguire una crescita significativa nel tempo, tollerando oscillazioni rilevanti del valore del mio portafoglio
- D. 6 In un orizzonte temporale di 2/3 anni, quanta parte dei suoi investimenti pensa di utilizzare per spese importanti (anche di natura straordinaria, quali ad esempio l'acquisto di una casa, l'avvio di un'attività commerciale o imprenditoriale, ecc.)?**
A Oltre il 75%
B Circa la metà
C Non più del 25%
- D. 7 Come giudica un investimento in azioni?**
A Molto rischioso, accettabile solo in misura contenuta rispetto al totale dei miei investimenti
B Accettabile in misura anche apprezzabile rispetto al totale dei miei investimenti
C Favorevolmente, anche con esposizioni significative

SITUAZIONE FINANZIARIA

- D. 8 Quale si aspetta possa essere l'andamento del suo reddito negli anni futuri?**
A Mi aspetto una certa riduzione
B Mi aspetto un andamento incerto (es. tipicamente da lavoro autonomo, a progetto o stagionale)
C Mi aspetto una certa stabilità (es. incrementi in linea con l'inflazione) ovvero una crescita
- D. 9 Qual è la sua capacità di risparmio in relazione al complesso dei suoi redditi?**
A Non riesco a risparmiare nulla e consumo parte del mio patrimonio per mantenere il mio tenore di vita
B Risparmio meno del 20% del reddito mensile
C Risparmio più del 20% del reddito mensile

che ipotizzasse che, grazie all'indicazione puntuale fornita dalla Consob delle informazioni rilevanti per accertare le caratteristiche dei clienti, il medesimo investitore dovrebbe vedersi assegnare sostanzialmente lo stesso profilo di rischio a prescindere dall'intermediario di riferimento, commetterebbe un grave errore in quanto ci sono due passaggi cruciali che in buona sostanza determinano la valutazione del rischio e la proposta di investimento successivamente formulata.

Il primo snodo⁽¹²⁾ è quello relativo all'assegnazione dei punteggi alle diverse risposte fornite dal cliente a domande che, nei diversi questionari, potrebbero anche sembrare simili ed alla successiva aggregazione degli stessi per pervenire ad una profilatura del grado di rischio del cliente. In formule:

$$SCORE = f(A, B, C)$$

dove lo SCORE è il punteggio totalizzato dal cliente in funzione delle risposte fornite alle domande contenute nel questionario e A, B, C sono le domande relative alle tre sezioni identificate dalla Consob.

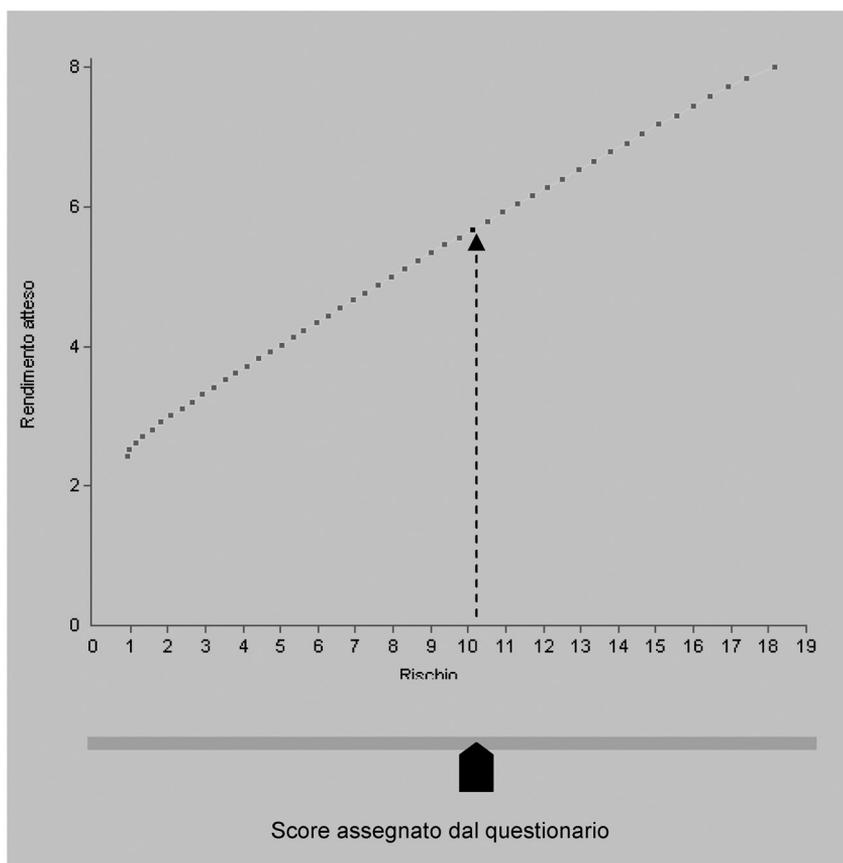
Ne discende che, anche in presenza delle medesime domande, il profilo di rischio attribuito ad un investitore potrebbe significativamente differire da quello che avrebbe ricevuto presso un altro intermediario a fronte delle medesime risposte per effetto del diverso algoritmo implementato per aggregare i risultati del questionario. A titolo meramente esemplificativo si fa osservare che la Consob chiede di verificare, con riferimento alla conoscenza ed all'esperienza nel settore di investimento, quale sia il livello di istruzione dell'investitore senza tuttavia attribuire a questa informazione un peso e senza imporre che la risposta fornita dal cliente sia incrociata con altre informazioni ritenuti rilevanti (un laureato in filosofia si presume che abbia più conoscenze finanziarie di un imprenditore non laureato?). Un altro esempio riguarda il tema degli obiettivi di investimento con riferimento ai quali la Consob chiede di indagare le preferenze in materia di rischio (che un investitore avverso al rischio non dovrebbe avere in quanto una variabile negativa da minimizzare) ed il profilo di rischio dell'investitore che in realtà dovrebbe essere l'output del modello e non uno degli input. Esiste inoltre una confusione di fondo che la disciplina non consente di risolvere agevolmente sul concetto di avversione al rischio che non deve essere necessariamente riferita all'investitore ma che potrebbe più utilmente essere riferita alla porzione del portafoglio che l'investitore ha deciso di destinare ad una specifico obiettivo di investimento. Lo stesso investitore potrebbe, ad esempio, avere un atteggiamento

⁽¹²⁾ Il secondo snodo che verrà affrontato in seguito riguarda la corrispondenza tra profili di rischio e composizione dei portafogli ad essi associati.

estremamente cauto quando si tratti di investire una parte consistente del proprio patrimonio per garantirsi un pensionamento sereno ed un atteggiamento più aggressivo su una piccola parte del proprio portafoglio con la quale realizzare un investimento non strettamente necessario o essenziale (ad esempio l'acquisto di una piccola barca) per il sostentamento della propria famiglia.

È bene sottolineare che l'incapacità del questionario di considerare contemporaneamente la ricchezza di informazioni che un investitore può fornire non è imputabile alle Autorità di vigilanza ma sicuramente l'aver fondato la valutazione dell'adeguatezza esclusiva-

Figura 3 – L'identificazione del portafoglio adeguato per il tramite del questionario.



mente su questo strumento costituisce una lacuna importante dell'impianto normativo che è stato approntato per dare attuazione alla direttiva MiFID. Il questionario, infatti, genera uno score del profilo di rischio dell'investitore che, per definizione, sarà compreso tra un minimo ed un massimo, e questo consentirà di associare i punteggi ottenuti ai portafogli disponibili sulla frontiera efficiente precedentemente approntata. In altri termini, anche se le modalità di accertamento del profilo di rischio sono profondamente diverse da quelle ipotizzate da Markowitz, è agevole osservare che se il questionario producesse un coefficiente di avversione al rischio (λ) si giungerebbe all'identificazione del portafoglio ottimo in modo forse più puntuale di quanto non accada facendo ricorso al semplice score del rischio.

È di tutta evidenza, infatti, che nel processo di selezione del portafoglio guidato dall'assegnazione di uno score per l'identificazione del profilo di rischio, l'asse delle ordinate non è di nessuna utilità in quanto non si prende in nessuna considerazione il trade-off tra rendimento e rischio che invece verrebbe opportunamente considerato dall'algoritmo proposto da Markowitz che, come noto, ipotizza sia l'avversione al rischio, sia la non sazietà dell'investitore.

L'eventuale comunicazione fornita al cliente circa le caratteristiche statistiche del portafoglio proposto in termini di rischio (deviazione standard pari al 10%⁽¹³⁾) apre evidentemente la porta ad alcune legittime richieste di spiegazione da parte del cliente. Rischiare il 10% significa esporsi ad una perdita massima del 10%? Se decidessi di rischiare di meno, quanto rendimento dovrei sacrificare? Ecco alcuni esempi di domande che un investitore razionale potrebbe formulare.

Si tratta di domande del tutto legittime: nel primo caso, è necessario sgombrare il campo dall'equivoco secondo cui la nozione di rischio equivalga a quella di perdita in quanto in ambito finanziario

⁽¹³⁾ Si assume ovviamente, a prescindere dal livello di disclosure che viene offerto, che l'intermediario conosca il livello di rischio del portafoglio proposto in quanto in caso contrario è difficilmente comprensibile come si possa considerare lo stesso coerente con le caratteristiche dell'investitore.

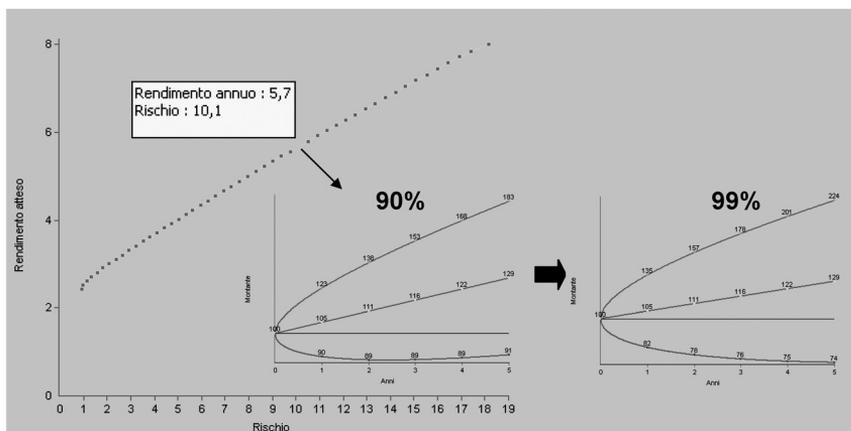
l'accezione corretta di rischio è l'aleatorietà dei risultati; nel secondo caso, è opportuno comprendere che la deviazione standard – così come altre misure di rischio – rappresenta momenti di una distribuzione successivi alla media e pertanto la sua comprensione non può prescindere dal momento primo, ossia dal rendimento atteso.

Con riferimento alla quantificazione del rischio ed alla capacità del cliente di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento, è opportuno ribadire che la perdita massima associata ai diversi investimenti è pari al 100%⁽¹⁴⁾. Ciò che differenzierà un investimento dall'altro sarà la probabilità che possano verificarsi eventi così estremi e, in funzione di tale probabilità, il mercato cercherà di riconoscere un premio per il rischio (rendimento atteso) in grado di remunerare l'investitore per il fatto di essersi assunto un rischio via via crescente. Non fornire alcuna indicazione sul rendimento di un investimento non agevola la scelta dello stesso in quanto sarà la remunerazione del rischio a far percepire come vantaggiosa o meno l'aleatorietà che grava sui rendimenti futuri. Trattando di probabilità e quindi di distribuzioni di frequenza, è ancora una volta opportuno introdurre delle ipotesi, a volte semplificatrici come quella dell'investitore razionale, che permettano di trasmettere al cliente cosa potrebbe accadere ad un investimento, ovviamente non nel 100% dei casi, ma in un intervallo di confidenza ritenuto ragionevole. Grazie a queste ipotesi semplificatrici un rendimento atteso del 5,7% ed una deviazione standard del 10,1% permettono all'investitore di comprendere che un capitale iniziale di 100 euro presenta un andamento probabilistico del montante, che nei prossimi 5 anni, potrebbe portare ad un valore massimo dei 183 euro e ad un valore minimo di 91 euro. È opportuno precisare che 9 euro non è la perdita massima conseguibile sia perché nel corso della vita dell'investimento il montante potrebbe risultare inferiore a 91 euro, sia perché dietro a questa stima si nasconde la definizione di un determinato intervallo di confidenza che, nella fattispecie, è pari al 90%. Ne discende che esiste una probabilità del 5% di ottenere risultati peggiori rispetto a

⁽¹⁴⁾ Si esclude il caso dei derivati e dei prodotti a leva che potrebbero determinare una perdita anche superiore al 100%.

quelli descritti dalla parte inferiore della curva che possono essere agevolmente catturati ampliando l'intervallo di confidenza considerato (ad esempio passando dal 90% al 99%). I valori estremi al termine del quinto anno sono rispettivamente pari a 224 e 74 euro.

Figura 4 – L'evoluzione probabilistica del montante.



Sebbene anche queste tecniche siano oggetto di critica ⁽¹⁵⁾, è bene precisare che l'obiettivo ultimo non è tanto quello di fornire previsioni puntuali in merito a quanto potrà accadere in un futuro per definizione ignoto, quanto piuttosto quello pedagogico di educazione del cliente a ragionare sull'incertezza ed a prefigurarsi situazioni future che potrebbero verificarsi e che saranno, per definizione, tanto peggiori quanto maggiore (minore) è il rischio (rendimento) associato ad ogni portafoglio.

Trattandosi, in ultima istanza, di un esercizio statistico fondato sull'ipotesi di distribuzione lognormale dei rendimenti, è bene precisare che soltanto l'etica e la correttezza dei comportamenti può arginare utilizzi non ortodossi di queste metodologie. Esistono peraltro esperienze aziendali nelle quali queste logiche sono diventate un elemento di condivisione fondamentale tra intermediario ed investitore sia all'avvio della relazione di clientela, sia nel monitoraggio dell'investimento.

⁽¹⁵⁾ Per tutti si legga Taleb in *Fooled by Randomness*, Random House, 2005.

4. *Le dimensioni del rischio.*

La trattazione del rischio è sinora avvenuta ipotizzando che la stessa abbia un'unica dimensione. In realtà, è opportuno segnalare che il rischio di uno strumento finanziario non è indipendente dal contesto nel quale lo stesso è collocato (il portafoglio) e dalla prospettiva temporale con la quale lo stesso viene acquistato.

La dimensione spaziale del rischio dipende, dunque, dalla contemporanea presenza all'interno di un portafoglio di più attività finanziarie. In termini formali è stato ancora una volta Markowitz a dimostrare che il rischio di un portafoglio è inferiore o uguale alla media ponderata dei rischi e che il beneficio della diversificazione in termini di riduzione del rischio è strettamente legato al livello di correlazione che lega le parti che compongono il portafoglio stesso.

Ne discende che la valutazione dell'adeguatezza di un investimento non può avvenire se non a livello di portafoglio per non incorrere nella spiacevole situazione di dover considerare non adeguate, e quindi non effettuabili, tutte quelle operazioni relative ad attività il cui rischio totale non sarebbe coerente con il profilo di rischio dell'investitore se acquistate isolatamente, ma che, grazie all'effetto della diversificazione, beneficiano di una significativa riduzione del loro rischio.

Un esempio può contribuire ancora una volta ad illustrare i termini del problema. Si ipotizzi che un investitore sulla base delle risultanze del questionario sia associato ad un livello di rischio medio (la nozione di rischio medio ovviamente è priva di qualunque significato e sarebbe auspicabile che i concetti qualitativi fossero sostituiti da quelli quantitativi) e che una banca abbia associato questo profilo di rischio ad un portafoglio investito al 50% in azioni ed al 50% in obbligazioni. È ragionevole attendersi che le azioni abbiano un rischio superiore a quello delle obbligazioni e che il rischio del portafoglio non sia una media dei due in quanto ciò che rileva è, come detto, la correlazione tra le due componenti del portafoglio⁽¹⁶⁾.

⁽¹⁶⁾ Utilizzando i dati storici relativi all'ultimo decennio il rischio della componente obbligazionaria rappresentata dall'indice JPM Globale è pari a circa il 5,3%, mentre

Una prassi di mercato piuttosto diffusa porta ad ignorare questo principio base della moderna teoria di portafoglio inducendo gli intermediari a ragionare non in una logica di portafoglio ma per singola operazione, limitandosi ad identificare come adeguate per un certo profilo di rischio le attività che presentino un livello di rischio minore o uguale a quello di volta in volta analizzato.

Figura 5 – Profili di rischio e prodotti adeguati.

Profili di rischio	Classificazione Prodotti	Adeguatezza
1	A, B, C	A, B, C
2	D, E, F	A, B, C, D, E, F
3	G, H, I	A, B, C, D, E, F, G, H, I
4	L, M, N	A, B, C, D, E, F, G, H, I, L, M, N
5	O, P, Q	A, B, C, D, E, F, G, H, I, L, M, N, O, P, Q

Ne discende che, sebbene l'ottimizzazione di portafoglio potrebbe suggerire di includere nel mix coerente con il profilo 3 anche i titoli L, M, N, O, P e Q, il cui rischio verrebbe smorzato dalla contemporanea presenza di altri titoli, la procedura di adeguatezza bloccherebbe l'operatività in quanto prevarrebbe la logica in virtù della quale non si possono inserire nel portafoglio attività che presentano un rischio maggiore rispetto a quello identificato dalla profilatura del cliente.

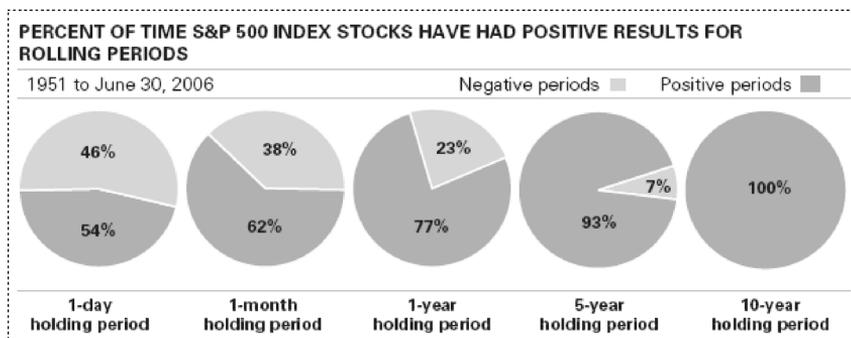
Un primo importante sforzo che gli intermediari dovrebbero fare, visto che la normativa non impedisce di ragionare a livello di portafoglio, è quello di incorporare nei propri modelli il concetto di diversificazione non soltanto nella fase della costruzione dei portafogli

quello della componente azionaria rappresentata dall'indice MSCI Globale è pari a circa il 16,4%. Avendo una correlazione storica pari a 0,23 il rischio di un portafoglio equiripartito è pari al 9,17%, in luogo del 10,85% che rappresenta la media ponderata dei rischi.

ma anche nella fase di valutazione della loro coerenza con il profilo di rischio dell'investitore.

Una seconda importante dimensione del rischio che dovrebbe essere tenuta in debita considerazione riguarda la dinamica temporale dell'investimento. Questa variabile assume rilevanza per due ragioni fondamentali. La prima è che il rischio di un'attività finanziaria non è indipendente dall'orizzonte temporale utilizzato per la sua misurazione ed esistono numerose verifiche empiriche circa il miglioramento del trade-off tra rendimento e rischio all'aumentare dell'orizzonte temporale. Una dimostrazione piuttosto intuitiva in tal senso è quella che registra la percentuale di periodi positivi e negativi dello S&P 500 su diversi orizzonti temporali.

Figura 6 – Il ruolo dell'orizzonte temporale: il caso dello S&P 500.



Fonte: www.dws.investments.com

Sebbene questa evidenza empirica non consenta di affermare che investendo per dieci anni sul mercato americano delle aziende a grande capitalizzazione si elimini ogni possibilità di perdita, è lecito affermare che la rischiosità implicita in questo mercato può essere affrontata con maggiore tranquillità da chi abbia davanti a sé un orizzonte temporale sufficientemente lungo che gli consenta di assorbire eventuali perdite sfruttando un principio di diversificazione temporale.

È di tutta evidenza che il primo anno di investimento sarà identico sia per l'investitore caratterizzato da un orizzonte temporale annuale che per quello che presenta una prospettiva di più lungo termine e, pertanto, ciò che fa la differenza nella valutazione dell'ade-

guatezza non è tanto il mercato quanto la capacità di attendere la maturazione del premio per il rischio cui il mercato inevitabilmente espone.

Un'altra modalità per tener conto dell'orizzonte temporale riguarda l'acquisto di determinati mercati con la logica dell'investimento sistematico, ossia destinando con regolarità un certo ammontare su un determinato mercato per un periodo di tempo sufficientemente lungo. Questa tecnica di mitigazione del rischio si fonda sulla convinzione che l'investimento sistematico tolga emotività all'investitore quasi costringendolo ad onorare il proprio impegno psicologico ad investire anche in periodi negativi e, così facendo, si ottiene una compensazione tra le perdite eventualmente realizzate e l'abbassamento del prezzo medio di acquisto e tra i guadagni e l'aumento del prezzo medio di acquisto. In definitiva, quindi, il range di possibili risultati ottenuti a scadenza appare, nel caso di un investimento sistematico, meno aleatorio rispetto a quello che si sarebbe ottenuto con un investimento in un'unica soluzione.

Il riferimento contenuto nell'art. 40 del Regolamento Consob in base al quale "una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se avvenga con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente" è auspicabile che possa essere letto anche in senso contrario per tener conto dell'effetto prodotto dall'investimento sistematico sulla rischiosità dell'operazione considerata.

5. *Conclusioni.*

La disciplina MiFID ha ribadito due concetti che sono alla base di un corretto rapporto tra intermediario ed investitore (know your customer rule e suitability rule) imponendo, per via normativa, quanto dovrebbe stare a cuore a qualunque impresa desiderosa di offrire un servizio di qualità alla propria clientela. Le specificità del settore finanziario e le particolari esigenze di tutela del risparmiatore hanno indotto a definire delle regole di buon senso difficilmente contestabili in quanto ispirate a principi precedentemente af-

fermati dalla letteratura. Il parametro di avversione al rischio del modello di Markowitz racchiude in sé i concetti appena ricordati escludendo la possibilità di costruire portafogli che non siano adeguati e coerenti con il trade off rendimento-rischio accettato dal cliente.

Le indicazioni regolamentari sono state tradotte dagli operatori in un diffuso utilizzo di questionari e nella prassi di valutare l'adeguatezza a livello di singola operazione e non di portafoglio, definendo modelli che appaiono decisamente distanti dall'evoluzione che sia la moderna teoria di portafoglio, sia la più recente behavioural finance hanno prodotto.

L'auspicio è, pertanto, che si giunga presto ad una maggiore aderenza tra modelli teorici, prassi operative e prescrizioni normative affinché mediante questa triangolazione sia davvero salvaguardata la tutela degli investitori e venga consentito agli intermediari che vantano tecniche più sofisticate di differenziarsi in termini di livello di servizio. La disciplina dovrebbe, in altri termini, essere da stimolo allo sviluppo di tecniche innovative che, nel rispetto delle regole, consentano di seguire l'evoluzione del mercato esattamente come è già accaduto in altri ambiti con l'accettazione, a fini regolamentari, dei modelli interni di stima del rischio.

BIBLIOGRAFIA

MARKOWITZ H.M. (1952), *Portfolio Selection*, The Journal of Finance, Vol. VII, March.

POMANTE U. (2008), *Asset Allocation Razionale*. Bancaria, Roma.

KAHNEMAN D., TVERSKY A. (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, Econometrica, n. 2.

EMANUELE MARIA CARLUCCIO

L'ATTIVITÀ DI CONSULENZA NEL RISPARMIO GESTITO: PROFILI FINANZIARI E NORMATIVI

SOMMARIO: 1. I driver di valore nel servizio di consulenza alla clientela privata. – 1.1. I modelli di *financial planning*. – 1.2. Il posizionamento del portafoglio attuale. – 1.3. La selezione dei prodotti/gestori con cui comporre il portafoglio. – 1.4. La *performance attribution*. – 2. La consulenza in materia di investimenti nel contesto pre e post MiFID. – 2.1. Lo status giuridico della consulenza finanziaria e i suoi protagonisti. – 2.2. Il contenuto dell'attività di consulenza in materia di investimenti. – 3. Conclusioni.

1. *I driver di valore nel servizio di consulenza alla clientela privata.*

Obiettivo di questo contributo è riflettere, in primo luogo, sui driver di valore alla base del servizio di consulenza finanziaria alla clientela privata per verificare, poi, se la recente evoluzione della normativa in materia si traduca in vincoli o in opportunità per lo svolgimento dell'attività stessa sulla falsariga di quanto ritenuto opportuno/auspicabile per una risposta esaustiva alle aspettative/esigenze della clientela.

Ai fini della nostra analisi, il processo di investimento può essere schematicamente distinto in quattro fasi principali:

- la scelta delle asset class con cui comporre i portafogli strategici;
- la costruzione dei portafogli efficienti espressi in termini di asset class;
- l'abbinamento dell'investitore ad uno dei portafogli efficienti sulla base della sua personale propensione/tolleranza al rischio e in funzione dell'orizzonte temporale che caratterizza il suo obiettivo di investimento;
- la scelta dei prodotti (fondi, Sicav, ETF o, più semplicemente, titoli) con cui costruire materialmente i portafogli; questa scelta determina, tra l'altro, in funzione della tipologia di strumento selezionato, il grado di rischio attivo che l'investitore decide di assumere rispetto al benchmark identificativo del portafoglio strategico.

Nel prosieguo dell'analisi, ci si soffermerà sulle ultime due fasi ora indicate in quanto si darà per scontato che siano già stati scelti i mercati/settori/comparti con cui costruire i portagli e che sia stata già costruita una frontiera efficiente mediante un robusto e rigoroso processo di ottimizzazione del portafoglio⁽¹⁾. L'analisi prenderà, quindi, le mosse dalle modalità di abbinamento delle caratteristiche del cliente con i portafogli efficienti della frontiera per passare poi, una volta individuato il portafoglio ideale, alla traduzione di quest'ultimo da portafoglio in benchmark in portafoglio di prodotti.

Va subito chiarito come la selezione del portafoglio ideale per il cliente sia un passaggio assolutamente cruciale per l'efficacia dell'intero processo di investimento; mentre, infatti, la variabilità dei rendimenti dei portafogli rientra nell'alea fisiologica di un investimento finanziario, l'insoddisfazione derivante da un disallineamento tra il livello di rischio tollerato e quello effettivamente registrato ha conseguenze più gravi e più durature, anche, e soprattutto, in un'ottica commerciale. Senza addentrarci in un'analisi approfondita delle argomentazioni teoriche riguardanti il tema dell'avversione al rischio, ci si limita, in questo contesto, a presentare due strumenti pratici che possano essere di aiuto nella ricerca di un abbinamento ottimale cliente-portafoglio:

- i modelli di financial planning;
- il posizionamento del portafoglio attuale.

1.1. *I modelli di financial planning.*

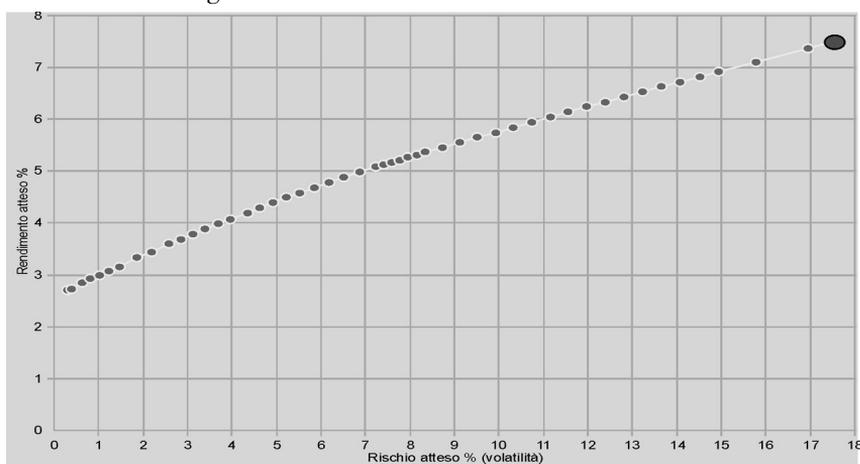
Un primo approccio che può essere utilizzato – spesso in alternativa o congiuntamente al classico questionario a risposta multipla – è legato alla fissazione, da parte del cliente, di un obiettivo finanziario specifico. Per potere valutare analiticamente il grado di raggiungibilità di un obiettivo finanziario occorrono, oltre alle stime di rendimento e alle volatilità attese dei diversi portafogli (elementi indispensabili già

⁽¹⁾ Per una analisi dettagliata dei modelli a supporto delle scelte di portafoglio dei consulenti e dei gestori si rinvia a POMANTE U., *Asset allocation razionale*, Bancaria Editrice, Roma, 2008.

nella fase di costruzione della frontiera e, quindi, certamente disponibili in questo stadio del processo di investimento), un modello di evoluzione probabilistica dei valori di portafoglio. Il più diffuso e semplice da utilizzare è il modello lognormale, ovvero il modello di evoluzione dei prezzi azionari alla base di gran parte della moderna teoria della finanza. Ogni obiettivo finanziario di investimento richiede l'esplicitazione, dato il capitale iniziale disponibile, di tre obiettivi/vincoli: il montante finale desiderato, il periodo nel quale si intende raggiungere il risultato e il livello di confidenza con cui lo si vuole raggiungere.

Gli esempi che seguono sono basati su un modello lognormale e su un set di 50 portafogli disponibili lungo una frontiera efficiente, con valori di rendimento compresi tra 2.6% e 7.5% e valori di rischio (espresso in termini di volatilità annua dei rendimenti) compresi tra lo 0.4% e il 17.5%.

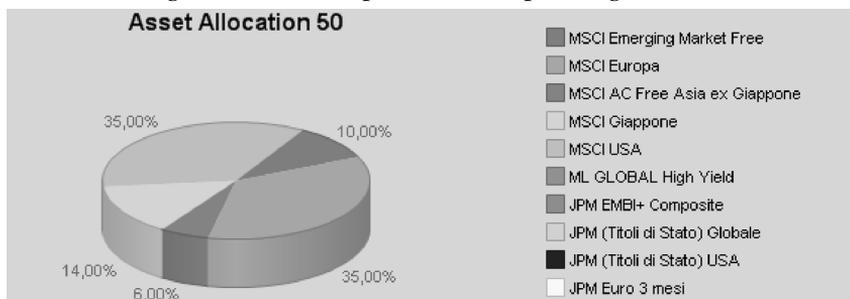
Figura 1 – La frontiera efficiente utilizzata.



Immaginiamo, come primo caso, che il cliente, partendo da un capitale iniziale di 100, intenda raggiungere, al termine di un periodo di investimento di 5 anni, un montante finale di 140, con una probabilità almeno pari al 50%. Sulla base di questi obiettivi, è consapevole di dover accettare una composizione di portafoglio decisamente “aggressiva”. Il modello lognormale può mostrare come nessuno dei portafogli presenti sulla frontiera sia in grado di raggiungere l'obiettivo desiderato: tra tutti i portafogli, però, quello che più si avvicina al tar-

get prefissato è il portafoglio più rischioso evidenziato con il punto in grassetto sulla frontiera efficiente di Figura 1: si tratta del portafoglio n. 50 – che si caratterizza per un rendimento atteso annuo del 7.51% e per una deviazione standard annualizzata del 17.55% – del quale si riporta di seguito la composizione per asset class.

Figura 2 – La composizione del portafoglio n. 50.



I dati del modello lognormale relativi al portafoglio in esame, sono i seguenti:

Financial Planner

Capitale iniziale : 100

Capitale finale : 140

Orizzonte temporale (anni) : 5

Probabilità (%): 50

Priorità

Avanti

Esci

Rendimento : 7,51

Deviazione standard : 17,55

Verifica Obiettivi

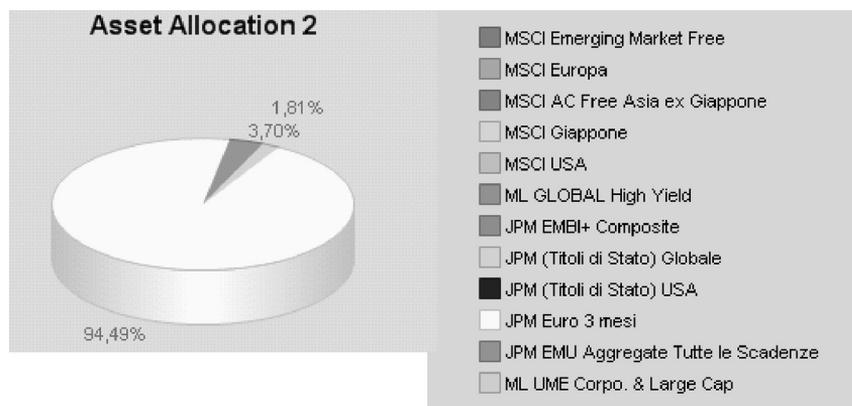
Capitale iniziale	Capitale finale	Orizzonte temporale	Probabilità
104,1	140	5	50
100	134,49	5	50
100	140	5,68	50
100	140	5	45,59

La parte inferiore della tabella deve essere interpretata nel modo seguente: dato un capitale di 100, il montante di 140 può essere raggiunto in 5 anni con una probabilità solo del 45.59% (valore inferiore a quello richiesto dal cliente, ma valore massimo tra i portafogli disponibili). Lo stesso dato può essere interpretato in altri tre modi:

- dato un capitale iniziale di 100 e un montante obiettivo di 140, occorrono 5,68 anni per raggiungere l'obiettivo al 50%;
- dato un capitale iniziale di 100 e un orizzonte temporale di 5 anni, è possibile raggiungere al 50% un montante finale di 134,49;
- dati 5 anni di tempo e un montante finale di 140 da raggiungere al 50%, occorre avere a disposizione un capitale iniziale di 104.1.

Immaginiamo, poi, che un altro cliente formuli un obiettivo finanziario più conservativo: dato un capitale iniziale di 100, vorrebbe ottenere, sempre dopo 5 anni, un montante di 110 con una probabilità, però, questa volta, del 90%. In questo caso, l'obiettivo perseguito risulta raggiungibile investendo nel portafoglio n. 2 – che si caratterizza per un rendimento atteso annuo del 2,73% e per una deviazione standard annualizzata dello 0,38% – del quale si riporta qui di seguito la composizione per asset class.

Figura 3 – La composizione del portafoglio n. 2 della frontiera efficiente.



I dati del modello lognormale sono i seguenti:

Capitale iniziale	Capitale finale	Orizzonte temporale	Probabilità
97,17	110	5	90
100	113,21	5	90
100	110	3,89	90
100	110	5	100

Il portafoglio 2 massimizza la probabilità di raggiungimento dell'obiettivo, che supera (100% contro 90%) quella richiesta. Gli altri valori riportati nella tabella del tool di financial planning possono essere interpretati, come nel caso precedente, ricordando che ogni riga presenta un quartetto di variabili coerenti, in cui tre sono fisse sui valori indicati dall'investitore e la quarta mostra il valore richiesto per garantire la coerenza con i dati di rendimento/rischio impostati:

- dato un capitale iniziale di 100 e un montante obiettivo di 110, bastano 3,89 anni per raggiungere l'obiettivo al 90%;
- dato un capitale iniziale di 100 e un orizzonte temporale di 5 anni, è possibile raggiungere al 90% un montante finale di 113,21;
- dati 5 anni di tempo e un montante finale di 110 da raggiungere al 90%, è sufficiente investire un capitale iniziale di 97,17 per raggiungere l'obiettivo.

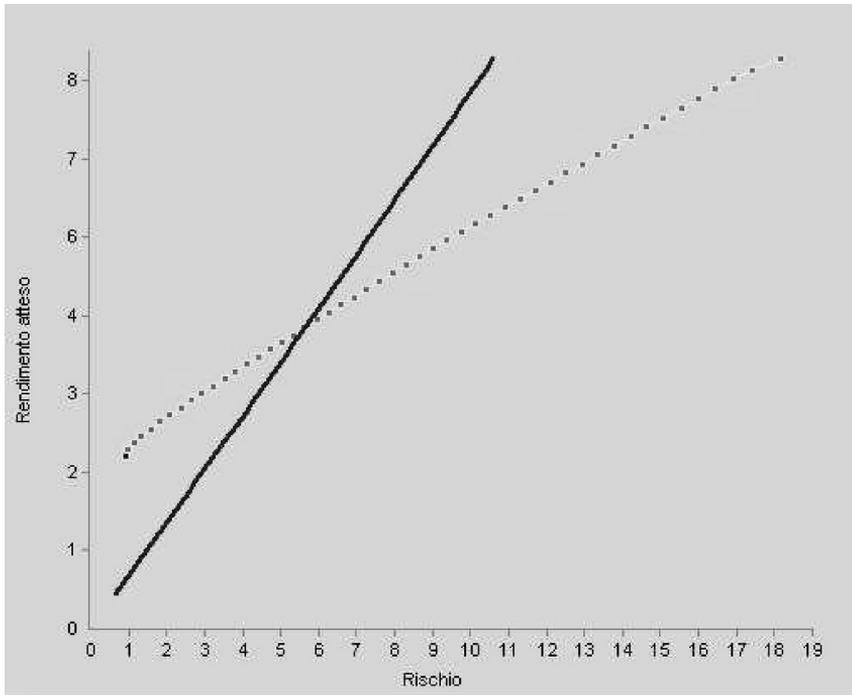
In alcuni casi il cliente può identificare più obiettivi di investimento differenti, magari caratterizzati da diversi orizzonti temporali. L'approccio migliore, in questo caso, consiste nel costruire più portafogli ottimali, uno per ogni obiettivo di investimento. L'aggregazione di questi portafogli può essere poi letta come un unico portafoglio, ma sotto diversi punti di vista (costruzione, monitoraggio, rendicontazione) può risultare molto più efficace considerare i portafogli separatamente. Ciò consentirà, tra l'altro, al consulente di verificare nel tempo con il cliente il raggiungimento degli obiettivi finanziari prefissati.

Il modello qui esposto può anche essere interpretato sulla base del concetto di *shortfall* che non esprime tanto un obiettivo finanziario "positivo" – da raggiungere – quanto piuttosto un obiettivo finanziario negativo – da evitare – identificando un risultato soglia al di sotto del quale l'investitore, con un elevatissimo grado di confidenza, non vorrebbe scendere. Applicando il criterio di *shortfall*, quindi, non si giunge all'identificazione di un singolo portafoglio ammissibile (se non in casi molto particolari), ma alla definizione di un'intera area ammissibile della frontiera efficiente, costituita da tutti quei portafogli efficienti in grado di soddisfare il vincolo di *shortfall*. Graficamente, il vincolo di *shortfall* è costituito da una retta (la c.d. linea di *shortfall*) a sinistra della quale giacciono i portafogli in grado di soddisfare il vincolo.

Anche nel caso della linea di *shortfall*, applicando il modello lognormale dei rendimenti, si riesce ad incorporare agevolmente l'orizzonte temporale nelle scelte di investimento: un aumento dell'*holding period* dell'investitore, a parità di vincolo di *shortfall*, causerà un abbassamento della linea di *shortfall* e, conseguentemente, portafogli via via più rischiosi rientreranno nell'area dei portafogli ammissibili.

La figura che segue offre un'evidenza del funzionamento della linea di *shortfall*.

Figura 4 – La linea di shortfall con conservazione del capitale dopo 5 anni al 95%



1.2. *Il posizionamento del portafoglio attuale.*

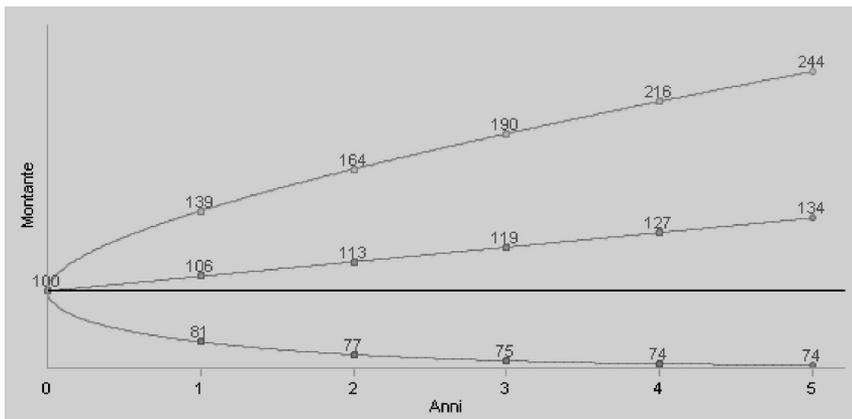
Un altro criterio di classificazione del cliente è quello del confronto con il suo portafoglio attuale. Accade raramente, infatti, che il promotore o il consulente si trovi di fronte a un cliente “vergine”, con un patrimonio liquido da investire e nessun investimento finanziario già in essere. Spesso, al contrario, l’obiettivo del promotore/consulente consiste proprio nel documentare al cliente le motivazioni che dovrebbero spingerlo a modificare la struttura del suo portafoglio attuale che può diventare la base rispetto a cui dimostrare i potenziali guadagni di efficienza derivanti da una corretta asset allocation strategica. Per potere però documentare questi vantaggi occorre superare alcuni ostacoli. Anzitutto occorre convertire il portafoglio attuale del cliente, che potrà essere costituito tanto da singoli titoli quanto da fondi comuni o altri stru-

menti di investimento collettivo, in un portafoglio di asset class uguali a quelle utilizzate nella costruzione della frontiera efficiente; proprio per questo motivo è opportuno che la frontiera efficiente sia rappresentativa, in termini di asset class investibili, dell'universo che il cliente ha a disposizione⁽²⁾. Una volta ricostruito il portafoglio attuale del cliente in asset class, la prima verifica che andrà condotta è se questo portafoglio incorpori un livello di rischio compatibile con quello tollerabile dal cliente. La semplice rassicurazione da parte del cliente sotto questo profilo purtroppo non è sufficiente, in quanto occorre verificare che il portafoglio sia stato testato sotto diverse condizioni di mercato. Molti investitori, nel periodo 1997-2000, detenevano portafogli più rischiosi di quanto non fossero in grado di tollerare, ma non ne erano coscienti in quanto il mercato in quegli anni presentava solo volatilità "positiva". Può essere quindi utile, in questo contesto, ricorrere

⁽²⁾ La conversione da singoli strumenti ad asset class non è sempre agevole e presenta problemi distinti a seconda che le attività detenute dal cliente siano singoli titoli o strumenti di investimento collettivo. Nel primo caso, i titoli andranno ricondotti ad un indice di mercato incluso nella costruzione della frontiera efficiente. Se il portafoglio titoli è ben diversificato, questa traduzione è sufficientemente agevole; se, al contrario, è molto concentrato, questo processo può risultare più complesso: nel caso di un portafoglio titoli con beta molto diverso da uno, una soluzione può consistere nel sovrappesare o sottopesare il mercato nella ricostruzione del portafoglio attuale a seconda che il beta sia maggiore o minore di uno. Se nel portafoglio del cliente sono presenti, invece, fondi comuni di investimento, si possono seguire diverse alternative: la più semplice, dato che ormai tutti i prodotti distribuiti in Italia sono assoggettati alla comunicazione di un benchmark, è quella di usare il benchmark ufficiale e/o la categoria di appartenenza. Gli svantaggi di questo approccio sono due: da un lato non è detto che il gestore "segua" con fedeltà il benchmark, che potrebbe avere una mera valenza normativa o commerciale; dall'altro non è garantito che il benchmark ufficiale sia composto da indici inclusi o includibili nella frontiera efficiente utilizzata per la costruzione dei portafogli. La via probabilmente più efficace è, quindi, quella di utilizzare la style analysis che consente, grazie ad un'analisi statistica dei rendimenti storici del fondo, di ricostruirne deduttivamente la composizione del portafoglio in un dato numero di asset class, che a questo punto coincideranno con quelle utilizzate nella costruzione della frontiera. I vantaggi di questo approccio sono molteplici: da un lato, infatti, si ha la possibilità di basare le proprie valutazioni sui dati di rendimento effettivamente conseguiti dal fondo; dall'altro, la style analysis fornisce anche un indicatore di qualità del risultato raggiunto, rappresentato dall' R^2 dell'analisi di regressione. Alti valori di R^2 testimonieranno l'efficacia dell'analisi, garantendo quindi che i risultati ottenuti siano affidabili.

allo strumento del montante probabilistico che consente di quantificare al cliente i livelli di perdita massima probabilistica cui si sta esponendo con le proprie scelte.

Figura 5 – La traiettoria di sviluppo probabilistico del montante: 5°, 50° e 95° percentile del montante a 5 anni del portafoglio esaminato in precedenza (rendimento atteso annuo del 7.51% e deviazione standard annualizzata del 17.55%).



Una volta effettuata questa verifica e una volta accertata, quindi, anche l'eventuale esigenza di riposizionamento sotto il profilo del rischio, è possibile confrontare il portafoglio del cliente con la frontiera efficiente, documentando al cliente i vantaggi che possono derivare dalla scelta di portafogli in indici caratterizzati da un miglior trade off rendimento-rischio.

1.3. La selezione dei prodotti/gestori con cui comporre il portafoglio.

La scelta del portafoglio ottimale e, quindi, la definizione di un'asset allocation strategica non conclude, però, il processo di investimento coordinato dal consulente a favore dell'investitore, in quanto l'effettiva implementazione dell'asset allocation target necessita, a valle, dell'individuazione dei prodotti/gestori nei quali investire/ai quali assegnare i relativi mandati. Si può facilmente argomentare, in-

fatti, che un'errata selezione del gestore può compromettere la performance del portafoglio, definito in sede di asset allocation strategica, almeno quanto un'errata previsione degli input (rendimenti, rischi e correlazioni) che sono alla base della definizione del portafoglio modello. Nel procedere alla selezione dei prodotti/gestori, quindi, si deve partire dal presupposto che l'investitore non desideri solamente centrare gli obiettivi di investimento strategici ma anche tentare di conseguire un differenziale positivo di performance rispetto al portafoglio target di riferimento. Per giungere ad un *blending* di gestori idoneo a perseguire entrambi gli obiettivi, si deve applicare una metodologia robusta, e al tempo stesso trasparente, che comprende strumenti di natura sia quantitativa sia qualitativa. Alla domanda "quale mix di prodotti/gestori è più adatto per l'implementazione di una strategia di investimento su un determinato mercato/comparto di riferimento", si dovrebbe rispondere tenendo presente che i gestori possono propendere per i seguenti approcci:

- gestione passiva;
- gestione a rischio attivo controllato;
- gestione attiva.

Il consulente dovrebbe essere in grado di scegliere tra le strategie citate alla luce, soprattutto, del grado di efficienza del mercato/comparto/settore in cui si intende applicarle. Più precisamente, tanto più un mercato è efficiente, tanto più elevata è la probabilità che le scommesse attive rispetto al benchmark non siano adeguatamente remunerate e, dunque, che sia "violata la legge" (o meglio l'attesa) di un maggior rendimento (attivo) a fronte di un maggior rischio (attivo). Se si seguisse la filosofia che risiede all'interno della logica dell'asset allocation strategica che conduce alla costruzione dei portafogli modello, la scelta di gestori passivi sarebbe quella più coerente sia con la Capital Market Line di Sharpe, sia con il desiderio di realizzare esattamente quanto contenuto nel modello di ottimizzazione stessa, senza introdurre distorsioni derivanti dalla gestione attiva.

Sviate analisi di mercato effettuate negli ultimi anni dimostrano come in mercati quali l'Obbligazionario Internazionale, l'Obbligazionario ed il Monetario Area Euro o l'Azionario America Large Cap e l'Azionario Europa gli investitori non abbiano mediamente percepito alcuna remunerazione per il rischio attivo sopportato;

sembrerebbe, pertanto, poco sensato, dovendo assicurare la copertura di tali asset class, focalizzare l'attenzione su *asset managers* attivi. Considerazioni opposte vengono, invece, formulate per il comparto Azionario Italia che ha continuato a presentarsi come un mercato inefficiente e che, in quanto tale, ha concesso ampi spazi di manovra ai singoli gestori. In queste particolari condizioni, quindi, la probabilità di sovra-performare il mercato è decisamente più elevata rispetto ai mercati citati in precedenza e conseguentemente le scommesse attive rispetto al benchmark potrebbero trovare una giusta remunerazione. In una posizione intermedia, rispetto a quelle sinora citate, si collocano, poi, altri comparti quali l'Azionario Emerging Market, l'Azionario Giappone e l'Azionario Pacifico nei quali sembrano sussistere alcuni spazi di manovra per una gestione attiva. Ciò, evidentemente, non vuol dire che vi sia la certezza di ottenere un risultato positivo ma, più semplicemente, che sussistano quantomeno maggiori possibilità di extra performance per le scommesse assunte da un gestore dotato di buone capacità analitiche e/o di vantaggi informativi. In tale ottica, potrebbe risultare interessante implementare una strategia cosiddetta a rischio controllato che si propone come una soluzione intermedia tra la gestione attiva vera e propria e la gestione passiva per beneficiare dei vantaggi che la gestione attiva può offrire conferendo al gestore la libertà di scostarsi dal benchmark entro, però, limiti prestabiliti e normalmente espressi in termini di tracking error volatility o di scostamento percentuale massimo rispetto ai titoli/settori che compongono il parametro di riferimento. La ricerca di differenziali di rendimento positivi rispetto al benchmark comporta due importanti conseguenze: in primo luogo non è possibile escludere a priori che il risultato effettivamente conseguito dal gestore, per effetto di un'errata selezione dei titoli e/o di un errato market timing, sia inferiore rispetto a quello del benchmark; in secondo luogo, il costo del servizio di gestione è inevitabilmente più alto rispetto alla gestione passiva in quanto è necessario remunerare il gestore e gli analisti che supportano le scelte. Ne discende che le scommesse del gestore non devono limitarsi a battere il benchmark, ma anche a coprire i maggiori costi associati a tale gestione. Il vantaggio normalmente associato a questa modalità di gestione è che la sovra/sottoperformance del gestore rispetto al

benchmark si colloca all'interno di un range ristretto, riducendo, pertanto, il rischio di risultati pesantemente più bassi rispetto al mercato di riferimento. Accanto ad una corretta individuazione del portafoglio più adatto alle caratteristiche soggettive dell'investitore (soprattutto orizzonte temporale e avversione al rischio) e alla traduzione del portafoglio strategico in un mix ottimale di titoli/prodotti di risparmio gestito, un ultimo contributo rilevante che il cliente privato dovrebbe pretendere di ricevere nell'ambito di un servizio di consulenza consiste nella ricostruzione della performance con un *feedback* periodico che, possibilmente, non si limiti alla sola *disclosure* del rendimento storico conseguito dal portafoglio rispetto a quello del benchmark su un certo orizzonte temporale di riferimento. Circoscrivere l'analisi a queste sole informazioni, infatti, equivarrebbe a misurare un fenomeno, quello della performance relativa, senza ricercare le cause delle eventuali deviazioni – sia in termini di segno, sia in termini di dimensione – della performance del portafoglio gestito rispetto all'indice di riferimento.

1.4. *La performance attribution.*

Proprio per rispondere a questa esigenza di un'informativa più dettagliata, la *performance attribution analysis* si pone l'obiettivo di evidenziare l'impatto che alcune scelte gestionali hanno generato tra il risultato complessivo del portafoglio e quello del benchmark attraverso la scomposizione della performance relativa in varie parti, attribuibili a fattori esplicativi distinti e riconducibili ad aspetti di rilievo del processo di investimento, consentendo l'individuazione dei relativi punti di forza e di debolezza. Non è questa la sede per ripercorre i diversi modelli che la letteratura finanziaria ha proposto in materia di *risk management*⁽³⁾ e di *performance attribution*⁽⁴⁾ per

⁽³⁾ Per una analisi dettagliata degli strumenti e delle tecniche per la misurazione, scomposizione e allocazione del rischio si rinvia a BRAGA M.D., *Il risk budgeting nell'asset management*, Bancaria Editrice, Roma, 2008.

⁽⁴⁾ BRAGA M.D., CUCURACHI P.A., *Le metodologie di performance attribution*

cui ci si limita a mettere in evidenza il contributo offerto dal più “autorevole” modello di natura contabile – quello di Brinson-Hood-Beebower⁽⁵⁾ – che risale alla metà degli anni '80 e che, focalizzandosi su una accezione di performance relativa del portafoglio rispetto al benchmark intesa come la differenza, ad un generico istante t , tra il rendimento complessivo del portafoglio e quello del benchmark, affronta il problema della misurazione del contributo delle decisioni di investimento in modo tale che la somma algebrica degli effetti ad esse associati risulti uguale, per dimensione e per segno, alla performance relativa complessiva.

Nel modello di Brinson et al., le attività giudicate rilevanti nell'ambito del processo di gestione sono:

- la politica di asset allocation strategica, ossia le decisioni di ripartizione della ricchezza disponibile tra le diverse asset class in considerazione del rendimento “passivo” che da esse ci si attende;
- il market timing, ossia l'assunzione deliberata e consapevole di decisioni di scostamento (sovrappeso/sottopeso) dai pesi normali attribuiti – in sede di asset allocation strategica – alle diverse asset class; tali decisioni di scostamento vengono assunte sulla base delle mutevoli aspettative in merito ai profili di rischio e di rendimento delle stesse su un orizzonte temporale di breve-brevissimo termine, tipico di quella che viene definita l'attività di *tactical asset allocation*;
- lo *stock/fund picking* o la *security selection*, ossia la decisione di modificare la composizione di una o più asset class rispetto all'apposito indice di riferimento nel tentativo di trarre profitto dalle situazioni di *mispricing* evidenziate dal mercato a livello di singolo titolo o di singolo fondo. Questo ambito di intervento presuppone

nella gestione del risparmio, volume della collana Studi&Ricerche, Egea, Milano, febbraio 2005.

⁽⁵⁾ Il modello di Brinson-Hood-Beebower, seppure non collocabile cronologicamente tra le metodologie di *performance attribution* più moderne, suggerisce il procedimento di scomposizione della performance relativa sottostante alla maggioranza dei software oggi diffusi nelle realtà aziendali. I motivi di questo successo e dell'attenzione ricevuta dal modello di Brinson et al. presso gli operatori devono rinvenirsi soprattutto:

- nella facilità dei calcoli da esso richiesti;
- nella facilità di interpretazione e, quindi, nell'intuitività dei risultati forniti.

un'attività di microanalisi finalizzata, appunto, alla selezione delle *securities*, dei titoli/fondi più promettenti.

Le ultime due attività ora menzionate rappresentano le forme di gestione attiva di un portafoglio di investimento. Una volta definiti i fattori che contribuiscono alla performance, per determinarne l'importanza relativa si deve disporre di un metodo in grado di scomporre il rendimento complessivo in rendimenti parziali da attribuire ai singoli fattori identificati. Gli input indispensabili per l'applicazione del metodo di Brinson sono rappresentati, a livello di singola asset class, dai rendimenti e dai pesi – sia passivi/ipotetici, sia attivi/effettivi. L'analisi dei rendimenti di Brinson et al., con l'evidenziazione delle diverse misure di performance, possono essere riepilogate in un'unica matrice a quattro quadranti di seguito rappresentata:

La matrice per il calcolo dei rendimenti secondo il metodo di Brinson et al.

<p>(IV) Rendimento effettivo del portafoglio</p> $\sum_i w_a^i \times r_a^i$	<p>(II) Rendimento da asset allocation e market timing</p> $\sum_i w_a^i \times r_b^i$
<p>(III) Rendimento da asset allocation e security selection</p> $\sum_i w_b^i \times r_a^i$	<p>(I) Rendimento da asset allocation strategica (o policy return)</p> $\sum_i w_b^i \times r_b^i$

Gli effetti della gestione professionale del portafoglio, esposti nella tabella precedente congiuntamente al risultato dell'asset allocation strategica, possono essere evidenziati in modo autonomo e, conseguentemente, interpretati come rendimenti incrementali il cui contributo risulterà, alternativamente, positivo o negativo. La scissione a tal fine necessaria è operata attraverso semplici operazioni di sottrazione/addizione tra risultati presenti nei diversi quadranti della matrice sopra riportata. Queste operazioni sono evidenziate nello schema successivo dal quale emerge che gli effetti delle diverse azioni di management attivo, se sommati algebrica-

mente, restituiscono la misura del valore complessivamente raggiunto dalla gestione.

La misurazione degli effetti dell'active management

Azione attiva di cui si misura il contributo di performance	Misurazione (a livello di quadranti)
Effetto Market Timing	II – I
Effetto Stock/Fund picking	III – I
Effetto interazione	IV – III – II + I
Performance relativa totale	IV – I → (II-I)+(III-I)+(IV-III-II+I)

Una volta ricostruito l'approccio metodologico con il quale il consulente finanziario dovrebbe procedere alla individuazione del portafoglio ottimale per il cliente, alla selezione, poi, del mix di gestori/prodotti con cui implementare le decisioni stesse di investimento, e, da ultimo, alla scomposizione della performance per mettere in risalto, nel tempo, i driver di creazione del valore è giusto chiedersi con quale logica questa attività di consulenza dovrebbe essere remunerata dal cliente. Se, infatti, è vero che la filosofia prevalente sul mercato è quella di remunerare chi gestisce la relazione con il cliente mediante la retrocessione di una quota parte, ancorché rilevante, della management fee, è facile concludere che il consulente si troverà spesso inevitabilmente di fronte ad un pesante conflitto di interesse: il mix di prodotti selezionati per il cliente è davvero quello maggiormente in grado di soddisfare le aspettative e i desiderata del cliente stesso o rappresenta, piuttosto, il compromesso migliore in considerazione, anche, del profilo commissionale con cui l'attività del consulente deve essere remunerata? In modo ancora più esplicito: è ipotizzabile che il consulente, alla luce delle considerazioni fatte in precedenza, individui per un numero elevato di comparti (e, quindi, per porzioni rilevanti del portafoglio del cliente) fondi/Sicav a gestione passiva o addirittura ETF – che, proprio per le loro caratteristiche, sono prodotti a management fee assolutamente contenuta – se l'attività di analisi/valutazione/selezione deve comunque trovare soddisfazione nella quota parte di management fee retrocessa dalla società di gestione a chi segue gli aspetti relazionali con la clientela?

È abbastanza facile argomentare che da tale conflitto di interessi sarebbe agevole uscire nel momento in cui si abbandonasse la logica della retrocessione delle commissioni di gestione per andare a remunerare l'attività di assistenza alla clientela con una vera e propria fee di consulenza. Ma l'evoluzione recente della normativa in materia di consulenza suggerisce questo cambio di approccio? Proprio per rispondere a questo quesito, risulta opportuno effettuare qualche riflessione sulla situazione pre e post MiFid nel contesto specifico della consulenza in materia di investimenti.

2. *La consulenza in materia di investimenti nel contesto pre e post MiFID.*

La trasposizione in Italia della MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) ha implicato modifiche significative alle “colonne portanti” della disciplina domestica dell'intermediazione finanziaria rappresentate, per quanto qui interessa, a livello primario, dal Testo Unico della Finanza (cioè dal decreto legislativo n. 58/1998), aggiornato mediante il decreto legislativo n. 164 del 17 settembre 2007 e, a livello secondario, dal regolamento Consob n.11522/1998 sulla disciplina degli intermediari sostituito dal regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007.

L'evoluzione normativa relativa all'attività di consulenza in materia di investimenti può essere colta dal raffronto tra il previgente quadro nazionale e quello nuovo, appunto, derivante dalla MiFID a seguito del suo recepimento mediante i provvedimenti appena menzionati. Procedendo nel modo descritto, come si vedrà, si giunge all'identificazione di differenze attinenti sia lo *status* giuridico dell'attività di consulenza, sia il contenuto, cioè il perimetro dell'attività di consulenza in materia di investimenti. Naturalmente, l'evidenziazione di tali discordanze non è fine a sé stessa, bensì intende fornire gli elementi utili per tentare di avanzare una risposta ad un interrogativo di indubbio rilievo: le innovazioni di carattere normativo/istituzionale si traducono in vincoli o in opportunità per lo svolgimento dell'attività di consulenza finanziaria sulla falsariga di quanto ritenuto opportuno/auspicabile? In altri termini, la nuova cornice norma-

tiva esprime dei fattori incentivanti o dei fattori ostativi per l'esercizio di un servizio di consulenza finanziaria inteso in modo conforme alla interpretazione fornita dalla disciplina dell'economia degli intermediari finanziari?

2.1. *Lo status giuridico della consulenza finanziaria e i suoi protagonisti.*

Prendendo le mosse dall'analisi dello *status* giuridico dell'attività di consulenza, va subito detto che nel quadro normativo previgente essa è rintracciabile, fin dall'entrata in vigore del decreto legislativo n. 415/1996 (il cosiddetto "decreto Eurosim"), all'interno dell'elenco dei cosiddetti *servizi accessori*. Non essendo, questi ultimi, attività sottoposte a riserva di legge, si è dovuto accettare che, per oltre dieci anni, l'attività di consulenza finanziaria potesse essere svolta da chiunque, in forma sia individuale, sia societaria. Come ben sottolineato in una comunicazione Consob, tuttavia, qualora quell'attività fosse stata svolta da intermediari autorizzati e disciplinati, ai sensi del Testo Unico della Finanza, in relazione all'esercizio di attività di intermediazione finanziaria sottoposte a riserva di legge, cioè classificate come servizi di investimento, essa sarebbe stata assoggettata alle stesse regole di condotta previste per questi ultimi. Pertanto, non è azzardato asserire che, nel contesto ante-MiFID, non solo l'attività di consulenza finanziaria era totalmente libera, ma anche che risultava negato un principio di omogeneità di trattamento in ordine allo svolgimento di una stessa attività da parte di soggetti diversi.

Per effetto della MiFID, nell'ambito del Testo Unico della Finanza aggiornato, come già detto, il 17 settembre 2007, si assiste ad un "cambio di collocazione" per la consulenza finanziaria, la quale viene annoverata tra i servizi di investimento acquisendo, indubbiamente, in una prospettiva istituzionale, maggiore dignità rispetto al passato. L'immediata conseguenza del nuovo *status* giuridico è, infatti, la qualificazione della medesima come attività riservata e la subordinazione del suo esercizio sistematico e professionale al conseguimento di un'apposita autorizzazione. Si può far notare che l'intento di rendere la consulenza un'attività ad "accesso controllato"

era stato chiaramente enunciato dalla cosiddetta MiFID 1 (direttiva 2004/39/CE) fin dall'inizio e, precisamente, nel considerando n. 3 in cui si leggeva: *“Per via della sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate, è opportuno includere la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione”*. Per i risparmiatori, il mutamento nello *status* giuridico intervenuto corrisponde ad un innalzamento del livello di tutela loro riconosciuto dal sistema, poiché consente di avvalersi di un servizio di consulenza proveniente da soggetti (persone giuridiche o persone fisiche) che sono legittimati a fregiarsi della qualifica di consulente a seguito di un vaglio indipendente e oggettivo, anziché per proprio arbitrio, come accaduto nel recente passato. In definitiva, quindi, la chiara identificazione di una gamma di attori ammessi all'esercizio dell'attività di consulenza finanziaria costituisce un passo in avanti rispetto al contesto istituzionale ante-MiFID. Questa circostanza, tuttavia, non risulta sufficiente per sostenere che la disciplina post-MiFID abbia costituito un passo avanti per l'attività di consulenza dal momento che, come ricordato in apertura, i profili da valutare sono più d'uno.

2.2. Il contenuto dell'attività di consulenza in materia di investimenti.

Fatta chiarezza circa il posizionamento giuridico dell'attività di consulenza e i potenziali player cui è demandata questa attività, occorre approfondire i suoi contenuti ed accertare, anche sotto questo aspetto, eventuali cambiamenti indotti dal recepimento delle direttive europee. In verità, nel quadro normativo previgente, non era rintracciabile né a livello di normativa primaria, né a livello di normativa secondaria alcuna definizione dell'oggetto del servizio, fino a quel momento accessorio, di consulenza. A tale lacuna aveva nel tempo sopperito Consob mediante proprie comunicazioni. Secondo la nozione avanzata dall'autorità di vigilanza, *“l'attività di consulenza consiste, in linea generale, nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica ed agli obiettivi del cliente stesso”*. In una successiva comunicazione, la commissione

aveva poi aggiunto che “*l’attività suscettibile di costituire oggetto di un rapporto di consulenza [...] è non solo quella che si risolve nell’indicazione di specifiche scelte di investimento, ma anche quella che si concretizza in una pianificazione sistematica del portafoglio finanziario del cliente*”.

Gli sforzi della Consob avevano inoltre condotto all’identificazione di connotati e di attributi distintivi dell’attività in esame che concorrevano a completarne la definizione. Essi possono essere così riportati:

- bilateralità e personalizzazione del rapporto tra consulente e cliente, a significare che il rapporto tra i due dovrebbe fondarsi sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso in modo tale che le indicazioni siano elaborate in considerazione della situazione individuale dello specifico investitore;
- tendenziale omnicomprensività, da interpretarsi come inesistenza di limitazioni prefissate quanto ai prodotti finanziari di investimento sui quali può vertere il servizio di consulenza;
- neutralità del consulente, definita come strutturale indipendenza o autonomia del consulente circa gli investimenti da consigliare;
- specificità del corrispettivo, nel senso che l’unica remunerazione percepita dal consulente doveva essere quella ad esso pagata dal cliente nell’interesse del quale era stato prestato il servizio di consulenza.

Da quanto precede, è lecito ricondurre ai pronunciamenti ripetuti nel tempo dalla Consob due conseguenze importanti. La prima è il consolidamento e la conseguente applicazione di un’accezione della consulenza finanziaria citata nell’elenco dei servizi accessori come attività dal perimetro potenziale piuttosto ampio, che può includere le diverse prestazioni in cui si esplica, per utilizzare una terminologia anglosassone ormai comune, il cosiddetto *financial planning* (ad esempio, definizione di un portafoglio diversificato di mercati finanziari adatto allo specifico investitore, traduzione dell’asset allocation in un portafoglio di strumenti e prodotti di investimento, monitoraggio periodico della performance e del rischio del portafoglio, decisioni di investimento/disinvestimento su singoli strumenti). Detto diversamente, nei passaggi precedenti è piuttosto agevole cogliere

l'ammissibilità e il rilievo, alla luce dei previgenti confini regolamentari della consulenza finanziaria, di tutte le funzioni, siano esse provenienti dall'area della distribuzione o da quella della produzione, in cui auspicabilmente deve trovare espressione questa attività per soddisfare le esigenze del cliente.

La seconda consiste nell'aver tracciato una linea di confine decisa tra la consulenza pura o oggettiva o cosiddetta consulenza "in senso proprio", rispondente alla descrizione prima fornita, e la consulenza strumentale. Quest'ultima era intesa come attività di illustrazione/delucidazione delle caratteristiche di un prodotto e/o di uno strumento finanziario da parte di un intermediario (per il tramite dei propri dipendenti o dei propri promotori finanziari nel caso essa fosse svolta al di fuori della sede o delle dipendenze dell'intermediario) avendo l'intermediario stesso un "interesse" all'effettuazione dell'investimento analizzato. Detto ciò, è facile comprendere che l'aggettivo "strumentale" voleva sottolineare che tale forma di consulenza, diversamente dalla consulenza oggettiva, non aveva né una rilevanza autonoma, né un'ampia portata, bensì presentava un carattere ausiliario e ancillare rispetto allo svolgimento di un servizio principale (tipicamente quello di collocamento, cioè la promozione e la vendita di prodotti e servizi finanziari) di cui avvertiva l'influenza. Per questi motivi, non si è mai riconosciuta alla consulenza strumentale dignità tale da essere specificamente contemplata tra i servizi accessori (che, diversamente, hanno accolto la consulenza oggettiva) e si è ritenuto che essa fosse automaticamente assorbita nella disciplina riguardante i servizi di investimento, cioè quelli principali. Naturalmente, la distinzione tracciata ha avuto i suoi riflessi sulla remunerazione ammessa per le due diverse forme di consulenza. Si è assistito ad una remunerazione esplicita e nella forma di parcella per la consulenza pura e ad una remunerazione implicita e "camuffata" nonché confusa da e con commissioni di collocamento e gestione nel caso della consulenza strumentale.

Volendo avanzare delle conclusioni, alla luce di tutti gli elementi discussi, è sensato pensare che, all'interno dell'ordinamento nazionale vigente fino all'implementazione della MiFID 1 e 2 (rispettivamente direttiva 2004/39/CE e direttiva 2006/73/CE), l'attività di consulenza finanziaria si potesse ritenere interpretata ed esercitata con pie-

nezza e correttamente solamente da quegli intermediari e da quelle persone fisiche (anche se in tal caso, purtroppo, senza alcun vaglio obbligato) in grado di svolgere, senza conflitti di interesse e senza condizionamenti o limiti imposti da specifici prodotti, tutte le diverse tappe in cui si estrinseca il *financial planning*.

A questo punto occorre esaminare se, ed in quale misura, il recepimento delle direttive comunitarie abbia modificato il quadro finora delineato. In primo luogo va segnalato che il legislatore europeo ha previsto all'art. 4, paragrafo 4 della MiFID 1, una specifica definizione per l'attività di consulenza in materia di investimenti a cui il legislatore nazionale si è poi attenuto nell'art. 1, 5-septies del nuovo Testo Unico della Finanza. Ai fini del presente lavoro, il suo richiamo è sicuramente un buon punto di partenza. Ebbene, nell'art. 5-septies del TUF si legge: "*Per consulenza in materia di investimenti si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canale di distribuzione*". Nell'esplicitazione del significato di raccomandazione personalizzata è evidente l'influsso esercitato soprattutto dalla MiFID 2 la quale aveva provveduto a fornire il seguente chiarimento: "*Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona, o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e deve raccomandare la realizzazione di un'operazione appartenente ad una delle seguenti categorie:*

a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento;

b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito ad un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario.

Una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico".

Nelle disposizioni fondamentali sul tema vigenti dal 1° novem-

bre 2007, e appena proposte, si rinvengono elementi innovativi o comunque di discontinuità con il recente passato. Innanzitutto, è palese l'enfasi posta nel nuovo assetto normativo esclusivamente sulla caratteristica della personalizzazione della raccomandazione. Ciò contrasta significativamente con gli esiti della trascorsa attività interpretativa della Consob entrati nelle comunicazioni cui si è in precedenza fatto cenno in quanto conserva, come requisiti per il servizio di consulenza, solamente l'esistenza di un rapporto personalizzato rendendo però irrilevanti e, quindi, non necessari, pressoché tutti gli altri (neutralità del consulente, consigli omnicomprensivi, remunerazione autonoma e specifica); e l'aver abdicato a diversi dei requisiti prima sanciti, per lo meno in delibere dell'autorità di vigilanza, costituisce indubbiamente motivo di delusione. Non si può trascurare, poi, che, leggendo le disposizioni prima riportate, si percepisce anche una significativa limitazione dell'oggetto diretto della consulenza ovvero della raccomandazione personalizzata; in pratica esso consiste nel consiglio finalizzato al compimento di operazioni inerenti specifici e determinati strumenti finanziari. Per completezza, può essere utile segnalare che il riferimento non a un tipo di strumento finanziario bensì ad un determinato strumento finanziario è ribadito nell'81-esimo considerando di MiFID 2. Alla luce della posizione tanto del legislatore europeo quanto di quello italiano, pare giustificata, quindi, la sensazione che si avverte circa la scomparsa di una distinzione drastica tra consulenza oggettiva e consulenza strumentale, rilevando per la nuova cornice normativa unicamente l'idoneità del consiglio ad indurre il compimento di un'operazione in un certo strumento finanziario, trascurando la circostanza che esso appartenga o meno al catalogo di offerta dell'intermediario che sta prestando la consulenza e, quindi, non attribuendo alcuna enfasi alla questione della neutralità del consulente.

Stante la definizione di raccomandazione personalizzata adottata dalla MiFID, si fa strada un interrogativo rilevante: una consulenza generica che si estrinsechi in un'attività di pianificazione finanziaria – quale, ad esempio, la definizione dell'asset allocation strategica adatta ad un investitore – può configurare la prestazione di un servizio di consulenza secondo la MiFID? E, quindi, cessa oppure no di essere attività libera? Attraverso una lettura attenta dell'81-esimo

considerando della MiFID 2, si comprende agevolmente che una consulenza del tipo descritto non integra la nozione adottata dalla direttiva per il servizio di investimento rappresentato dalla consulenza. Questo dato di fatto, per il quale la più ampia e generica pianificazione finanziaria rimarrebbe una attività liberamente esercitabile, non deve tuttavia indurre a pensare, da un lato, che per i soggetti non autorizzati alla prestazione del servizio di investimento in esame, sia semplice sottrarsi alle regole previste per il suo esercizio dalle direttive e, dall'altro lato, che per i soggetti abilitati, non si possa assolutamente far rientrare il *financial planning* nell'esercizio del servizio.

Per quanto riguarda la prima categoria di soggetti, va tenuto presente che essi incorrerebbero nell'impossibilità di tradurre la propria attività di consulenza generica in raccomandazioni personalizzate su determinati strumenti finanziari (il che, ad esempio, servirebbe per guidare l'implementazione di una certa diversificazione di portafoglio per mercati attraverso il ricorso a fondi comuni di investimento), pena "l'accusa" di esercizio abusivo di un servizio di investimento, fattispecie per la quale l'articolo 166 del Testo Unico della Finanza prevede sanzioni penali non trascurabili. Il motivo è che il riferimento all'idoneità di specifici prodotti (per continuare con l'esempio, i fondi) per la realizzazione del portafoglio personalizzato integrerebbe la prestazione nei confronti del cliente del servizio di consulenza in materia di investimenti vero e proprio.

Con riferimento alla seconda categoria di soggetti, il fatto che essi non debbano rinunciare al *financial planning* come espressione dell'attività di consulenza, può ragionevolmente intuirsi dall'82-esimo considerando della MiFID 2, che così recita: "*Gli atti compiuti dall'impresa di investimento che siano preparatori alla prestazione di un servizio di investimento o allo svolgimento di un'attività di investimento devono essere considerati come parte integrante di tale servizio o attività. Tra tali atti rientra ad esempio la prestazione di consulenza generica da parte dell'impresa di investimento a clienti o potenziali clienti prima o nel corso della prestazione di consulenza in materia di investimenti o di qualsiasi altro servizio o attività di investimento*". Stando alla disposizione appena riportata, la consulenza generica, quando rappresenta un momento strumentale di un altro servizio di investimento (che potrebbe essere quello di consulenza vera e propria e cioè di

espressione di raccomandazioni personalizzate su specifici strumenti), viene attratta da quest'ultimo e dalla sua disciplina.

Con riguardo in generale ai soggetti abilitati ai servizi di investimento, giova segnalare che, ancora una volta, dall'81-esimo considerando della MiFID 2, pare sensato ricavare che anche se la consulenza generica non dovesse risultare un momento preparatorio ma un momento fine a sé stesso, l'intermediario non si sottrarrebbe del tutto alle più generali norme di comportamento da rispettare all'atto della prestazione dei servizi di investimento ai clienti previste dall'articolo 19 paragrafi 1 e 2 della MiFID 1. Esso, infatti, prevede: *"...Tuttavia se l'impresa di investimento fornisce una consulenza generica ad un cliente in merito ad un tipo di strumento finanziario che essa presenta come adatto per tale cliente, considerate le sue particolari caratteristiche, e tale consulenza non è in realtà adeguata per tale cliente o non è basata sulla considerazione delle sue caratteristiche, in funzione delle circostanze di ciascun caso, è probabile che tale impresa violi l'articolo 19, paragrafo 1 o 2, della direttiva 2004/39/CE. In particolare, è probabile che l'impresa che fornisce ad un cliente tale consulenza violi l'obbligo di cui all'articolo 19, paragrafo 1, di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti. Analogamente o alternativamente, tale consulenza sarebbe probabilmente in contrasto con il requisito di cui all'articolo 19, paragrafo 2, che le informazioni indirizzate dalle imprese di investimento ai clienti siano corrette, chiare e non fuorvianti"*.

3. Conclusioni.

Gli elementi fino a questo punto esposti consentono di avanzare alcune considerazioni conclusive. La prima consiste nel riconoscere che, con l'avvento del nuovo impianto normativo, l'attività che viene identificata come consulenza in materia di investimenti finanziari vera e propria non coincide con quanto considerato tale in passato e, in particolare, assume un contenuto meno ampio, consistendo nel fornire raccomandazioni personalizzate su singoli strumenti finanziari. Tale scelta, a parere di chi scrive, può aver implicato una caduta di attenzione verso la dimensione strategica del problema di al-

locazione della ricchezza dell'investitore e l'assistenza specialistica che la sua risoluzione richiederebbe attribuendo, per contro, una maggiore enfasi alla questione del *product picking*. In seconda battuta, si può percepire una maggiore contiguità, non nel contenuto o sul piano giuridico, ma nel suo concreto esercizio, tra consulenza finanziaria e altri servizi di investimento (in primis il servizio di collocamento e di gestione di portafogli). Con ciò non si vuole dire che tali servizi non possano in nessun caso essere esercitati se a monte non è stato erogato un servizio di consulenza finanziaria bensì che la prestazione del servizio di consulenza spinge più "naturalmente" al successivo collocamento o sottoscrizione di prodotti disponibili presso colui che presta il servizio di consulenza. Detto in altri termini, sembra essersi fatta più difficile, da parte dell'intermediario, la prestazione isolata, autonoma del solo servizio di consulenza in materia di investimenti. Da ultimo, va ribadito che il posizionamento e la qualificazione della consulenza post-MiFID non preclude lo svolgimento della consulenza generica ovvero dell'attività di financial planning e di consulenza su categorie di strumenti finanziari anziché solo su uno specifico strumento finanziario. Ciò nonostante, non è possibile esprimere totale soddisfazione per le scelte operate dalla MiFID e, successivamente, dal legislatore nazionale in quanto si può definire sprecata l'occasione per portare su un livello superiore (quello di servizio di investimento) la forma di consulenza che, in virtù di quanto illustrato nella prima parte di questo contributo, costituirebbe l'attività a maggior valore aggiunto, in quanto quella i cui contenuti sarebbero più preziosi. In altre parole, sarebbe stato preferibile collocare, tra le attività riservate, la consulenza intesa come *financial planning* in posizione prioritaria e non, invece, come un qualcosa che merita riconoscimento solo se ancillare al rilascio di raccomandazioni su singoli strumenti.

BIBLIOGRAFIA

BRAGA M.D., CUCURACHI P.A., *Le metodologie di performance attribution nella gestione del risparmio*, volume della collana Studi&Ricerche, Egea, Milano, febbraio 2005.

- BRAGA M.D., *Il risk budgeting nell'asset management*, Bancaria Editrice, Roma, 2008.
- BRINSON G.P., HOOD L.R., BEEBOWER G.L., "Determinants of Portfolio Performances", in *Financial Analysts Journal*, July-August, 1986.
- BRINSON G.P., SINGER B.D., BEEBOWER G.L., "Determinants of Portfolio Performance II: An update", *Financial Analysts Journal*, May-June, 1991.
- POMANTE U., *Asset allocation razionale*, Bancaria Editrice, Roma, 2008.

MICHELE DE MARI

LA “NUOVA” CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI TRA FATTISPECIE E DISCIPLINA (*)

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La “nuova” consulenza in materia di investimenti come attività riservata. – 3. La fattispecie. – 3.1. Segue: il perimetro oggettivo. – 3.2. Segue: il perimetro soggettivo (in particolare i consulenti finanziari-persone fisiche). – 3.2.1. Segue: il modello organizzativo e la tenuta dell’albo dei consulenti finanziari-persone fisiche. – 4. La consulenza “indipendente” ed il recupero della “neutralità” attraverso la tecnica del conflitto d’interessi. – 5. Gli obblighi informativi e l’assenza della forma contrattuale scritta (cenni).

1. *Premessa.*

Tra le numerose e cospicue novità contenute nel nuovo testo del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito anche detto TUF) – novellato dal d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164⁽¹⁾, che ha recepito la direttiva n. 2004/39/CE del 21 aprile 2004 (*Market in Financial Instruments Directive*, c.d. MiFID) e la direttiva di “livello 2” n. 2006/73/CE del 10 agosto 2006⁽²⁾ – vi è certamente quella concer-

(*) Il presente scritto sviluppa ed approfondisce la relazione tenuta il 23 giugno 2008 all’Università degli Studi di Verona (Facoltà di Economia), in occasione del Convegno su “*La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative. Un confronto tra giuristi ed economisti*”. Una prima versione di questo lavoro è stata pubblicata sulla *Rivista della Banca e del Mercato Finanziario* (2008, I, pp. 393-423).

⁽¹⁾ Pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale (Suppl. Ord.)* dell’8 ottobre 2007, n. 234.

⁽²⁾ Non può, ovviamente, essere questa la sede per ripercorrere le tante novità (ed i nessi intercorrenti tra le stesse) che il legislatore nazionale ed i regolamenti attuativi della Consob, della Banca d’Italia e del Ministero dell’Economia hanno introdotto (e stanno tuttora introducendo) nel nostro ordinamento con il recepimento delle direttive MiFID citate, né per tentare una ricognizione, ancorché solo per rapidi richiami, delle numerose innovazioni normative (per una panoramica generale cfr. C. COMPORTI, *La direttiva europea “MiFID”: le principali innovazioni*, in *Riv. dir. banc. merc. finanz.*, 2007,

nente il *nuovo* servizio di investimento denominato “consulenza in

II, p. 57). Né tantomeno si possono qui discutere le numerose critiche, che non sono mancate, al processo di elaborazione della MiFID per il ruolo dominante svolto dalla potente Autorità di vigilanza inglese (la *Financial Services Authority, FSA*), che avrebbe imposto, a livello europeo, una forte ripresa dei modelli di intermediazione di tipo anglosassone, non in linea con le necessità di tutela dei risparmiatori italiani e soprattutto lontani dalla struttura del mercato italiano (G. SABATINI, *La legge sulla tutela del risparmio: le prossime tappe*, in *La legge per la tutela del risparmio (un confronto tra giuristi ed economisti)* a cura di P. Abbadessa e F. Cesarini, Bologna, p. 283 ss.).

Ciò su cui vale invece qui la pena di indugiare è come la nuova legislazione (e la regolamentazione attuativa che ne è scaturita) sembri individuare – nell’ottica di una accresciuta tutela dell’investitore – tre filoni generali, tre grandi aree, intorno alle quali ruotano poi le singole fattispecie ed i nuovi istituti.

Al riguardo è in primo luogo importante ricordare che *i) si moltiplicano i luoghi o le sedi di negoziazione degli strumenti finanziari* (cc.dd. *trading venues*): da qui la previsione, accanto ai ben noti *mercati regolamentati* (art. 61 ss. TUF), di nuovi *sistemi multilaterali di negoziazione* (la cui gestione esercitata professionalmente nei confronti del pubblico dà ora luogo – ai sensi dell’art. 1, co. 5-*octies*, TUF – ad un nuovo ed autonomo servizio d’investimento, quello appunto di “*gestione di sistemi multilaterali di negoziazione*”) e degli *internalizzatori sistematici*, che altro non sono (art. 1, co. 5-*ter*, TUF) che gli stessi intermediari che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio, negoziando “in casa” (ossia fuori dai mercati regolamentati o dai sistemi multilaterali di negoziazione), in contropartita diretta gli ordini dei clienti di segno opposto. E coerentemente con questa esigenza, da un lato, è venuta meno la facoltà di avvalersi della regola di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati (facoltà a cui era stata data attuazione nel nostro ordinamento dalla Consob in sede di regolamentazione secondaria, cfr. artt. 25 e 35, co. 4°, Reg. n. 11522/1998 ora abrogato) e, dall’altro, è stata ripensata la regola di *best execution* (cfr. artt. 45-48 Reg. Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 in materia di intermediari, di seguito RI) e sono stati previsti specifici regimi di *pre and post trade transparency* in funzione delle diverse sedi di negoziazione dove vengono scambiati gli strumenti finanziari (cfr. artt. 25 ss. Reg. Consob n. 16191 del 29 ottobre 2007 in materia di mercati).

La seconda *ii)* delle direttive sulle quali si muove la novella legislativa è quella della *modulazione delle regole di condotta* – e, segnatamente, degli obblighi informativi degli intermediari – *in funzione del servizio/attività di investimento prestato(a)* (valutazione dell’*adeguatezza*, per i servizi di consulenza e gestione di portafogli; valutazione dell’*appropriatezza*, per gli altri servizi; nessuna valutazione, per i servizi di mera esecuzione degli ordini, c.d. *execution only*, cfr. artt. 39-44 RI) e *della natura (retail)*, professionale o di controparte qualificata) del cliente destinatario del servizio/attività d’investimento (art. 34, co. 2 e co. 3, art. 40, co. 2 e co. 3, RI).

La terza *iii)* novità è rappresentata dal nuovo *sistema organizzativo degli intermediari finanziari* e, in particolare, dalle nuove funzioni aziendali di controllo di cui tali soggetti devono dotarsi, articolate in maniera *proporzionata* alla natura, alla dimensione ed alla complessità del singolo intermediario (cfr. art. 6, co. 2-*bis*, TUF e artt. 4-18 Reg. congiunto Banca d’Italia – Consob del 29 ottobre 2007, di seguito Reg. congiunto).

materia di investimenti” (di seguito, per brevità, anche solo “consulenza”).

La novità non risiede nel fatto che viene previsto un servizio di investimento sino ad oggi ignoto alla normativa italiana: la consulenza, infatti, come si sa, già figurava tra i servizi *accessori* previsti dal TUF (art. 1, co. 6, lett. f, vecchio testo), ma piuttosto nella circostanza che un servizio, qual è la consulenza, che appare come il più distante dalla tipica funzione intermediaria propria delle imprese di investimento, da un lato, acquista ora un rango “superiore”, diventando un servizio di investimento *principale*, e, dall’altro, viene a configurarsi in termini innovativi, sia sotto il profilo della fattispecie (nel suo perimetro oggettivo e soggettivo) sia sotto quello della disciplina applicabile.

Le ragioni di un tale cambiamento sono esplicitate nel 3° considerando della direttiva MiFID, il quale riconduce l’opportunità dell’inclusione della consulenza tra i servizi di investimento che richiedono un’apposita autorizzazione alla “*sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate*”. In realtà la “pericolosa” contiguità tra la consulenza e, in particolare, il servizio di gestione di portafogli – troppo spesso manifestatasi nella pratica e che, anche da noi, ha portato sovente a dissimulare elusivamente la prestazione del servizio di gestione di portafogli (attività che era ed è tuttora riservata) dietro lo schermo del servizio *accessorio* di consulenza, esercitabile, secondo la previgente disciplina da chiunque e liberamente (*i.e.*: senza autorizzazione) – ha certamente rappresentato una ragione in più (e decisiva) tra quelle che hanno spinto il legislatore comunitario (e ora quello nazionale) a fare della consulenza un’attività di investimento riservata⁽³⁾.

Intorno a queste tre aree tematiche ruota la nuova disciplina in materia di intermediari e mercati finanziari che non manca, come si diceva, di disciplinare fenomeni considerati da sempre particolarmente critici, come *l’esternalizzazione di funzioni o di servizi dell’intermediario* (artt. 19-22 Reg. congiunto) o come gli *incentivi* (i cc.dd. *inducements*) (artt. 52 e 73 RI), ovvero di ripensare la tematica dei *conflitti di interesse* (artt. 23-26 Reg. congiunto) e di *estendere talune delle regole di condotta* proprie degli intermediari finanziari anche *alle società di gestione del risparmio* che commercializzano quote o azioni di Oicr (artt. 64-77 RI).

⁽³⁾ In questo senso già FERRARINI, *Novità e problemi del Decreto Eurosim*, in Ban-

I motivi di novità e di interesse sembrano, già sulla base di questi primissimi cenni, tali da legittimare una nuova riflessione su questo istituto che, peraltro, non appare immune da dubbi e perplessità.

Attraverso la ricostruzione degli esatti contorni della figura sembra infatti emergere – come meglio si vedrà – un servizio che, a dispetto della sua rinnovata autonomia giuridica, si presenta (per i suoi contenuti oggettivi e per le modalità con cui viene offerto) privo dei caratteri della “neutralità” e spesso, se non sempre, in una posizione di strumentalità rispetto agli altri servizi d’investimento, pur essendogli riservata una disciplina alquanto rigorosa nella prospettiva della tutela dell’investitore.

L’interesse per la figura è altresì alimentato dalla circostanza che ora il nuovo testo dell’art. 18-*bis* del TUF consente anche alle persone fisiche di prestare il medesimo servizio di consulenza riservato agli intermediari finanziari; questa estensione della riserva di attività a favore di soggetti dotati di specifici requisiti e, in particolare, di quello dell’*indipendenza* determina una significativa variazione della fattispecie consulenza sul piano dei suoi elementi costitutivi, introducendo nel nostro ordinamento la consulenza c.d. indipendente, caratterizzata, almeno sul piano legislativo, dall’imparzialità e dall’obiettività del consulente.

Il binomio intermediari finanziari (imprese d’investimento/banche/società di gestione del risparmio/agenti di cambio) – consulenti persone fisiche esclude che altri soggetti, diversi da quelli menzionati, possano esercitare legittimamente l’attività in esame. Di questo importante limite insito nella nuova disciplina non risulta agevole trovare una giustificazione giuridica e logica adeguata.

ca, borsa, tit. cred., 1996, I, p. 884 ss.; v. anche L. SPADA, in M. DE MARI-L. SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, p. 107. Si tenga presente che i due servizi hanno una base comune, potendosi individuare l’elemento discrezionale tra gli stessi nella circostanza che “*l’obbligo di gestire comprende tanto l’obbligo di effettuare discrezionalmente valutazioni professionali circa le opportunità di investimento quanto l’obbligo di predisporre la possibilità che dette valutazioni si traducano in operazioni, elemento quest’ultimo che è assente nella prestazione del servizio di consulenza*” (cfr. comunicazione Consob n. DI/99023323 del 26 marzo 1999, leggibile all’indirizzo elettronico www.consob.it). Distinzione che trova ora altresì conferma nell’art. 35, 2° co., del Reg. congiunto.

In particolare, non si comprende perché la consulenza possa essere prestata dai consulenti-persone fisiche e non anche da formazioni associative, in possesso di analoghi requisiti, diverse dagli intermediari del mercato mobiliare: né può infatti ritenersi inibito in termini generali l'esercizio in forma societaria o associativa dell'attività di consulenza, essendo ormai abrogata, come si sa, ogni disposizione diretta a vietare la costituzione di società di persone o associazioni tra professionisti intellettuali⁽⁴⁾, né può ragionevolmente reputarsi che l'esercizio in forma societaria o associativa dell'attività di consulenza sia incompatibile o difficilmente coordinabile con la disciplina dell'albo dei consulenti persone fisiche⁽⁵⁾.

Nemmeno può seriamente opinarsi che una persona fisica, a parità di requisiti, offra ragioni di competenza professionale e di tutela a favore degli investitori maggiori rispetto a quelle che possono essere fornite da un'associazione o da una società che prestano professionalmente l'attività di consulenza.

Si noti peraltro che il combinato disposto dell'artt. 67, co. 1°, lett. c) e dell'art. 3 della Direttiva MiFID di "livello 1" sembrava lasciare facoltà agli Stati membri di prevedere che potessero operare legittimamente imprese esclusivamente autorizzate a prestare il servizio di consulenza senza detenzione di fondi o titoli dei clienti diverse dalle "imprese di investimento": il nostro legislatore non ha tuttavia esercitato questa opzione normativa⁽⁶⁾.

⁽⁴⁾ V., da ultimo, l'art. 2, co. 1, lett. c), l. 4 agosto 2006, n. 248 (c.d. "legge Bersani"), sul quale sia consentito rinviare a M. DE MARI, *Le società tra professionisti dopo la l. 4 agosto 2006, n. 248 (aspettando una disciplina generale)*, in *Società*, 2008, p. 668 ss.

⁽⁵⁾ Non è questo, naturalmente, il contesto per soffermarsi sui numerosi casi in cui il legislatore ha dato positiva soluzione a questo tipo di problematiche; qui si può soltanto ricordare che, in situazioni non troppo dissimili, si è semplicemente prevista l'iscrizione della formazione associativa in apposite sezioni speciali degli albi professionali, prevedendo una specifica responsabilità disciplinare anche a carico della stessa formazione associativa in caso di infrazioni: si veda, ad esempio, l'art. 27 del d.lgs. 2 febbraio 2001, n. 96 sulla società tra avvocati.

⁽⁶⁾ Pur con le necessarie cautele derivanti dall'accostamento a norme di diritto straniero che fanno parte di un sistema giuridico (che per quanto armonizzato è) diverso dal nostro, si noti che l'ordinamento francese, sul quale si avrà modo di tornare più avanti, consente, oltre che alle imprese di investimento e alle persone fisiche, anche alle *personnes morales* (diverse dalle *entreprises d'investissement*) di prestare l'attività di con-

A queste brevi note di premessa deve aggiungersi che la fattispecie in esame, pur essendo di stretto recepimento delle direttive MiFID, secondo il c.d. metodo Lamfalussy⁽⁷⁾, non può correttamente

sulenza in materia di investimenti finanziari (artt. L541-1, III, L541-2, *Code monétaire et financier*).

(7) È il caso di ricordare che il c.d. metodo Lamfalussy, proposto dall'omonimo Comitato di saggi, istituito dal Consiglio UE il 17 luglio 2000, e approvato dal Parlamento europeo il 5 febbraio 2002 nell'ambito del *Financial Services Action Plan*, si prefigge di disciplinare il settore dei mercati mobiliari (il metodo è stato poi esteso anche al comparto bancario ed assicurativo), realizzando gli obiettivi dell'*armonizzazione piena*, della *regolamentazione partecipata* e dell'*accelerazione del recepimento* della normativa comunitaria a livello nazionale. Il procedimento Lamfalussy è articolato su un approccio a quattro livelli: *i*) al livello 1, che corrisponde alla direttiva, sono stabiliti i principi quadro di carattere generale; *ii*) al livello 2 si prevedono le misure di esecuzione, adottate dalla Commissione con l'ausilio di due Comitati (il *Committee of European Securities Regulators [CESR]*, di natura tecnica, il quale svolge la sua attività in consultazione con gli operatori di mercato ed i consumatori, e lo *European Securities Committee [ESC]*, di natura politica); *iii*) al livello 3 – al fine di chiarire l'applicazione pratica delle disposizioni delle direttive di livello 1 e 2 – sono previsti gli orientamenti interpretativi non vincolanti della Commissione, del *Cesr* e delle Autorità nazionali di vigilanza; *iv*) il livello 4 prevede il c.d. *enforcement*, ossia il controllo sull'osservanza della disciplina (per ulteriori approfondimenti cfr. tutta la documentazione sul *Lamfalussy Report* e in particolare *The final report of the committee of wise men on the regulation of european securities markets* del 15 febbraio 2001, leggibile all'indirizzo elettronico <http://ec.europa.eu/internal-market/securities/lamfalussy/index>; nella letteratura giuridica ed economica cfr.: P. BILANCIA, *Alla ricerca di un mercato unico dei servizi finanziari*, in AA.Vv., *Tutela del risparmio, Authorities, governo societario*, Milano, 2008, p. 11; CAROZZI, *Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario europeo (opportunità, limiti, nuove soluzioni)*, Roma, 2007, *passim*; PICHLER, *Profili teorici e di regolamentazione dei sistemi finanziari*, Milano, 2005, p. 290 ss.; C. COMPARTI, *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, p. 269.

Le direttive MiFID delle quali qui ci occupiamo sono state recepite attraverso la procedura Lamfalussy (così come, peraltro, era già avvenuto per la direttiva n. 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 sui cc.dd. abusi di mercato e per la direttiva n. 2003/71/CE del 4 novembre 2003 relativa ai prospetti); sembra davvero che, all'esito del recepimento delle direttive MiFID, ormai in gran parte attuato sia a livello di legislazione primaria che di regolamentazione secondaria, gli obiettivi anzidetti (dai quali il metodo Lamfalussy muove) siano stati tutti realizzati. I *tempi di recepimento* sono stati di gran lunga inferiori ai tempi di recepimento delle direttive in altri settori (da 9 anni di media a 3-4 anni); in sede di recepimento è stato osservato ampiamente il canone della *legislazione partecipata* attraverso le consultazioni compiute dal *Cesr* (e v. ora anche l'art. 23 della legge c.d. sul risparmio, l. 28 dicembre 2005, n. 262, che ha espressamente previsto, a livello di normazione secondaria, la consultazione obbligatoria e preventiva, da parte delle Autorità di vigilanza, degli organismi dei soggetti vigilati e dei consumatori); la

essere intesa ed interpretata se non attingendo continuamente alle stesse fonti comunitarie da cui si origina, che costituiscono, accanto alla legislazione ed alla regolamentazione nazionale, terreno costante d'indagine del presente lavoro.

2. La "nuova" consulenza in materia di investimenti come attività riservata.

Prima di passare a considerare il "nuovo" servizio di consulenza, è bene ricordare che le novità normative di cui si è detto segnano, per alcuni versi, un ritorno al passato.

Nella vigenza della l. 2 gennaio 1991, n. 1 la "*consulenza in materia di valori mobiliari*" figurava tra le attività di intermediazione mobiliare, il cui esercizio era riservato per legge alle sim e alle banche, previa autorizzazione rilasciata, rispettivamente, dalla Consob e dalla Banca d'Italia (artt. 1, lett. e, 2 e 16, l. cit.).

Si trattava, dunque, di un'attività che poteva essere esercitata soltanto da determinati soggetti in possesso di ben precisi requisiti stabiliti dalla legge e solo sulla base del rilascio di un'apposita autorizzazione amministrativa. Questa attività – conviene ricordarlo – si andava ad aggiungere alle altre attività di intermediazione mobiliare, il cui svolgimento era consentito agli intermedi del mercato mobiliare. Comincia così sin d'allora ad emergere il carattere polifunzionale

comparazione tra i testi delle direttive ed il dettato legislativo e regolamentare dei vari Stati membri dimostrano che anche l'obiettivo dell'*armonizzazione piena* (salvo i casi cc.dd. di *opt out*, cfr. § 3.2) e del divieto di aggiunte normative nazionali (*gold plating*) sono stati rispettati (per un riscontro immediato cfr. la Guida redatta dall'*Autorité des Marchés Financier [AMF]* del maggio 2006, "*La directive sur le marchés d'instruments financiers: enjeux et conséquences pour la régulation française*", in http://www.amf-france.org/documents/general/6905_1.pdf). Molto utile ed opportuno infine si sta rivelando anche il livello 3 (cfr. 12° considerando della direttiva di "livello 2"), in virtù del quale gli orientamenti interpretativi delle Autorità competenti (ancorché non vincolanti) vengono rilasciati dalle Autorità al mercato in modo organico, razionale, partecipato e non occasionale, al fine di rendere meno incerta (e dunque più efficiente) la regolamentazione: cfr. i *Documenti Consob "Avvio del 'livello 3' sul nuovo regolamento intermediari. Confronto con il mercato" del 17 dicembre 2007 e del 2 maggio 2008*, in www.consob.it.

e despecializzato degli intermediari finanziari (non immune da comportamenti opportunistici rispetto agli interessi degli investitori, che gli intermediari sono tenuti a perseguire nell'ambito del mandato ricevuto) e si attesta, proprio in quel periodo, anche da noi l'idea "dell'illusione o del mito dell'intermediario neutrale"⁽⁸⁾; convinzione questa dell'intermediario *multiservices* in latente conflitto d'interessi che, come si specificherà più avanti, è oggi considerata fisiologica e implicitamente riconosciuta dal legislatore, il quale, tuttavia, tende a risolvere o meglio ad attenuare tale situazione, attraverso la previsione dell'obbligo per gli intermediari di applicare e mantenere in maniera proporzionata un'efficace politica di gestione dei conflitti d'interesse⁽⁹⁾.

Successivamente, con il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415⁽¹⁰⁾, la "consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari" degradava tra i *servizi accessori* e tale qualificazione ha conservato anche durante la vigenza del d.lgs. 58/1998 (art. 1, co. 6, lett. f, vecchio testo).

Ora la disposizione testé citata è stata abrogata dal nuovo TUF, il quale, da un lato, guardando al passato, pone la consulenza tra i servizi d'investimento riservati (art. 1, co. 5, lett. f e co. 5-*septies*) e, anzi, come si diceva, tra quelli di rango superiore⁽¹¹⁾, mutando, però, i contenuti della fattispecie rispetto al sistema previgente; dall'altro, innovando rispetto al passato, consente (tra le persone giuridiche), oltre che alle imprese d'investimento ed alle banche (art. 18, co. 1), an-

⁽⁸⁾ Così CERA, *Le società di intermediazione mobiliare*, nel *Tratt. soc. per az.* diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, 10*, p. 22; v. anche GANDINI, *La nozione di intermediazione mobiliare*, in *Contr. e impresa*, 1992, p. 143.

⁽⁹⁾ Il conflitto da prestazione congiunta di più servizi ("conflitto da polifunzionalità") è ora tipizzato dall'art. 38, co. 1, lett. a), Reg. congiunto che considera questa circostanza tra le "situazioni di conflitto di interessi potenzialmente pregiudizievoli per gli Oicr" e v. anche il 26° considerando della direttiva di "livello 2".

⁽¹⁰⁾ Il quale recepiva sul punto la direttiva n. 93/22/CEE, relativa ai servizi d'investimento nel settore dei valori mobiliari, che comprendeva la consulenza nell'elenco dei "servizi accessori" di cui all'allegato C della medesima direttiva.

⁽¹¹⁾ È altresì opportuno ricordare che gli intermediari già abilitati (alla prestazione anche di un solo servizio d'investimento) alla data del 31 ottobre 2007 sono stati autorizzati *ex lege* all'esercizio del servizio di consulenza, salvo loro contraria comunicazione alle Autorità di vigilanza competenti (che doveva essere inviata entro il 30 novembre 2007) (art. 19, commi 8, 9 e 10, d.lgs. n. 164/2007).

che alle società di gestione del risparmio nazionali ed armonizzate (art. 18, co. 2) di prestare il servizio di consulenza, ma soprattutto (tra le persone fisiche), oltre che agli agenti di cambio (art. 201, co. 7), estende la riserva di attività anche ai cc.dd. consulenti finanziari – persone fisiche (art. 18-*bis*), i quali possono esercitare l'omonimo servizio, secondo forme e modalità sulle quali si tornerà nel prosieguo con la dovuta attenzione, e comunque previa iscrizione nel nuovo Albo dei consulenti finanziari – persone fisiche. Restano (opinabilmente) fuori da questa bipartizione, come si diceva in premessa, tutte le formazioni associative diverse sopra menzionate.

In questo nuovo quadro la violazione della riserva di attività (*i.e.*: l'esercizio professionale e nei confronti del pubblico della consulenza senza la prescritta abilitazione) viene a costituire oltre che un illecito penale (previsto e sanzionato dall'art. 166, co. 1, lett. a, TUF) anche un nuovo illecito amministrativo, per il quale è disposta l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria dal nuovo testo dell'art. 190, co. 1, TUF. E se è vero che l'art. 190, co. 1, cit. non fa alcun riferimento all'art. 18-*bis*, TUF, rinviando alla sola violazione dell'art. 18, co. 1, TUF, sembra parimenti che ciò non escluda l'applicazione dell'art. 190, co. 1 al caso in cui il servizio di consulenza sia svolto da una persona fisica non abilitata. L'art. 18-*bis* (co. 1) – come si avrà modo di chiarire meglio – altro non è che un'estensione della riserva dell'attività di consulenza (prevista per le imprese di investimento e le banche *ex art.* 18 e per le sgr *ex art.* 33, TUF) a favore dei consulenti finanziari-persone fisiche.

Pertanto anche l'ipotesi del consulente finanziario-persona fisica c.d. abusivo (esercitante il servizio senza abilitazione) può farsi rientrare nell'ambito di applicazione dell'art. 190, co. 1, citato ed è suscettibile di essere sanzionata, oltre che penalmente, anche in via amministrativa sulla base delle disposizioni richiamate.

Per altro verso, non sembra possano esservi dubbi sul fatto che il contratto di consulenza concluso in difetto dell'abilitazione di legge sia nullo⁽¹²⁾.

⁽¹²⁾ La giurisprudenza è univoca in tal senso cfr., tra le altre, Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, in *Foro it., Rep.* 2001, voce *Contratto in genere*, n. 449; Id., 6 aprile 2001, n.

3. *La fattispecie.*

Un prima notazione che l'interprete non può esimersi dal fare è che – diversamente da quanto previsto dal d.lgs. n. 58/1998 previgente (nonché dalla direttiva n. 93/22/CEE cit.) – il nuovo TUF (sulla scia di quanto previsto dall'art. 4, co. 1, n. 4 della direttiva MiFID di “livello 1”) fornisce, per la prima volta, una definizione di consulenza, la quale, in quanto “*stipulazione o ridefinizione imperativa posta dal legislatore*”, è da considerarsi giuridicamente vincolante⁽¹³⁾.

Merita, al riguardo, ricordare come in precedenza il legislatore si limitasse ad elencare le denominazioni dei servizi di investimento principali ed accessori (art. 1, co. 5 e co. 6, TUF) senza fornire alcuna definizione degli stessi, e proprio in ragione di questa lacuna era poi la dottrina a cercare, non senza difficoltà, di ricostruire, sulla base della disciplina applicabile e tenendo conto anche di quanto emergeva dalla prassi degli operatori, la nozione dei singoli servizi d'investimento⁽¹⁴⁾; ora il legislatore della novella offre for-

5114, in *Foro it.*, 2001, I, 258; e v. altresì comunicazione Consob n. SGE/RM/91003084 del 10 giugno 2001, in *Bollettino Consob*, 1991, fasc. 6, p. 63. Mette conto sottolineare che il principio (secondo cui la mancanza dei necessari requisiti soggettivi di uno dei contraenti implica nullità) è stato normativamente recepito con riguardo ai contratti conclusi dagli *intermediari assicurativi* abusivi: l'art. 167 del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (“*Codice delle assicurazioni private*”) stabilisce espressamente che “*sono nulli i contratti conclusi con imprese non autorizzate (...)*”.

⁽¹³⁾ Sulle definizioni legislative e sulla loro vincolatività cfr. BELVEDERE, *Il problema delle definizioni nel codice civile*, Milano, 1977, p. 67 ss., p. 111 ss., p. 161; TARELLO, *L'interpretazione della legge*, nel *Trattato di dir. civ.* diretto da A. Cicu e F. Messineo (e continuato da L. Mengoni), I, t. 2, Milano, 1980, p. 153.

⁽¹⁴⁾ Cfr. COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, nel *Tratt. di diritto comm.*, diretto da G. Cottino, VIII, Padova, 2004, p. 236 ss. e v. altresì F. PARRELLA, *I contratti di consulenza finanziaria*, nel *Tratt. dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, t. II (*I contratti del mercato finanziario*), 2003, p. 851 s.

In questo lavoro di enucleazione degli elementi essenziali dei singoli servizi e, segnatamente, di quello di consulenza, si è distinta anche la Consob che, in più occasioni, ha puntualizzato quelli che – a suo avviso – erano i caratteri imprescindibili del servizio di consulenza pre-MiFID.

In proposito, tra le tante, si vedano le comunicazioni Consob n. BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994, in *Bollettino Consob* n. 5/1994, n. DI/98080597 del 14 ottobre 1988 e n. DI/30441 del 21 aprile 2000, leggibili all'indirizzo elettronico www.consob.it, dove – oltre ad individuare la nozione di consulenza in materia di in-

mule definitorie per le attività ed i servizi d'investimento, anche se non per tutti⁽¹⁵⁾, e, tra questi, viene data anche quella di consulenza.

Come meglio si vedrà, anche la nuova disposizione rimane fede-

vestimenti in strumenti finanziari, come "l'attività consistente, in linea generale, nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica ed agli obiettivi del cliente stesso" – vengono, con ripetuta insistenza, rimarcati i tratti costitutivi della fattispecie che possono essere riassunti nei seguenti quattro punti principali: "a) nell'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso, così che le indicazioni siano elaborate in considerazione della situazione individuale dello specifico investitore; b) nella posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati; c) nell'inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare; d) nella circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente sia quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato".

(15) Continuano, anche dopo il recepimento delle direttive MiFID, a non essere definiti i servizi o le attività di: "esecuzione di ordini per conto dei clienti"; "ricezione e trasmissione di ordini e mediazione"; "sottoscrizione e collocamento"; quest'ultimo, tuttavia, viene qualificato dalla Consob come "l'accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico, da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e di tempo predeterminate" (v. comunicazioni Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997 e n. DIN/1049452 del 21 giugno 2001, leggibili all'indirizzo elettronico www.consob.it). Nell'ambiente normativo *post* MiFID si assiste ad una *contrattualizzazione* dei rapporti con la clientela anche per il servizio di collocamento (art. 23 TUF e art. 37 RI). Secondo la previgente disciplina le scelte dell'investitore si risolvevano nell'acquisto dello strumento collocato (c.d. collocamento ad esecuzione istantanea). Oggi il rapporto assume carattere di durata, dovendosi, prima dell'acquisto, concludersi un contratto di servizio che lega il collocatore al cliente. Sul collocamento v. anche V. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 504 ss.

Giova, al riguardo, rilevare che la disciplina MiFID si riferisce, con insistenza, ai servizi ed alle attività d'investimento senza, tuttavia, dare giustificazione di questa distinzione nominalistica e senza peraltro far discendere da questa distinzione una diversa disciplina. Un criterio di possibile distinzione può essere individuato nella circostanza che le "attività" di investimento, pur presupponendo (al pari dei servizi) l'esercizio nei riguardi del pubblico, prescindono dal rapporto diretto con l'investitore o il potenziale investitore che invece (arg. *ex* art. 23, co. 1, TUF) non può mancare quando viene offerto e prestato un "servizio" (seguendo questa impostazione, ad esempio, la *sottoscrizione a fermo* [art. 1, co. 5, lett. c, TUF] è da qualificarsi come "attività d'investimento", mentre la *consulenza* come "servizio d'investimento"). In argomento cfr. *Commission's advice annexed to the Cesr question and answers on best execution*, leggibile in www.cesr.eu/index.php?docid=44606.

le alla vecchia impostazione del TUF, secondo cui i servizi d'investimento non vengono presi in considerazione, almeno in prima battuta, in chiave contrattuale, ma vengono definiti nella loro essenza di prestazioni (art. 1, 5° co. ss.), e, solo in un momento successivo, sono valutati in relazione al rapporto negoziale intercorrente tra l'intermediario e l'investitore (art. 23), quali oggetto dei singoli contratti d'investimento.

L'analisi della definizione normativa di consulenza risulta quindi imprescindibile al fine di individuare gli elementi costitutivi della fattispecie, pur senza trascurare che quest'ultima, oltre che nel suo perimetro oggettivo, va anche indagata, come si diceva, nel suo perimetro soggettivo, dal momento che la natura del soggetto esercente il servizio sembra avere una significativa ricaduta sul piano della fattispecie medesima. E anzi si tenga presente sin d'ora che una delle peculiarità della figura in esame sembra proprio essere quella del suo articolarsi in una *sub*-fattispecie (con ricadute sul piano della disciplina applicabile), là dove il servizio non sia esercitato da persone giuridiche abilitate (o da agenti di cambio), ma venga prestato da (consulenti finanziari)-persone fisiche operanti in condizioni di *indipendenza* ed *imparzialità*.

3.1. *Segue: il perimetro oggettivo della fattispecie.*

Venendo al profilo oggettivo della fattispecie, conviene muovere dall'art. 1, co. 5-*septies* del TUF, il quale testualmente dice che “*per consulenza in materia di investimenti si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione*”.

La nuova previsione, fedele alla tecnica legislativa introdotta dal Comitato Lamfalussy, riproduce in ambito nazionale, senza aggiun-

te normative⁽¹⁶⁾, la nozione di consulenza dettata in sede comunitaria⁽¹⁷⁾.

Perché si configuri il servizio di consulenza le raccomandazioni devono allora essere *personalizzate*, il che vuol dire anzitutto che devono essere dirette ad un destinatario ben determinato (*i.e.*: devono essere individualizzate). È quindi indispensabile che sussista una relazione diretta tra il consulente ed il cliente, senza che peraltro rilevi il fatto che l'iniziativa sia riconducibile all'uno o all'altro.

Il rapporto diretto con l'investitore è, per converso, da escludersi quando la consulenza è fornita attraverso i mezzi di comunicazione (stampa, radio, televisione, Internet, etc.), destinati al pubblico in generale⁽¹⁸⁾: in tal caso manca il requisito della "direzione individualizzata" della raccomandazione, con la conseguenza che l'attività prestata non può essere qualificata come consulenza.

Più che all'attività di consulenza ci si troverà di fronte, verosimilmente, ad un'attività di mera pubblicità finanziaria ovvero, ove ne ricorrano le condizioni, alla prestazione del servizio accessorio di ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria⁽¹⁹⁾.

Ma affinché la raccomandazione sia personalizzata nei termini richiesti dalla norma in esame, questa deve essere altresì *adatta* al de-

⁽¹⁶⁾ Vedi *supra* nt. 7.

⁽¹⁷⁾ L'art. 4, co. 1, punto 4, della direttiva di "livello 1", infatti, stabilisce che per consulenza deve intendersi "la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari"; la direttiva di "livello 2" precisa che "tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per l'investitore o potenziale investitore o deve essere basata sulle caratteristiche di tale persona (...) e che una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico" (art. 52).

⁽¹⁸⁾ Su questo punto è inequivocabile il 79° considerando della direttiva di "livello 2" cit. il quale puntualizza che "la consulenza in merito a strumenti finanziari fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica non deve essere considerata come una raccomandazione personalizzata ai fini della definizione di 'consulenza in materia di strumenti finanziari' di cui alla direttiva 2004/39/CE".

⁽¹⁹⁾ Sul quale v. ora l'art. 1, co. 6, lett. f), TUF e gli artt. 27-28 del Reg. congiunto cit. nonché la comunicazione Consob n. DIN/9003258 del 14 gennaio 2009 concernente "la tematica della ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore", in www.consob.it.

stinatario cui si rivolge, nel senso che il consulente, sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, deve valutare che la raccomandazione sia conforme e coerente all'esperienza ed alla situazione finanziaria del cliente ed ai suoi obiettivi di investimento, verificando che la specifica operazione consigliata sia *adeguata* al potenziale investitore ai sensi dell'art. 40 del nuovo regolamento intermediari della Consob.

In tal senso è facile quindi comprendere come la valutazione di *adeguatezza*, che rappresenta il momento centrale della disciplina della “nuova” consulenza (v. *infra* § 5), rileva altresì sul piano della definizione della fattispecie.

L'altro elemento costitutivo della fattispecie in esame attiene all'*oggetto* della raccomandazione personalizzata: la prestazione consulenziale deve riguardare – come è sottolineato più volte nella normativa comunitaria e nazionale – una o più *operazioni* (di vendita, acquisto, sottoscrizione, scambio o anche di riscatto o detenzione e di assunzione di garanzie nei confronti dell'emittente) relative *a strumenti finanziari determinati* ⁽²⁰⁾.

Il generico riferimento alle operazioni d'investimento (anziché *ai servizi o alle attività di investimento*) sta, verosimilmente, a significare che la consulenza non consiste nel raccomandare *uno specifico servizio o attività d'investimento*, ma (nel suggerire) operazioni di investimento relative a determinati strumenti finanziari che – per quanto determinate nel loro fine (acquistare, vendere, etc.) – lasciano poi all'investitore ed al suo intermediario la facoltà di scegliere il servizio di investimento più idoneo per rendere operativo il consiglio finanziario. La consulenza concernente i servizi d'investimento senza il riferimento a specifici strumenti finanziari – nonostante l'ambiguo riferimento “ai servizi d'investimento e agli strumenti finanziari” con-

⁽²⁰⁾ Cfr. art. 52, co. 2, della direttiva n. 2006/73 cit., dove si dice espressamente che la consulenza “*deve raccomandare la realizzazione di un'operazione appartenente ad una delle seguenti categorie: a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento; b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario*”.

tenuto nell'art. 39, co. 1, RI (che riprende il dettato dell'art. 19, co. 4, Direttiva di "livello 1") – non sembra pertanto potersi ricondurre nell'ambito della consulenza di derivazione MiFID.

Il riferimento a un *determinato strumento finanziario* ⁽²¹⁾, quale oggetto specifico della consulenza, connota il servizio in esame e, nel contempo, introduce uno scostamento concettuale non indifferente rispetto a quella che era l'idea del servizio di consulenza consolidatasi nel previgente ordinamento, rispetto al quale si assiste ad un vero e proprio slittamento semantico.

Sino all'entrata in vigore del nuovo TUF, infatti, costituiva dato pacifico, tanto in dottrina quanto nelle comunicazioni dell'Autorità di vigilanza, il fatto che il servizio (accessorio) di consulenza si configurasse quando al potenziale investitore venivano fornite indicazioni utili per effettuare scelte d'investimento e consigliate le operazioni più adeguate in relazione alla situazione finanziaria dello stesso ⁽²²⁾.

Si configurava, in altri termini, l'attività di consulenza quando l'intermediario, acquisite le informazioni sulla situazione finanziaria del cliente, sui suoi obiettivi di investimento e sulla sua propensione al rischio, forniva le proprie raccomandazioni sulla migliore distribuzione del patrimonio da investire del cliente, secondo una pianifica-

⁽²¹⁾ È bene rimarcare che il riferimento è agli *strumenti finanziari*: resta, quindi, fuori dalla nozione di consulenza *ex art. 1, co. 5, lett. f)* quella avente ad oggetto valute o *prodotti finanziari* diversi dagli strumenti finanziari, compresi i prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione, pur dovendosi registrare discutibili indici di segno contrario nell'art. 85, co. 2, lett. f, RI, ove ci si riferisce alla consulenza su prodotti finanziari assicurativi. Parimenti non rientrano nella fattispecie qui in esame neppure i consigli d'investimento aventi ad oggetto immobili, *commodities* e oggetti d'arte. Non sembra inoltre che la "consulenza alle imprese in materia di acquisizione d'impresе" (art. 1, co. 6, lett. d, TUF) possa ricondursi alla consulenza MiFID anche quando si concreta nel suggerire l'acquisto di strumenti finanziari determinati. Si tratta di un'attività diversa sotto il profilo causale, più complessa ed articolata, rispetto alla quale la raccomandazione personalizzata ad acquisire strumenti finanziari appare come un *minus* (per lo sviluppo e l'elaborazione del discorso sia consentito rinviare a M. DE MARI, *Consulenza in tema di private equity versus consulenza in materia d'investimenti (ragioni di una distinzione)*, in *Società*, 2009, p. 401 ss.).

⁽²²⁾ Cfr., tra le tante, la comunicazione Consob n. DI/99023323 del 26 marzo 1999 cit.; in dottrina per tutti: F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari (disciplina e forme di tutela)*, Milano, 2004, p. 113 ss.

zione che poteva essere di carattere generale ovvero tesa all'individuazione della *tipologia* degli strumenti finanziari sui quali investire. Si trattava di un'attività che non poteva essere ridotta a singoli consigli o a suggerimenti dati in funzione di altri servizi d'investimento, proprio perché essa constava di un complesso di atti volti alla realizzazione di un determinato ed autonomo risultato⁽²³⁾.

Al contrario, non ricorreva tale figura, quando, pur essendo prestata un'attività di consulenza in materia d'investimenti, i consigli erano forniti nell'ambito dello svolgimento di altri servizi d'investimento, vale a dire in connessione o strumentalmente rispetto al compimento di altre operazioni d'investimento.

In tal caso non sussisteva il servizio di consulenza ma si parlava di consulenza c.d. strumentale o ancillare (anche detta consulenza incidentale), alludendo ad un'attività che era considerata potenzialmente insita nella prestazione di ogni servizio d'investimento e in definitiva prodromica alle attività di collocamento, di negoziazione, di raccolta e trasmissione di ordini o di gestione di portafogli esercitate dallo stesso intermediario.

Con l'entrata in vigore delle nuove previsioni si assiste, come si diceva, ad un mutamento del quadro testé delineato: la consulenza *specificata* e personalizzata riguardante *determinati strumenti finanziari* è considerata servizio d'investimento principale; la consulenza *generica*, ossia quella consistente in raccomandazioni indirizzate ad un determinato cliente ma relative ad un *tipo* di (e non a *determinati*) strumenti finanziari, non integra consulenza ai fini del nuovo TUF, con l'effetto che tale attività è ora liberamente esercitabile da chiunque, senza alcuna autorizzazione⁽²⁴⁾

⁽²³⁾ Sia consentito rinviare per ulteriori puntualizzazioni a M. DE MARI, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, in *Foro it.*, 2002, I, 1243 ss.

⁽²⁴⁾ L'interpretazione qui proposta si fonda sul disposto dell'81° considerando della direttiva di "livello 2", dove si dice che "*una consulenza generica in merito ad un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari*". Sul punto cfr. altresì la Relazione Consob per l'anno 2006, Roma, 2007, p. 231 e "*Le prime linee di indirizzo in materia di consulenza*"

Volendo, per maggiore chiarezza, esemplificare la distinzione prospettata in punto di fattispecie, si può pensare *i*) al caso in cui si consigli ad un potenziale investitore di acquistare azioni della società Alfa piuttosto che quote o azioni dell'Oicr Beta, ovvero *ii*) alla diversa ipotesi di *asset allocation* o di *financial planning*, nella quale il consulente suggerisca al suo cliente di distribuire il patrimonio da investire in titoli azionari o in fondi obbligazionari collegati ad esempio ai mercati internazionali, anche magari indicando la ripartizione percentuale degli investimenti, ma senza precisare *specificatamente* quali strumenti finanziari acquistare: nel primo caso (*i*) siamo di fronte al nuovo servizio di consulenza, nel secondo (*ii*) l'attività prestata non è soggetta a riserva di legge e potrà essere esercitata liberamente, ponendosi un problema di applicabilità delle regole di comportamento *di settore* solo quando a svolgere tale attività sia un intermediario abilitato (cfr. comunicazione Consob n. DI/99038880 del 14 maggio 1999, leggibile all'indirizzo elettronico www.consob.it).

Questa ultima attività (*i.e.*: la consulenza generica) – è bene sottolinearlo – può essere offerta da un intermediario a clienti o potenziali clienti anche quale atto preparatorio alla (o durante la) prestazione di altri servizi o attività d'investimento (compreso il servizio di consulenza in senso proprio) e in tal caso deve essere considerata parte integrante del servizio principale al quale è collegata e dalla disciplina di quest'ultimo sarà attratta⁽²⁵⁾.

della stessa Consob allegate in calce al nuovo regolamento intermediari n. 16190/2007, disponibili entrambe all'indirizzo elettronico www.consob.it; in senso analogo C. COMPORI, *La direttiva europea "MiFID": le principali innovazioni*, cit., p. 59; diversamente invece G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di consulenza*, leggibile all'indirizzo elettronico *Il Caso.it*. (sezione *Dottrina, opinioni e interventi*), p. 8 s., il quale – sovrapponendo (opinabilmente) il piano della consulenza a quello dell'analisi finanziaria su cui la consulenza stessa si fonda – afferma che, quando il considerando citato (l'81°) avverte che "*la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari*", lo stesso sarebbe da interpretarsi nel senso che "*il consulente è esonerato dall'obbligo di tener conto, nello svolgimento della sua attività, di tutti i prodotti esistenti in assoluto sul mercato (...) dovendo prestare attenzione solo a quelli 'rilevanti' nella fascia di mercato che interessa al cliente ovvero ad un numero di prodotti sufficientemente ampio*" (il punto verrà ripreso più avanti a proposito della consulenza "indipendente": v. § 4).

⁽²⁵⁾ Non sembra lasciare molti dubbi in proposito l'82° considerando della diret-

Ciò che inoltre emerge dal nuovo dettato normativo – è inutile nascondere – è che in nessun luogo è detto che la consulenza deve essere fondata su un'analisi imparziale avente ad oggetto più strumenti finanziari emessi o intermediati da soggetti svincolati da ogni rapporto (di gruppo, di credito, contrattuale, ecc.) con il consulente – intermediario. Né sembra corretto – come si avrà modo di dimostrare – dedurre l'inesistenza in capo al consulente di limiti predeterminati rispetto agli investimenti consigliati per il fatto che le raccomandazioni dallo stesso suggerite devono essere personalizzate ed adeguate nel senso sopra ricordato e su cui si tornerà più avanti.

Ma al di là dei profili di “neutralità” del consulente-intermediario, che saranno ripresi più avanti, il nuovo assetto normativo lascia piuttosto perplessi e suscita più di un dubbio: anzitutto non si comprendono bene le ragioni della scelta del legislatore comunitario di escludere dalla riserva di attività la suddetta consulenza generica, che, come può evincersi anche dalla prassi operativa, presenta probabilmente ragioni di tutela dell'investitore analoghe (se non maggiori) rispetto a quelle esibite dalla nuova consulenza. La consulenza generica ha uno spazio operativo significativamente più ampio rispetto all'altro genere di consulenza, quella c.d. specifica, che in effetti appare come un *minus* rispetto alla prima. Non sembra, quindi, coerente con i principi di tutela dell'investitore “riservare” la sola consulenza specifica, la quale può avere per il potenziale investitore un'importanza anche molto limitata (un consiglio su un singolo investimento); né si lascia raccomandare come soluzione giuridicamente plausibile quella di sottoporre il nuovo servizio ad una disciplina di tutela assai rigorosa (quella dell'*adeguatezza*: cfr. *infra* § 5), quando invece l'*asset allocation* generica può essere esercitata liberamente e da chiunque o secondo il più blando regime di diritto co-

tiva di “livello 2”, nella parte in cui dice che “*gli atti compiuti dall'impresa di investimento che siano preparatori alla prestazione di un servizio di investimento o allo svolgimento di un'attività di investimento devono essere considerati come parte integrante di tale servizio o attività. Tra tali atti rientra ad esempio la prestazione di consulenza generica da parte dell'impresa d'investimento a clienti o potenziali clienti prima o nel corso della prestazione di consulenza in materia di investimenti o di qualsiasi altro servizio o attività di investimento*”.

mune (art. 1176 ss. c.c.) ovvero, per effetto del menzionato 82° considerando, secondo i canoni meno rigidi della "appropriatezza" o della c.d. "*execution only*"⁽²⁶⁾, quando offerta in combinazione con un servizio di investimento "minore" (ad esempio: negoziazione o mera trasmissione di ordini di acquisto) e a certe condizioni.

Appare altresì innegabile, per altro verso, la sovrapposizione tra la nuova consulenza specifica e quella che in passato era detta consulenza strumentale, incidentale o ancillare: ciò risulta di tutta evidenza almeno nei casi (che sono l'assoluta prevalenza) in cui la nuova consulenza non viene prestata da sola ma in connessione con altri servizi d'investimento⁽²⁷⁾. Se infatti, come sopra si è ricordato, la consulenza incidentale si sostanzia nella prestazione – insita in ogni servizio di investimento – di suggerimenti ed indicazioni alla clientela in ordine alle diverse caratteristiche degli specifici strumenti distribuiti in relazione al particolare profilo ed alle esigenze del cliente, tale attività è da qualificarsi come "nuova" consulenza *ex art. 1, co. 5, lett. f), TUF*, in nulla in realtà differenziandosi da quest'ultima, con l'obbligo in capo a chi la presta di dovere applicare la disciplina sull'adeguatezza quale che sia il servizio d'investimento in combinazione con il quale è fornita.

Ciò che in definitiva più stride nel nuovo quadro normativo è proprio il fatto che se, da un lato, con la MiFID si è voluta rendere la consulenza un servizio d'investimento autonomo, dall'altro, per come poi è stata congegnata la fattispecie oggettiva, risulta alquanto difficile che questa, all'atto pratico, non sia funzionalmente legata agli altri servizi d'investimento: c'è, in altri termini, sì autonomia ma essenzialmente sul piano formale dell'abilitazione soggettiva allo svolgimento del servizio.

Questa impressione si rafforza se si osserva, come si diceva, che in nessuna delle disposizioni di individuazione del perimetro

⁽²⁶⁾ Cfr. rispettivamente gli artt. 41-42 e 43-44 RI (v. *infra* § 5).

⁽²⁷⁾ E si noti che questa stretta connessione tra la consulenza e gli altri servizi d'investimento è sottolineata dallo stesso regolamentatore quando espressamente prevede che il contratto d'investimento deve indicare "*se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio d'investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti*" (v. art. 37, co. 2, lett. g, RI).

oggettivo della fattispecie passate in rassegna (o di quelle che si esamineranno in punto di disciplina) è dato rintracciare il requisito della *indipendenza* o della *neutralità* del consulente-intermediario rispetto agli investimenti consigliati: presupposto considerato al contrario imprescindibile nel nostro ordinamento, sino al recepimento della MiFID, almeno sulla base di numerose comunicazioni interpretative dell'Autorità di vigilanza del mercato finanziario⁽²⁸⁾. Mentre invece il requisito dell'*indipendenza* è espressamente richiesto, dall'art. 18-*bis*, co. 1, TUF, e anzi costituisce una nota tipizzante della consulenza quando è prestata dai consulenti-persone fisiche.

È bene allora, prima di soffermarsi meglio sul requisito dell'indipendenza (§ 4), introdurre brevemente questa nuova categoria di soggetti, diversi dagli intermediari finanziari, ma abilitati, al pari di questi, a prestare la consulenza di cui all'art. 1, co. 5, lett. f).

3.2. *Segue: il perimetro soggettivo della fattispecie (in particolare i consulenti finanziari-persone fisiche).*

Qui la novità davvero significativa⁽²⁹⁾ sta nella circostanza che il nuovo art. 18-*bis* del TUF consente ai “consulenti finanziari-*persone fisiche*” (in possesso dei requisiti di professionalità, di onorabilità, di indipendenza e patrimoniali, fissati con regolamento del Ministero dell'Economia 24 dicembre 2008, n. 206, ed iscritti in un apposito albo dei consulenti finanziari, del quale subito si dirà) di prestare l'attività di consulenza. Non si tratta di una prestazione che si qualifica, sotto il profilo oggettivo, per connotati ulteriori o diversi ri-

⁽²⁸⁾ Cfr. le comunicazioni Consob citate alla precedente nota 14, dove sempre veniva rimarcata la necessaria posizione di strutturale *indipendenza* del consulente rispetto agli investimenti suggeriti.

⁽²⁹⁾ Oltre a doversi segnalare – sempre, però, nell'ambito della categoria degli intermediari del mercato mobiliare – l'estensione della possibilità di esercitare la consulenza alle società di gestione del risparmio (ampliamento, peraltro, operato dal legislatore a prescindere da specifici obblighi di trasposizione delle direttive MiFID in tal senso): cfr. artt. 18, co. 2 e 33, co. 2, lett. e), TUF.

petto a quelli sinora esaminati, come, ad esempio, avviene nel sistema francese, dove i consulenti finanziari, accanto alla consulenza in senso proprio, sono abilitati a svolgere altre tipologie di consulenza divergenti sul piano oggettivo della fattispecie⁽³⁰⁾: si tratta della medesima attività di consulenza introdotta dalla MiFID, che, però, quando viene esercitata da persone fisiche, caratterizzate da un ben preciso statuto normativo, assume, sotto il profilo soggettivo, tratti aggiuntivi (in particolare, il requisito dell'indipendenza) che si riflettono sulla fattispecie unitariamente intesa.

Non solo, quindi, persone giuridiche (imprese di investimento, banche e sgr), ma anche persone fisiche, dotate di predeterminati requisiti, possono, nel nuovo assetto normativo, offrire l'attività in esame, senza, peraltro, che queste ultime assumano, a loro volta, lo *status* di imprese di investimento o possano esercitare tale attività in forma associativa o societaria⁽³¹⁾.

Merita sottolineare che la nuova disciplina sui consulenti finanziari è di matrice solo nazionale e resta fuori dall'ambito di attuazione della MiFID: il nostro legislatore, infatti, adottando il nuovo art. 18-*bis*, ha esercitato la facoltà di non applicare la direttiva n. 2004/39 (cd. *opt out*) nei riguardi delle persone fisiche che prestano l'attività di consulenza, così come consentito dall'art. 3, co. 1, della direttiva medesima⁽³²⁾. L'effetto di ciò è che i consulenti persone fisiche non godono della libertà di prestare tale attività in ambito UE in

⁽³⁰⁾ I consulenti francesi, persone fisiche e morali (diverse dalle imprese d'investimento), disciplinati dal *Code Monétaire et Financier* (artt. L541-1 – L541-8), hanno un ambito di operatività più ampio rispetto a quello dei consulenti italiani (non solo consulenza MiFID, ma anche consulenza avente ad oggetto la fornitura di servizi d'investimento, la realizzazione di operazioni sui beni individuati dall'art. L.550-1 e di operazioni bancarie etc.: art. L541-1); anche l'impianto organizzativo non è paragonabile al nostro (§ 3.2.1): sono iscritti in un elenco tenuto dalle Associazioni di categoria autorizzate dalla *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) (artt. L541-4 – L. 541-5 e art. D541-1-9).

⁽³¹⁾ V. *supra* § 1.

⁽³²⁾ La disposizione citata, infatti, prescrive che “*gli Stati membri hanno la facoltà di non applicare la presente direttiva alle persone che non sono autorizzate a prestare servizi d'investimento (...), tranne (...) l'attività di consulenza in materia di investimenti, (...), a condizione che le attività di tali persone siano regolamentate a livello nazionale*”; e il 9° considerando della stessa direttiva precisa che “*il riferimento a persone dovrebbe essere inteso nel senso che esso include sia le persone fisiche che le persone giuridiche*”.

regime di libera prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursale (art. 3, co. 2, direttiva di “livello 1”) e sono soggetti a regole di condotta nazionali, dettate dalla Consob, che, tuttavia, devono ricalcare quelle “MiFID” previste per i consulenti-intermediari (art. 18-*bis*, co. 5, lett. d, TUF).

Va anche detto che nel nostro ordinamento l’esercizio di un servizio d’investimento da parte di persone fisiche costituisce un *unicum*. Ad eccezione degli agenti di cambio, il cui ruolo, come è noto, è in esaurimento⁽³³⁾ – i quali, ai sensi del nuovo testo dell’art. 201, co. 7, TUF, possono svolgere, oltre ai servizi di investimento indicati nell’art. 1, co. 5, lettere b), c-*bis*, d) ed e)⁽³⁴⁾, anche quello di consulenza (lettera f) – non sussistono infatti altre ipotesi nelle quali un servizio o un’attività d’investimento sia esercitata direttamente da una persona fisica⁽³⁵⁾.

Ciò, però, a ben riflettere, non può e non deve sorprendere più di tanto, dal momento che l’esercizio del *solo* servizio di consulenza da parte di persone fisiche non presenta rischi di controparte o rischi sistemici per gli altri partecipanti al mercato, tali da imporre obblighi di adeguatezza patrimoniale particolari⁽³⁶⁾, né i consulenti fi-

⁽³³⁾ Si ricordi, infatti, che gli Ordini professionali degli agenti di cambio, ad eccezione degli Ordini di Milano e Roma, sono sciolti (art. 201, co. 1, TUF) e che non possono essere banditi concorsi per la nomina di agenti di cambio (art. 201, co. 3, TUF).

⁽³⁴⁾ Si tratta dei servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti (b), collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell’emittente (c-*bis*), gestione di portafogli (d), ricezione e trasmissione di ordini (e).

⁽³⁵⁾ I promotori finanziari, ossia le persone fisiche, che, in qualità di dipendenti, agenti, o mandatari esercitano professionalmente (e nell’interesse esclusivo di un solo soggetto) l’offerta fuori sede (art. 31, co. 2, TUF), sono, come si sa, degli ausiliari dell’intermediario nella prestazione dei servizi d’investimento e per conto dell’intermediario preponente prestano anche l’attività di consulenza; non sono soggetti abilitati ad esercitare “in proprio” tali servizi nei confronti del pubblico (cfr. anche art. 23, co. 1, e art. 4, n. 25, direttiva n. 2004/39). Il promotore finanziario che svolgesse l’attività di consulenza senza operare per un intermediario (e, appunto, lo facesse “per proprio conto”) sconfinerebbe nella fattispecie dell’abusivismo, sanzionata penalmente dall’art. 166, co. 2 e amministrativamente dall’art. 190, co. 1, TUF.

⁽³⁶⁾ V. in proposito il 24° ed il 25° considerando della direttiva n. 2004/39. E così, evidentemente, si spiega anche – sul diverso versante delle imprese di investimento – che il capitale minimo richiesto alle Sim che prestano *esclusivamente* il servizio di consulenza (senza detenzione di denaro o strumenti finanziari dei clienti e senza l’assunzio-

nanzieri possono detenere somme di danaro o strumenti finanziari di pertinenza della clientela (art. 18-*bis*, co. 1); il solo rischio è quello giuridico, per il caso in cui la prestazione consulenziale non venisse prestata con la dovuta diligenza. Rischio che, peraltro, ben può (o meglio, deve) essere neutralizzato o coperto attraverso la conclusione, da parte del consulente, di un contratto di assicurazione sulla responsabilità civile professionale⁽³⁷⁾.

3.2.1. *Segue: il modello organizzativo e la tenuta dell'albo dei consulenti finanziari-persone fisiche.*

Anche il modello organizzativo ed il sistema di tenuta dell'albo dei consulenti finanziari persone fisiche diverge sensibilmente da quello pensato per le imprese d'investimento. Non si è prevista l'iscrizione di tali soggetti nell'albo delle Sim tenuto dalla Consob ai sensi dell'art. 20 del TUF (né ciò sarebbe stato normativamente e sistematicamente corretto in ragione del diverso *status* dei consulenti-persone fisiche), e neppure è stata prevista per la loro iscrizione un'apposita sezione dell'albo delle Sim o un elenco allegato al medesimo albo, come, ad esempio, è stabilito per le imprese di investimento comunitarie.

Seguendo l'impostazione già delineata per l'Organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari di cui all'art. 31, co. 4, TUF⁽³⁸⁾, si è invece prescritto che i consulenti devono essere iscritti

ne in proprio di rischi) è di 120.000 euro, significativamente più basso di quanto prescritto per le Sim che esercitano altri servizi d'investimento (cfr. art. 1, punto 4, Regolamento Banca d'Italia del 29 ottobre 2007 relativo al capitale minimo ed all'operatività all'estero delle Sim).

⁽³⁷⁾ Il citato decreto n. 206/2008 di cui si è sopra fatta menzione prevede, tra i requisiti patrimoniali che devono possedere i consulenti, che "*l'iscrizione all'Albo è consentita previa sottoscrizione di un'assicurazione a copertura della responsabilità civile per i danni derivanti da negligenza professionale, che operi per tutto il periodo d'iscrizione e che assicuri una copertura di almeno 1.000.000 di euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 1.500.000 di euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo*" (art. 6).

⁽³⁸⁾ L'art. 31, co. 4, TUF è stato modificato dalla c.d. "legge sul risparmio" (l. 28 dicembre 2005, n. 262): l'innovazione più rilevante sta in ciò, e cioè che l'attribuzione

in un apposito albo di nuova istituzione (denominato “*albo delle persone fisiche consulenti finanziari*”), alla cui tenuta provvede un Organismo, i cui rappresentanti sono nominati con decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze, sentite la Banca d’Italia e la Consob.

Tale Organismo, che ha personalità giuridica ed è ordinato in forma di associazione, con autonomia organizzativa e statutaria, oltre a tenere l’albo (e, dunque, oltre a disporre le iscrizioni e le cancellazioni dei consulenti dal medesimo albo, così come previsto per l’Organismo dei promotori finanziari), esercita vere e proprie *funzioni di vigilanza*, provvedendo a *sanzionare*, a seconda della gravità dell’infrazione (con la sospensione o la radiazione dall’albo), i consulenti che, nel rapporto con i clienti, non rispettino le *regole di condotta*, determinate dalla Consob, avuto riguardo alla disciplina cui sono soggetti i soggetti abilitati (*i.e.*: i consulenti-intermediari finanziari) ⁽³⁹⁾.

Al potere (di vigilanza) sanzionatorio attribuito al nuovo Organismo sono necessariamente correlati, ancorché ciò non sia espressamente specificato dalla legge, i poteri di vigilanza informativa ed il potere di compiere ispezioni nei confronti dei consulenti, funzioni indispensabili ai fini del corretto esercizio dei compiti di vigilanza preordinati all’irrogazione delle misure sanzionatorie; misure che si ritiene anche in tale ambito dovranno esibire, per la loro legittima adozione, tutte le cautele procedurali proprie dei procedimenti amministrativi sanzionatori ⁽⁴⁰⁾.

del potere di tenere l’albo dei promotori non è più, come era previsto nella previgente versione del TUF, frutto dell’esercizio di una *facoltà*, che la Consob (pur non avendolo mai fatto in concreto) poteva decidere di esercitare, delegando all’Organismo tale potere; ora alla tenuta dell’albo predetto provvede (*ex lege*) un Organismo costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori finanziari e dei soggetti abilitati: la legge, dunque, affida direttamente questa competenza ad un soggetto diverso dalla Consob, l’Organismo, appunto, il quale, tuttavia, opera sotto la vigilanza della Consob medesima (v. nuovo testo dell’art. 31, co. 4).

⁽³⁹⁾ Pur esulando, per quanto sopra si è detto, la normativa in esame dalla disciplina MiFID è bene rammentare che, secondo il dettato della direttiva di “livello 1”, le Autorità competenti, ferma restando la loro responsabilità finale, possano delegare le proprie funzioni a soggetti, anche privati, che abbiano le capacità e le risorse per assolverle con efficacia (cfr. artt. 48 e 50).

⁽⁴⁰⁾ In argomento v. CLARICH, *Autorità indipendenti (Bilancio e prospettive di un*

È però di tutta evidenza che l'attribuzione di questi poteri pone il nostro Organismo su un piano diverso da quello previsto per l'Organismo preposto alla tenuta dell'albo dei promotori, il quale, a ben vedere, si limita a tenere e a gestire l'albo, restando in capo alla Consob tutte le altre prerogative di vigilanza⁽⁴¹⁾.

A ciò si aggiunga, pur senza poter qui approfondire ulteriormente l'argomento, che mentre l'Organismo dei promotori finanziari è "costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori e dei soggetti abilitati"⁽⁴²⁾ in possesso dei requisiti di cui all'art. 96 RI, le quali, un volta istituito l'Organismo, nominano i componenti degli organi amministrativi e di controllo dell'Organismo medesimo, l'Organismo dei consulenti invece non sembra diretta espressione delle categorie professionali sulle quali è chiamato a vigilare: la legge, infatti, si limita a stabilire che i suoi rappresentanti "sono nominati con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob", senza dire null'altro in merito alla natura, alla provenienza ed ai requisiti di tali soggetti ed alla costituzione dell'Organismo stesso, ma riservando il potere di scioglimento al Ministero dell'Economia e delle Finanze su proposta della Consob (art. 18-bis, co. 8). Circostanza quest'ultima che lascia pensare, in mancanza di altre specifiche disposizioni (e nonostante la natura giuridica associativa dell'Organismo), ad una concertazione di queste due Autorità anche per quanto concerne i poteri di costituzione dell'Organismo in questione.

modello), Bologna, 2005, p. 163 ss.; ID., *I procedimenti e le forme di collaborazione tra Autorità di vigilanza*, in *La legge per la tutela del risparmio (un confronto tra giuristi ed economisti)*, cit., p. 164 ss.; CAMILLI e CLARICH, *Il procedimento sanzionatorio della Consob sotto il riflettore della Corte di Cassazione*, in *Giur. comm.*, 2007, II, p. 1161.

⁽⁴¹⁾ Sulla falsariga di quanto previsto per l'Organismo per i promotori e, segnatamente, per ciò che riguarda i provvedimenti di iscrizione e cancellazione dall'albo dei promotori, si è anche qui previsto un meccanismo di reclamo innanzi alla Consob dei provvedimenti dell'Organismo dei consulenti, con la differenza, però, che, in tale caso, sono ricorribili, da parte degli interessati, non solo le deliberazioni attinenti all'albo (diniego di iscrizione e cancellazione), ma anche le decisioni "sanzionatorie" di sospensione e radiazione dall'albo dei consulenti (art. 18-bis, co. 6, TUF).

⁽⁴²⁾ La versione (originaria) previgente alle modifiche dell'art. 31, co. 4, introdotte dalla c.d. legge sul risparmio, parlava di un Organismo *individuato* dalle associazioni professionali dei promotori finanziari e dei soggetti abilitati.

4. *La consulenza “indipendente” ed il recupero della “neutralità” attraverso la tecnica del conflitto d’interessi.*

Analizzati i profili oggettivi e soggettivi della fattispecie è ora il caso di chiarire meglio se il requisito dell’*indipendenza* (da intendersi nel senso di assenza di conflitti, anche solo potenziali, tra gli interessi del consulente – intermediario e quelli del cliente) debba essere annoverato tra le note tipizzanti la fattispecie consulenza in generale o se, come si è cercato già di anticipare, ciò valga soltanto per il caso in cui l’attività sia svolta da consulenti finanziari-persone fisiche.

Se infatti si guarda alla consulenza prestata dagli intermediari del mercato mobiliare (e dagli agenti di cambio) non è dato rintracciare in nessuna delle disposizioni considerate il requisito della *indipendenza* del consulente-intermediario rispetto agli investimenti consigliati⁽⁴³⁾, e anzi la realtà empirica ed i dati normativi presentano intermediari fortemente polifunzionali che sovente prestano consulenza soltanto sugli strumenti da loro stessi collocati/negoziati/gestiti, secondo sistemi di remunerazione indiretta, consistenti in retrocessione delle commissioni, che, come subito si vedrà, vengono versate agli stessi intermediari (anziché dai clienti) dagli emittenti o dalle società prodotte; mentre invece l’elemento dell’*indipendenza* è considerato, ai sensi dell’art. 18-*bis*, co. 1, TUF, indefettibile quando il servizio è offerto dai consulenti finanziari⁽⁴⁴⁾.

⁽⁴³⁾ Presupposto considerato, come anticipato, invece necessario nel nostro ordinamento, sino al recepimento della MiFID, almeno sulla base di numerose comunicazioni interpretative dell’Autorità di vigilanza del mercato finanziario: cfr. le comunicazioni Consob citate (nota 14), dove la posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti suggeriti veniva insistentemente sottolineata unitamente alla circostanza che l’unica remunerazione del consulente doveva essere quella corrisposta dal cliente nel cui interesse il servizio era prestato. Reputa invece che la *neutralità* sia tuttora requisito necessario dei consulenti-intermediari finanziari G. LA ROCCA, *Apunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di consulenza*, cit., p. 9, sulla base della circostanza (normativamente indimostrata) che questi, nel prestare il servizio di consulenza, “devono tener conto di un paniere significativo di prodotti esistenti sul mercato a prescindere dagli emittenti dei prodotti medesimi”.

⁽⁴⁴⁾ Il citato decreto n. 206/2008 (art. 5) a proposito dei requisiti di indipendenza prescrive che: “1. Non possono essere iscritti all’Albo i soggetti che intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professio-

L'indipendenza dunque caratterizza la fattispecie consulenza solo nel secondo caso e in tale ambito è concepita nel senso della preclusione di ogni rapporto (a qualsiasi titolo) tra il consulente ed i soggetti che emettono o intermediano prodotti finanziari, quando i rapporti siano tali da compromettere l'indipendenza di giudizio del consulente⁽⁴⁵⁾, e dell'impossibilità, per il consulente, di percepire, per la propria prestazione, compensi, incentivi ("ogni forma di beneficio") da parte di soggetti terzi diversi dai clienti ai quali il servizio è reso.

Il consulente-persona fisica può esercitare, tra i servizi d'investimento, la sola consulenza (è quindi un operatore *monofunzionale*) e deve farlo in condizioni di *indipendenza* nei termini sopra chiariti.

È, tuttavia, agevole capire che la neutralità e l'imparzialità del consulente rappresentano un valore per il potenziale investitore anche quando questo contratta con un consulente-intermediario e che se la consulenza viene fornita in difetto di detti requisiti risulta anzitutto poco desiderabile per i destinatari: non può infatti sottacersi come sia intrinsecamente contraddittorio pensare a delle raccoman-

nale o di altra natura compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società o di tali azionisti, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione di consulenza in materia d'investimenti. 2. Gli iscritti all'Albo informano l'Organismo, nei limiti e secondo le modalità da questo stabilite, dei rapporti intrattenuti con i soggetti di cui al comma 1, dichiarando che essi non sono tali da condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione di consulenza in materia d'investimenti. L'Organismo valuta le suddette dichiarazioni ai fini della permanenza dell'iscrizione all'Albo. 3. Per la prestazione di consulenza in materia d'investimenti gli iscritti all'Albo non possono percepire alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio".

⁽⁴⁵⁾ È da notare che il dettato della disposizione citata nella nota che precede (art. 5) non stabilisce in realtà un vincolo di indipendenza assoluto: consente infatti ai *consulenti iscritti* di intrattenere rapporti con emittenti ed intermediari ed altri soggetti, a condizione che tali rapporti non influenzino l'autonomia di giudizio del consulente e, a tal fine, obbliga i consulenti a rilasciare una loro (auto-)dichiarazione di indipendenza e di autonomia, relativamente alla quale è previsto un sindacato dell'Organismo. Per non tradire subito lo spirito della legge sulla nuova "consulenza indipendente" sarà importante verificare quanto penetrante ed incisivo sarà il controllo e la valutazione esercitata dall'Organismo su queste dichiarazioni, dal momento che a questo è lasciato in ultima istanza il vaglio sull'effettiva indipendenza del consulente-persona fisica.

dazioni personalizzate in cui l'interesse perseguito preminente non sia quello del soggetto consigliato bensì quello del consulente; senza poi dire che l'art. 21, co. 1, lett. a), TUF, impone ai soggetti abilitati che prestano i servizi e le attività d'investimento (consulenza compresa) di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza *per servire al meglio l'interesse dei clienti*.

Si tratta allora di verificare se (e attraverso quali tecniche) anche la consulenza prestata dalle imprese di investimento possa recuperare terreno sul piano dell'imparzialità e dell'autonomia realizzando gli interessi dei clienti o quantomeno non nuocendo agli interessi dei potenziali investitori.

In passato il presupposto dell'indipendenza dell'intermediario-consulente era un dato riconoscibile in capo a chi offriva il servizio (nonostante la "polifunzionalità" dell'intermediario), dal momento che per consulenza si intendeva quella oggetto di un'autonoma attività, senza alcuna strumentalità rispetto ai servizi prestati o agli strumenti finanziari offerti dall'intermediario; ora che la consulenza oggetto di riserva è quella relativa a *determinati strumenti finanziari*, questo connotato dell'indipendenza non costituisce più un elemento essenziale della fattispecie in esame, e ciò, come anticipato, risulta ancora più evidente quando gli strumenti finanziari consigliati coincidono con quelli offerti o commercializzati dallo stesso intermediario-consulente o da imprese del gruppo cui quest'ultimo appartiene ovvero quando il consulente percepisce compensi, commissioni o incentivi dagli emittenti gli strumenti finanziari consigliati, a fronte della sottoscrizione di detti strumenti da parte dei clienti destinatari del consiglio d'investimento.

È vero che l'intermediario-consulente può chiedere di essere autorizzato all'esercizio del *solo* servizio di consulenza oppure fornire raccomandazioni personalizzate cc.dd. *multibrand*, ossia relative a strumenti finanziari distribuiti o commercializzati anche da altri intermediari e comunque suggerire operazioni d'investimento risultanti da un'analisi basata su un ampio spettro di strumenti (e ciò vale anche per le società di gestione del risparmio che possono commercializzare – ai sensi dell'art. 33, co. 2, lett. *e-bis*, TUF – anche quote o azioni di Oicr di terzi): e in tali casi deve indubbiamente riconoscersi che l'autonomia e l'indipendenza del consulente è maggiore rispetto alle ipo-

tesi in cui il consulente sia fortemente despecializzato e raccomandi al cliente solo i pochi strumenti finanziari che egli stesso distribuisce.

Non può, tuttavia, negarsi che la "specificità" che caratterizza il nuovo servizio di consulenza unitamente alla connaturata polifunzionalità dell'intermediario-consulente fa sì che quest'ultimo sia, nella prevalenza dei casi, portatore di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto e confliggente con quello di quest'ultimo e soprattutto di un interesse in conflitto di difficile neutralizzazione⁽⁴⁶⁾. È noto peraltro che l'intermediario di tipo polifunzionale generalmente si presenta all'investitore proponendo *unitariamente* tutti i suoi servizi d'investimento.

In ogni caso, il nuovo assetto normativo non prescrive (né consente) agli intermediari di adottare, in tali casi, soluzioni forti, quali, ad esempio, quella, già prevista nella vigenza della l. 1/1991, di imporre all'intermediario in conflitto l'obbligo di *astenersi* – salvo diverso ed espresso consenso del cliente – dal prestare il servizio di consulenza (art. 6, co. 1, lett. g)⁽⁴⁷⁾. Per bilanciare questa situazione di latente e potenziale carenza di autonomia del consulente, la soluzione suggerita sembra essere quella di contemperare gli interessi in conflitto attraverso la tecnica messa a punto dal nuovo regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in tema di *gestione* dei conflitti di

⁽⁴⁶⁾ Il 26° considerando della direttiva di "livello 2" dà espressa conferma di ciò, quando avverte che lo svolgimento, da parte delle imprese d'investimento, della consulenza abbinata al servizio di negoziazione per conto proprio, a quello di gestione di portafogli o di prestazione dei servizi finanziari alle imprese costituisce una situazione di potenziale conflitto. Cfr. altresì il già citato art. 38, co. 1, lett. a), Reg. congiunto.

⁽⁴⁷⁾ Ciò avrebbe voluto dire negare la polifunzionalità a tutto tondo dell'intermediario, ribadita indiscutibilmente nell'art. 18, co. 1, TUF (e v. anche il 29° considerando della direttiva n. 2004/39) e, prima ancora, consentire al legislatore ed ai *regulators* nazionali di operare aggiunte normative rispetto alla disciplina comunitaria (art. 18 direttiva n. 2004/39), non riconducibili a casi eccezionali e per far fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori e l'integrità del mercato, che soli le giustificerebbero (c.d. divieto di *goldplating*: cfr. 7 e 8 considerando e art. 4 della direttiva di "livello 2" e art. 6, co. 02, TUF); per tale ragione non appare condivisibile l'idea (SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti d'interesse fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, in *Banca borsa, tit. cred.*, I, 2007, p. 129), secondo cui la vecchia regola dell'*astensione*, non più prevista a livello normativo, potrebbe comunque ancora trovare applicazione per effetto della sua "autoimposizione" da parte degli stessi intermediari.

interesse (art. 23 ss.)⁽⁴⁸⁾ e ciò a prescindere dallo *status* del cliente al quale è fornito il servizio (cliente al dettaglio, professionale o controparte qualificata).

Non si vuole, in altre parole, che l'intermediario sia necessariamente indipendente ed autonomo nel prestare l'attività consulenziale o che sia a questi inibito lo svolgimento di attività in potenziale conflitto, gli si chiede, anche nei casi di conflitto più intricati, di operare comunque, ma di comportarsi correttamente, e anzitutto di gestire il conflitto e poi (ma solo se i presidi organizzativi predisposti non sono sufficienti) di dichiarare apertamente la sua situazione⁽⁴⁹⁾.

L'intermediario, infatti, dovrà anzitutto *identificare* il conflitto⁽⁵⁰⁾, dovrà poi *gestirlo*, adottando tutte *le procedure e le misure, anche organizzative, idonee ad evitare il conflitto* o quantomeno a garantire che il servizio di consulenza venga prestato con *un livello di indipendenza appropriato* rispetto agli altri servizi prestati dal medesimo o da altro intermediario cui è legato (artt. 23 e 25, co. 3, Reg. congiunto).

Ed è vero che il legislatore (e lo stesso regolamentatore) indicano le finalità alle quali le misure da adottare e le procedure da seguire devono essere ispirate, ma è altrettanto vero che la nuova disciplina rinvia, non solo all'individuazione di specifici rimedi per neutralizzare il conflitto d'interessi⁽⁵¹⁾, ma anche all'autonomia or-

⁽⁴⁸⁾ V. altresì artt. 13, co. 3, e 18, direttiva n. 2004/39; art. 21, co. 4, direttiva n. 2006/73; art. 6, co. 2-*bis*, TUF.

⁽⁴⁹⁾ E la ragione di questa nuova filosofia, da noi inaugurata con la direttiva n. 93/22 – ancorché con un percorso regolamentare non sempre lineare (v. art. 27, co. 2, reg. Consob n. 11522/1998, ora abrogato) – è da ricercare (almeno secondo un certo orientamento) nel fatto che spesso proprio “*nei casi di conflitto si danno le migliori opportunità di investimento per i clienti, sia perché l'intermediario può essere a conoscenza 'in anticipo' di un collocamento o di un'emissione particolarmente conveniente, sia perché operazioni infragruppo o condotte dai diversi settori di attività di un intermediario 'polifunzionale' possono portare significativi risparmi di spese e commissioni*” (così R. LENER, *Il conflitto d'interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa, tit. cred.*, I, 2007, p. 431).

⁽⁵⁰⁾ Gli artt. 24 e 38 del Reg. congiunto (ai quali si rinvia) selezionano (esemplificativamente) una serie di situazioni di conflitto d'interesse pregiudizievoli per gli investitori e per gli Oicr.

⁽⁵¹⁾ Si ricordi che nella vigenza della precedente disciplina (art. 6, co. 2-*bis*, TUF) vi era un esplicito riferimento ad uno specifico rimedio, alle cc.dd. *chinese walls*, quando si diceva che “*la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, disciplina i casi in cui, al fine*

ganizzativa dell'intermediario e al canone della *proporzionalità* (cfr. art. 25, commi 3 e 4, Reg. congiunto). Gli intermediari devono cioè darsi misure e procedure idonee per gestire i conflitti d'interesse in linea con il principio di *proporzionalità*, ossia variabili in funzione delle dimensioni e dell'attività di ciascun intermediario e del suo gruppo nonché del rischio che gli interessi del cliente siano danneggiati (art. 25 Reg. congiunto) ⁽⁵²⁾.

Nel caso in cui le misure adottate non siano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi del cliente sia evitato, il consulente dovrà, prima di agire per suo conto, *informare* chiaramente il cliente sulla natura e sulle fonti del conflitto ⁽⁵³⁾ affinché egli possa assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano (art. 23, co. 3, Reg. congiunto).

L'indipendenza del consulente-intermediario non va allora più ricercata sul piano della fattispecie, dove non è prescritta, ma sul piano delle regole che disciplinano il conflitto di interesse e in particolare sul piano della definizione delle regole organizzative e informative più appropriate per gestire tali conflitti.

Andando quindi oltre le finalità ed i rimedi indicati dalle disposizioni sopra richiamate, si possono immaginare misure promananti dal-

di prevenire conflitti d'interesse nella prestazione dei servizi d'investimento, anche rispetto alle altre attività svolte dal soggetto abilitato, determinate attività debbano essere prestate da strutture distinte ed autonome"; ora v. artt. 25 e 39, Reg. congiunto.

⁽⁵²⁾ Il principio di proporzionalità, nell'assetto *post*-MiFID, non riguarda solo il conflitto d'interessi, ma in realtà permea di sé l'intero sistema organizzativo (*governance* e controlli interni) degli intermediari, rientrando tra i principi generali ai quali si devono attenere questi ultimi (art. 4, co. 2, Reg. congiunto). Quesito estremamente delicato, che qui si può solo introdurre (e che, per la verità, implica competenze non solo giuridiche ma soprattutto aziendalistiche), è quale sia il criterio più adeguato per valutare la proporzionalità della struttura organizzativa rispetto all'impresa dell'intermediario, potendosi qui soltanto notare che le dimensioni, la complessità dell'attività dell'intermediario e la gamma dei servizi prestati dovrebbe essere vagliata sotto il profilo quantitativo. Per alcuni approfondimenti sia consentito rinviare ai contributi contenuti nella prima sessione di questo volume nonché a M. DE MARI, *Adeguatezza degli assetti societari e profili di responsabilità*, in *il Nuovo Diritto delle Società*, n. 3/2009, p. 51 ss.

⁽⁵³⁾ V., prima del recepimento della MiFID, ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 846.

l'autoregolazione delle imprese d'investimento che favoriscano in ogni caso l'operatività delle imprese: nello specifico si potrebbe pensare a sistemi di remunerazione diretta della consulenza, cioè a prestazioni consulenziali che siano pagate *direttamente* ed *esclusivamente* dal cliente che riceve i consigli (sulla falsariga di quanto prescritto a proposito del consulente finanziario-persona fisica), senza commistioni con la remunerazione dovuta all'intermediario per altri servizi prestati. Questi presidi dovrebbero infatti garantire una maggiore indipendenza del consulente-intermediario rispetto a forme di remunerazione indiretta e/o mista, nelle quali il compenso per la consulenza prestata non viene corrisposto direttamente dal cliente bensì dall'emittente gli strumenti finanziari (o dalla società prodotto), attraverso la retrocessione parziale, al consulente-intermediario, delle commissioni da quest'ultima percepite (e ad essa versate dai clienti) in ragione dei servizi di collocamento/gestione/negoziazione prestati dall'intermediario-consulente in combinazione con la consulenza⁽⁵⁴⁾. Anche se – è bene ricordarlo – la percezione, da parte dell'intermediario-consulente, di commissioni retrocesse dalla società prodotto, in relazione alla consulenza prestata in abbinamento ad altro servizio d'investimento, non integra la violazione dell'art. 52 del RI in tema di incentivi, quando la consulenza non sia “distorta” a seguito della commissione ricevuta⁽⁵⁵⁾.

⁽⁵⁴⁾ Al riguardo, può essere di una qualche utilità pratica segnalare come secondo le tecniche di taluni intermediari (in particolare: di alcune Sim), che prestano il servizio di consulenza associato a quello di collocamento, sia comunque invalsa la pratica di restituire al cliente il corrispettivo pagato per il servizio di consulenza prestato, attraverso la retrocessione ai clienti delle commissioni percepite dalla Sim (e ad essa corrisposte dall'emittente/offerente gli strumenti a seguito della sottoscrizione di detti strumenti), fino ad annullare l'onere sostenuto dai clienti per il pagamento del servizio di consulenza. Tali pratiche in realtà non sembrano neutralizzare il conflitto d'interesse pregiudizievole per il cliente; il meccanismo apprestato, probabilmente, accresce il conflitto: il cliente sarà predisposto alla sottoscrizione degli strumenti consigliati per vedersi restituire quanto da lui già pagato per la precedente consulenza e non solo per l'obiettività e la bontà del consiglio ricevuto. Tuttavia l'accredito finale al cliente di somme pagate da terzi è situazione che può essere favorevolmente valutata nell'ottica dell' “*accrescimento della qualità del servizio prestato al cliente*” ex art. 52 RI (sul punto v. già *Recommendations del Cesr*. Documento Cesr/07-228 del maggio 2007, leggibili in www.cesr-eu.org/data/document/07-316.pdf).

⁽⁵⁵⁾ In tal senso v. il 39° considerando della direttiva di “livello 2” e in particolare le prime linee di indirizzo in tema di *inducements* della Consob (cfr. “Esiti delle consul-

E nella stessa prospettiva volta ad individuare in concreto misure idonee a rendere imparziale la consulenza, si può pensare all'auto-imposizione, da parte degli intermediari, di precisi obblighi informativi volti a comunicare chiaramente ai propri clienti se l'analisi su cui il consulente fonda i propri consigli abbia ad oggetto uno, più o tutti gli strumenti finanziari presenti sul mercato, se il consulente sia legato ad altri soggetti e presti altri servizi o attività d'investimento e se il consulente percepisca incentivi da terzi o solo compensi dai clienti per i consigli che offre⁽⁵⁶⁾. Si tratta di previsioni non contenute nella disciplina MiFID né, allo stato, in quella nazionale e che probabilmente il nostro legislatore, implementando la MiFID, avrebbe potuto inserire tra gli obblighi normativi aggiuntivi da porre a carico degli intermediari⁽⁵⁷⁾, ma che, come si diceva, gli intermediari possono autoimporsi al fine di garantire maggiore indipendenza e neutralità agli investitori⁽⁵⁸⁾.

tazione" RI parte III, in www.consob.it), dove si sostiene, ai sensi del citato 39° considerando, la legittimità dell'incentivo ricevuto dall'intermediario-consulente "a condizione che la consulenza offerta non sia distorta a seguito della ricezione della commissione".

⁽⁵⁶⁾ Merita qui ricordare che nel Regno Unito, dopo la c.d. *de-polarisation* del 2005, sono presenti quattro categorie di *adviser*: i) il *tied adviser* (consulente legato ad un solo intermediario); ii) il *multi-tied adviser* (consulente legato a più intermediari); iii) *whole of market adviser* (consulente operante per tutti gli intermediari sulla base di commissioni); iv) *independent financial adviser* (consulente indipendente remunerato direttamente dal cliente). Tale classificazione è volta a rendere ben chiaro all'investitore quella che è la posizione del consulente, i suoi legami con gli intermediari, i prodotti finanziari sui quali verte la sua analisi, il sistema di remunerazione del servizio. Cfr. il *Policy Statement July 2007* dell'Autorità di vigilanza inglese (*Financial Services Authority*, FSA) "*Reforming Conduct of Business Regulation*", leggibile all'indirizzo elettronico www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps07-14.pdf.

⁽⁵⁷⁾ Cfr. art. 4 della direttiva di "livello 2".

⁽⁵⁸⁾ Disposizioni di questo tenore sono, per converso, espressamente previste per gli *intermediari assicurativi* (art. 120, co. 2, D.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, "*Codice delle assicurazioni private*", e ora anche art. 85, co. 2, lett. f, RL), per i quali sono però – è bene rimarcarlo – le stesse fonti comunitarie ad enucleare (e ad imporre) il concetto di consulenza *imparziale* (cfr. art. 12, co. 2 della direttiva n. 2002/92 del 9 dicembre 2002 sull'intermediazione assicurativa: "*Quando l'intermediario assicurativo comunica al consumatore di fornire consulenze fondate su un'analisi imparziale, egli deve fondare tali consulenze sull'analisi di un numero sufficiente di contratti di assicurazione disponibili sul mercato, che gli consenta di formulare una raccomandazione, secondo criteri professionali, in merito al contratto assicurativo idoneo a soddisfare le esigenze del consumatore*").

5. *Gli obblighi informativi e l'assenza della forma contrattuale scritta (cenni).*

Quanto sin qui osservato su tendenze e correlative problematiche del nuovo servizio di consulenza, naturalmente, non esaurisce il tema, perché occorre, per concludere il nostro discorso, soffermarsi ancora sugli obblighi informativi che l'intermediario-consulente deve assolvere nella prestazione del servizio e svolgere alcuni brevi cenni sull'assenza della forma scritta del contratto di consulenza.

Sul versante della disciplina applicabile al servizio di consulenza (o meglio, al contratto di consulenza del quale il servizio costituisce l'oggetto), al di là di quanto già osservato con riguardo al conflitto d'interessi e ai cc.dd. incentivi, va detto che la normativa MiFID e quella "a valle" della MiFID opera una netta distinzione – sulla falsariga della differenziazione di matrice anglosassone tra *execution services* e *discretionary services* – tra servizi di investimento cc.dd. *esecutivi* e servizi d'investimento cc.dd. *discrezionali*.

Si distingue, in altre parole, tra servizi nei quali il ruolo dell'intermediario è realizzativo (ancorché secondo diverse gradazioni) della volontà dell'investitore da quelli in cui invece il contributo dell'intermediario è tutt'altro che esecutivo e anzi l'intermediario adotta scelte d'investimento, su base discrezionale, nell'ambito di un mandato conferito dall'investitore (come avviene nella gestione di portafogli) o suggerisce, sulla base di una specifica e personale elaborazione, consigli d'investimento al potenziale investitore (come è proprio della consulenza).

A questa distinzione corrisponde, sul piano della disciplina applicabile, un diverso livello di protezione dell'investitore che, con specifico riguardo alla consulenza, non sembra in realtà realizzarsi mediante la predeterminazione *normativa* o *regolamentare* di clausole contrattuali, come pure succede per altri contratti d'investimento (quali, ad esempio, il contratto di gestione di portafogli)⁽⁵⁹⁾, i cui contenuti sono fortemente *normativizzati* (e quindi standardizzati), ma essenzialmente attraverso la previsione di specifiche regole di

⁽⁵⁹⁾ Cfr. ad esempio gli art. 37 e 48 del RI.

condotta di fonte legislativa e regolamentare, alle quali l'intermediario si deve attenere nella fase di formazione e di esecuzione del contratto⁽⁶⁰⁾.

Al riguardo, i dati normativi dai quali muovere sono gli artt. 27-36 del regolamento intermediari della Consob che pongono precisi obblighi in capo all'intermediario-consulente di informare il cliente in modo chiaro, corretto e non fuorviante circa se stesso, i suoi servizi d'investimento, gli strumenti finanziari proposti ed i costi e gli oneri connessi alla prestazione del servizio (c.d. "*dovere di informare*").

Il consulente ha altresì l'obbligo di informarsi dal potenziale cliente in merito: a) alla sua conoscenza ed esperienza in materia di investimenti; b) alla sua situazione finanziaria; c) ai suoi obiettivi di investimento (art. 39, 1° co., RI) (c.d. "*dovere di informarsi*")⁽⁶¹⁾.

Il dovere di informare e di informarsi è prodromico alla valutazione di adeguatezza (c.d. "*suitability*"), attraverso la quale il consulente deve attentamente verificare che la specifica operazione consigliata sia coerente con il profilo finanziario denunciato dal potenziale investitore e con i suoi obiettivi di investimento (art. 40 RI)⁽⁶²⁾.

⁽⁶⁰⁾ Occorre precisare che le seguenti riflessioni sono limitate alla disamina delle regole di condotta concernenti gli obblighi informativi (da intendersi nel senso di obbligo per l'intermediario: di informare il cliente e di informarsi; di valutare l'adeguatezza del consiglio rispetto al profilo finanziario del cliente) e al requisito della forma del contratto di consulenza. È chiaro che i profili di disciplina applicabili a chi esercita il servizio di consulenza non si esauriscono in ciò, dovendo il consulente-intermediario attenersi altresì alle regole in tema di incentivi e di conflitti d'interesse (per le quali si rinvia a quanto osservato *supra* al § 4), nonché dotarsi di un sistema organizzativo (*governance* e soprattutto controlli interni) proporzionato e conforme a quanto disposto dal regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob cit. (artt. 5-22).

⁽⁶¹⁾ I commi 2, 3 e 4 dell'art. 39 individuano le specifiche informazioni che l'intermediario consulente deve ottenere dal potenziale cliente al fine di ricostruire compiutamente l'esperienza, la situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento del cliente. È altresì importante segnalare che se il consulente non ottiene le informazioni suindicate (anche una soltanto tra queste) deve astenersi (si astiene, dice l'art. 39, co. 6, RI) dal prestare il servizio di consulenza. Alla stessa conclusione (obbligo di astensione) pare doversi arrivare nel caso in cui le informazioni fornite al cliente dall'intermediario siano "superate", "inesatte" o "incomplete" (art. 39, co. 5, RI).

⁽⁶²⁾ Conviene ricordare che la normativa in tema di "adeguatezza" non trova applicazione con riguardo ai "clienti professionali" di cui all'allegato n. 3 del RI (cfr. art.

Ma naturalmente la *suitability* non implica di per sé neutralità del consulente (v. *supra* § 4), poiché questo assolve correttamente agli obblighi di adeguatezza, anche se si limita a suggerire al cliente i soli strumenti finanziari da lui distribuiti (purché coerenti con il profilo dell'investitore), pur essendo evidente che tanto maggiore è il numero di strumenti finanziari sui quali verte l'analisi tanto più ampia è la possibilità di rinvenire strumenti adeguati al profilo del potenziale investitore.

Si tratta di regole di comportamento obbligatorie, alle quali l'intermediario – consulente, a pena di responsabilità (civile ed amministrativa) ⁽⁶³⁾, si deve attenere con la diligenza professionale che lo ca-

40, commi 2 e 3 co., RI), proprio in ragione della loro classificazione quali investitori per i quali può *presumersi* esperienza e competenza in ambito finanziario.

⁽⁶³⁾ Posto che la violazione di questi doveri è indiscutibilmente sanzionata in via amministrativa ex art. 190 TUF, secondo la procedura indicata dall'art. 195 TUF (e v. altresì l'art. 51, direttiva di "livello1"), dubbi maggiori si sono originati in dottrina ed in giurisprudenza circa le conseguenze civilistiche della violazione dei doveri informativi del cliente (su cui le direttive MiFID non prendono posizione), in ordine alle quali il dibattito è stato intenso e coinvolgente e qui può soltanto richiamarsi per rapidi rinvii. Soprattutto dopo le note vicende relative al collocamento delle obbligazioni Argentina, Cirio, Giacomelli e Parmalat è fiorita una copiosa letteratura (essenzialmente) di commento alle decisioni giurisprudenziali che si andavano via via formando (v. la rassegna di GOBBO e SALODINI, *I servizi d'investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, II, p. 5 ss.), che ha prospettato pressoché tutti i possibili rimedi *risarcitori* e *reali* per tutelare l'investitore pregiudicato dalla violazione delle regole di condotta (cfr., per tutti, DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi Cirio e Parmalat*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 331 ss.; COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, p. 537). C'è ora da aspettarsi che il dibattito possa assestarsi a seguito della pronuncia della Corte di Cassazione a Sezioni Unite (19 dicembre 2007, n. 26725, leggibile all'indirizzo elettronico www.dirittobancario.it, su cui, tuttavia, v. le osservazioni critiche di F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.U.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, leggibile all'indirizzo elettronico www.ilcaso.it) e non solo per l'autorità e l'efficacia persuasiva delle Sezioni Unite ma anche per la linearità delle argomentazioni sostenute. La Corte, infatti, dopo aver distinto tra regole di comportamento dei contraenti e norme di validità dei contratti (su cui già A. PERRONE, *Servizi d'investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1021), afferma che "la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento può dar luogo (ove non si traduca in situazioni tali da determinare l'annullabilità del contratto per vizi del consenso) a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione

ratterizza, ma che non attengono agli elementi intrinseci e costitutivi della fattispecie negoziale, incidendo invece sul momento prenegoziale (e, in tal caso, procedimentalizzandone l'*iter* di formazione) ovvero su quello attuativo del rapporto contrattuale⁽⁶⁴⁾.

Va anche puntualizzato – e ciò rappresenta senza dubbio una delle nuove tendenze della MiFID – che solo la consulenza (e la gestione) impongono all'intermediario la valutazione di adeguatezza⁽⁶⁵⁾; per gli altri servizi d'investimento l'intermediario è sollevato dal giudizio di *suitability* (essendo tenuto a svolgere solo quello di "appropriatezza" ai sensi dell'art. 42 RI), sino ad essere esonerato dal rispetto degli obblighi informativi (eccezion fatta per il *dovere di informare*), quando, al fine di garantire all'investitore la massima velocità di transazione, l'intermediario presta servizi d'investimento che consistono unicamente nell'esecuzione di ordini per conto del cliente o nella ricezione e trasmissione ordini alla presenza delle condizioni fissate nell'art. 43 RI (c.d. "*execution only*")⁽⁶⁶⁾.

del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione in questione". La Corte di legittimità – superando definitivamente l'orientamento della giurisprudenza di merito del primo momento, incline alla dichiarazione di nullità del contratto d'investimento per contrarietà a norme imperative – non ha perso l'occasione per puntualizzare che "*in nessun caso in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, comma 1, c.c.*". Si arresta così – come peraltro rilevato nella sentenza – un malinteso fenomeno di slittamento del principio di correttezza e di buona fede verso il terreno del giudizio di validità dell'atto che non ha ragione d'essere né nel sistema del codice civile né in quello risultante dal recepimento della disciplina MiFID.

⁽⁶⁴⁾ Cfr. Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26725 cit. (e v. *supra* nt. 63).

⁽⁶⁵⁾ Le regole di condotta applicabili ai consulenti-persone fisiche (oggetto di apposito regolamento della Consob ad oggi in fase di consultazione, cfr. Regolamento di attuazione dell'art. 18-*bis* TUF. Documento di consultazione 5 giugno 2008, in www.consob.it) ricalcano, nei limiti di compatibilità con lo statuto normativo del consulente-persona fisica, la disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati (cfr. art. 18-*bis*, co. 5, lett. d, TUF).

⁽⁶⁶⁾ Cfr. molto chiaramente sulla modulazione degli obblighi informativi in funzione del servizio prestato L. SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, cit., p. 138 ss.; diversamente invece G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione*

Ciò chiarito in termini il più possibile concisi, è da dire che, per come è stata congegnato il nuovo servizio di consulenza e per le modalità attraverso le quali il servizio stesso viene offerto, il pregnante regime introdotto per la consulenza finisce inevitabilmente per attrarre (o colonizzare) sotto la sua disciplina anche i servizi d'investimento "minori" (diversi dalla gestione) che siano prestati contestualmente ed in connessione con la consulenza (è difficile che i servizi d'investimento – in particolare quelli di collocamento e di negoziazione – vengano prestati con esclusione di qualsivoglia profilo consulenziale), segnando così, almeno in tali casi, il sistematico superamento del regime dell'"appropriatezza" a vantaggio dell'applicazione di quello dell'adeguatezza.

Ma, per altro verso, la tutela del potenziale investitore non sembrerebbe rafforzata in termini generali: parrebbe che, con il contratto di consulenza, si sia voluto assicurare tutela al potenziale investitore, imponendo all'intermediario-consulente il rispetto delle regole di condotta sopra ricordate, ma, nel contempo, si sia abbandonato ogni formalismo negoziale⁽⁶⁷⁾.

Il nuovo art. 23, co. 1, TUF (cui è data attuazione pedissequa dall'art. 37, co. 1, RI) non richiede più, come in passato, la forma scritta ai fini della validità del contratto⁽⁶⁸⁾.

del servizio di consulenza, cit., p. 23, secondo cui (ma in aperto contrasto con la lettera e la ratio della nuova disciplina) "occorre guardarsi da facili semplificazioni, secondo le quali, al di fuori dei servizi di consulenza e gestione, gli intermediari dovrebbero preoccuparsi esclusivamente del profilo della c.d. appropriatezza".

⁽⁶⁷⁾ Che l'esclusione della forma scritta per il contratto di consulenza sia la strada tracciata dal legislatore comunitario appare certo, dal momento che il 41° considerando della direttiva di "livello 2" dice espressamente che: "La presente direttiva prescrive alle imprese di investimento che forniscono servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti a nuovi clienti al dettaglio di concludere un accordo di base scritto con il cliente in cui vengano fissati i diritti e gli obblighi essenziali dell'impresa e del cliente. Tuttavia essa non impone nessun altro obbligo circa la forma, il contenuto e l'esecuzione dei contratti per la prestazione di servizi d'investimento o accessori" (v. anche il 62° considerando della medesima direttiva).

⁽⁶⁸⁾ Nel sistema pre-MiFID l'obbligo della forma scritta per i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento discendeva dall'art. 23, co. 1, vecchio testo, del TUF e dall'art. 30, co. 3, lett. b), del previgente regolamento Consob n. 11522/1998 in materia di intermediari; disposizione quest'ultima che imponeva espressamente tale obbligo anche per il contratto avente ad oggetto il servizio accessorio di consulenza.

Che ciò sia più coerente con le necessità della celerità del commercio e, segnatamente, della prestazione dei servizi d'investimento e risponda ad una maggiore efficienza ed economicità sotto il profilo dell'analisi costi-benefici è stato ampiamente discusso⁽⁶⁹⁾; non sembra tuttavia – anche in mancanza di riferimenti sul punto del legislatore comunitario o di interpretazioni del Cesr o della Consob in tal senso – che la rinuncia al formalismo negoziale sia effettivamente intervenuta per soddisfare questi obiettivi. Non può sfuggire che l'abbandono della forma scritta riguarda solo il contratto in discussione e non anche, ad esempio, tra i *discretionary services*, la gestione di portafogli, il cui trattamento normativo, sotto il profilo degli obblighi informativi, è pienamente parificato alla consulenza (v. artt. 39 e 40 RI).

Con la norma in esame non si è quindi voluta abbandonare una forma (o meglio, una filosofia) di tutela dell'investitore al dettaglio, ormai divenuta tradizionale, come quella che impone, a pena di nullità, la forma scritta del contratto di investimento⁽⁷⁰⁾; né si può ragionevolmente sostenere che una tale previsione, ora limitata al solo contratto di consulenza, possa essere stata pensata come antesignana di scelte normative analoghe con riguardo agli altri contratti aventi ad oggetto servizi d'investimento⁽⁷¹⁾.

Più semplicemente è da dire che i consigli di investimento forniti al potenziale cliente non implicano immediatamente decisioni d'investimento, sulle quali è importante, attraverso l'ausilio formalista dello scritto contrattuale, richiamare subito l'attenzione del clien-

⁽⁶⁹⁾ Cfr. R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del risparmio del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, p. 4 ss. e sul secondo dei due aspetti v. F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., p. 235 ss.; ma, più in generale, per una strenua difesa della forma (anche come risposta al nichilismo giuridico) v. N. IRTI, *Il salvagente della forma*, Roma-Bari, 2007, pp. 8 e 42.

⁽⁷⁰⁾ Si tenga peraltro conto che buona parte dell'informativa di cui si è prima detto deve essere fornita su "*supporto duraturo*" – ossia su carta o supporto non cartaceo equivalente (artt. 34, co. 5, 36 RI) – e che in ogni caso quando il servizio di consulenza è prestato in connessione con altro servizio d'investimento deve essere specificato per iscritto "*se e con quali modalità la consulenza può essere prestata*" (art. 37, co. 2, lett. g, RI).

⁽⁷¹⁾ E in proposito si noti anzi come il contratto di collocamento, prima esonerato dall'obbligo di forma scritta (cfr. art. 30, co. 3, lett., reg. Consob n. 11522/1998), non sfugge ora a tale obbligo (art. 23, co. 1, TUF e art. 37, co. 1, RI).

te. Si tratta di suggerimenti che, solo eventualmente ed in un secondo momento, si potranno tradurre in negozi giuridici che presuppongono un impiego di capitali e un'aspettativa di rendimento correlata all'assunzione di un rischio; ma quando ciò avverrà, attraverso la conclusione di un contratto di investimento (diverso da quello di consulenza), le parti saranno obbligate a vincolarsi per iscritto secondo quanto disposto dall'art. 23 TUF.

Il che dimostra in definitiva che, anche attraverso tale previsione, il legislatore conferma la scelta della forma scritta per i contratti (che hanno ad oggetto scelte) d'investimento.

GLI AUTORI

EMANUELE MARIA CARLUCCIO - Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nella Facoltà di Economia dell'Università di Verona

PAOLO ANTONIO CUCURACHI - Professore Straordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nella Facoltà di Economia dell'Università del Salento

MICHELE DE MARI - Professore Associato di Diritto Commerciale nella Facoltà di Economia dell'Università di Verona

GIAN DOMENICO MOSCO - Professore Ordinario di Diritto Commerciale nella Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma Luiss "Guido Carli"

ANDREA PERRONE - Professore Ordinario di Diritto Commerciale nella Facoltà di Giurisprudenza dell'Università Cattolica

MICHELE RUTIGLIANO - Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nella Facoltà di Economia dell'Università di Verona

GIULIANA SCOGNAMIGLIO - Professore Ordinario di Diritto Commerciale nella Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di Roma "La Sapienza"

MARIO STELLA RICHTER - Professore Ordinario di Diritto Commerciale nella Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma "Tor Vergata"

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI VERONA
DIPARTIMENTO DI DIRITTO DELL'ECONOMIA
COLLANA DI STUDI GIURIDICI

MONOGRAFIE

1. - PAOLO DURET, *Sussidiarietà e autoamministrazione dei privati*, 2004.
2. - GIAMPAOLO DALLE VEDOVE, *Statuto e tipi di impresa*, 2004.
3. - ANDREA PILATI, *I diritti di sciopero*, 2004.
4. - ELISABETTA LAMARQUE, *Regioni e ordinamento civile*, 2005.
5. - GIOVANNI GUIGLIA, *Il diritto all'assistenza sociale nella prospettiva multilivello*, 2005.

QUADERNI

1. - ILARIA CARLOTTO, *Il procedimento di formazione degli Statuti delle Regioni ordinarie*, 2007.
2. - GIOVANNI GUIGLIA, *I livelli essenziali delle prestazioni sociali alla luce della recente giurisprudenza costituzionale e dell'evoluzione interpretativa*, 2007.

RACCOLTE DI SCRITTI

1. - PAOLO CAVALERI-GIAMPAOLO DALLE VEDOVE-PAOLO DURET (a cura di), *Autorità indipendenti e agenzie*, 2003.
2. - ANNA GENOVESE (a cura di), *I decreti legislativi sulle pratiche commerciali scorrette*, 2008.
3. - MICHELE DE MARI (a cura di), *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative (Assetti organizzativi - Regole di condotta - Consulenza in materia d'investimenti) - Un confronto tra giuristi ed economisti*, 2009.

STRUMENTI

1. - PAOLO CAVALERI, *Diritto regionale*, 2003.

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI VERONA
FACOLTÀ DI ECONOMIA
COLLANA DI STUDI GIURIDICI

1. - OFFEDDU MARINO, *Le convenzioni internazionali del lavoro e l'ordinamento giuridico italiano*. 1973.
2. - TANTINI GIOVANNI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*. 1973.
3. - TRIMELONI MARIO, *I caratteri delle entrate tributarie*. 1973.
4. - DINACCI UGO, *Prospettive sistematiche del processo penale*. Seconda edizione. 1978.
5. - DINACCI UGO, *Linee sistematiche della nuova preistruzione penale*. Ristampa aggiornata. 1978.
6. - DE CRISTOFARO MARCELLO, *Il lavoro a domicilio*. 1978.
7. - CAVALERI PAOLO, *Iniziativa economica privata e Costituzione «vivente»*. 1978.
8. - MENEGAZZI MUNARI FRANCESCA, *Gli enti collettivi negli accordi stipulati dall'Italia*. 1978.
9. - DINACCI UGO, *Sequestro conservativo penale*. 1979.
10. - PEDRAZZA GORLERO MAURIZIO, *Le variazioni territoriali delle Regioni*. Vol. I, 1979.
11. - NATUCCI ALESSANDRO, *La tipicità dei diritti reali*. Vol. I, 1982.
12. - UCCELLA FULVIO, *La tutela penale della famiglia*. 1984.
13. - NATUCCI ALESSANDRO, *La tipicità dei diritti reali*. Vol. II, 1985.
14. - NATUCCI ALESSANDRO, *La tipicità dei diritti reali*. Seconda edizione. 1988.
15. - STUDI IN MEMORIA DI MARINO OFFEDDU. 1988.
16. - GOTTARDI DONATA, *Organizzazione sindacale e rappresentanza dei lavoratori in azienda*. 1989.
17. - DINACCI UGO, *Il sequestro conservativo nel nuovo processo penale*. 1990.
18. - PEDRAZZA GORLERO MAURIZIO, *Le variazioni territoriali delle Regioni*. Vol. II, 1991.
19. - NATUCCI ALESSANDRO, *Astrazione causale e contratto autonomo di garanzia*. 1992.
20. - DALLE VEDOVE GIAMPAOLO, *Lo storno di dipendenti nella disciplina della concorrenza*. 1992.
21. - GOTTARDI DONATA, *Legge e sindacato nelle crisi occupazionali*. 1995.
22. - FERRI GIAMPIETRO, *Il Consiglio Superiore della Magistratura e il suo Presidente*. 1995.
23. - TROILO SILVIO, *La ricerca della governabilità*. 1996.
24. - TROILO SILVIO, *Il local government britannico*. 1997.
25. - DALLE VEDOVE GIAMPAOLO, *Circolazione del marchio e trasparenza del mercato*. 1997.
26. - MENTI FABIO, *Ambiente e imposizione tributaria*. Il tributo speciale sul deposito dei rifiuti. 1999.
27. - DALLE VEDOVE GIAMPAOLO, *Concentrazioni e gruppi nel diritto antitrust*. 1999.
28. - FERRI GIAMPIETRO, *Il referendum nella revisione costituzionale*. 2001.