

FONDAZIONE GABRIELE BERIONNE
SEMINARIO DEL 16 DICEMBRE 2008

RAFFAELE LENER

APPUNTI SUI CONFLITTI DI INTERESSE NEI MERCATI FINANZIARI

1. Il problema

L'area dei servizi di investimento costituisce un interessante banco di prova per verificare il corretto equilibrio fra *autoregolamentazione* ed *eteroregolamentazione* nel mercato finanziario.

Intatti, nella prestazione di servizi di investimento è *normale* che l'intermediario agisca in situazione di potenziale conflitto di interessi. Si pensi, a mero titolo di esempio, alla possibilità che l'investimento proposto alla clientela abbia a oggetto strumenti finanziari emessi o collocati da società facenti parte del gruppo dell'intermediario, o alla possibilità che l'intermediario stesso agisca quale diretta controparte del cliente, compiendo operazioni con il proprio patrimonio, o ancora alla possibilità che vengano utilizzati i servizi di altri intermediari del gruppo, o più in generale a tutte le ipotesi di conflitto da "polifunzionalità", originate dal fatto che il medesimo intermediario offre più servizi fra loro potenzialmente in conflitto.

Certamente, potrebbe proporsi una soluzione drastica: vietare all'intermediario di agire per conto del cliente in simili ipotesi. Nella legislazione e nella giurisprudenza teorica e pratica italiane degli anni ottanta, e ancora per certi versi nella legge n. 1 del 1991, si trovava più di una indicazione in tal senso. Si consideri fra l'altro che molte ipotesi di conflitto – anche se certamente non tutte – sarebbero state agevolmente individuabili *ex ante* e ben avrebbe potuto un legislatore "iperprotettivo" tipizzarle e vietarle in modo rigido.

Il legislatore italiano, però, a partire dagli anni novanta ha fatto una scelta, irreversibile, di segno opposto: non più divieti, ma controlli e regole organizzative.

In realtà è stato agevole accorgersi che proprio nelle fattispecie sopra indicate come potenziali fonti di conflitto spesso 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.

Il legislatore si è allora spostato sul non facile terreno dell'informazione preventiva, consentendo l'effettuazione di operazioni potenzialmente conflittuali previa informazione del cliente, seguita da una dichiarazione scritta di consenso.

Tuttavia, sono subito emerse difficoltà quasi insormontabili. Il mercato finanziario infatti ha bisogno di rapidità ed è intollerante nei confronti di "ingessature" ed eccessi burocratici, quale la richiesta del consenso per ogni singola operazione in conflitto. Si è così cercato di conciliare le esigenze del mercato e le esigenze di tutela degli investitori imponendo bensì l'obbligo del consenso preventivo del cliente, ma consentendo che fosse richiesto una volta per tutte, all'inizio del rapporto contrattuale e, quindi, necessariamente, a fronte di una lunga e generica elencazione di possibili cause di conflitto.

Ma non può sfuggire che una misura siffatta costituisce davvero un modesto presidio degli interessi del cliente e conduce a un eccesso di informazione precontrattuale, tanto più inutile quanto più ampia: il rischio del *vero* conflitto si confonde fra le maglie di un elenco infinito di conflitti *non rischiosi* e inevitabilmente sfugge al cliente, che sottoscrive la dichiarazione di consenso con lo stesso grado di attenzione (pressoché nullo) con cui comunemente si sottoscrivono le clausole "onerose" *ex art.* 1341, cod. civ.

Al legislatore è richiesto oggi uno sforzo molto maggiore, che deve tradursi in regole più "s sofisticate" e adatte ai moderni mercati finanziari. E' infatti necessario, da un lato, limitare i divieti al minimo (purtuttavia mantenendo divieti e obblighi di astensione, come vedremo, per le fattispecie di conflitti *non gestibili*), e, dall'altro, introdurre oneri di informazione selettiva e "intelligente", che distinguano fra "conflitti" autorizzabili *ex ante* e "conflitti" necessitanti di autorizzazione *ad hoc*, in una con

regole organizzative interne (ad es. la separazione contabile e organizzativa, i c.d. *chinese walls*) e specifiche regole di diligenza professionale.

Se la legge non chiede più di non agire in conflitto di interessi, deve però pretendere che i rischi di conflitto siano ridotti al minimo e, ove impossibile evitarli, che siano assicurate ai clienti trasparenza e un trattamento *equo*.

Inoltre la disciplina dei servizi di investimento è oggi sempre più “conformata” a livello comunitario, sì che regole generali e principi con sempre maggiore dettaglio sono dettati dalle direttive dell’Unione Europea, soprattutto da quando il legislatore comunitario segue la c.d. procedura Lamfalussy. La concorrenza fra gli ordinamenti comunitari è, inevitabilmente, una concorrenza “al ribasso”: i legislatori nazionali appaiono comprensibilmente restii ad adottare misure più restrittive di quelle imposte in sede comunitaria, con la conseguenza che l’armonizzazione *minima* richiesta dalle direttive europee diviene poi regola *standard* nei paesi membri. In particolare, in materia di conflitti di interesse nella prestazione di servizi di investimento, l’orientamento del legislatore comunitario, e quindi dei legislatori nazionali, si è ormai consolidato proprio nel senso della *gestione* e non del *divieto*.

2. La direttiva “di primo livello” del 2004

La direttiva MiFID (*markets in financial instruments directive*), dell’aprile 2004, testualmente prevede che “le imprese di investimento adottino ogni misura ragionevole *per identificare* i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi” (art. 18).

Il legislatore comunitario, poi, precisa che là dove le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall’impresa di investimento per “gestire” i conflitti di interesse non siano sufficienti “per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato”, allora grava sull’impresa di investimento un onere di “informare chiaramente” i clienti, prima di agire per loro conto, “della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse” (per la

valutazione che “*disclosure will become something of last resort*” v. BAND-ANDERSON, *Conflicts of Interests in Financial Services and Markets. The Regulatory Aspect*, in *Journ. of Intern. Law and Regul.*, vol. 22, 2007, 88, spec. 97).

Si noti, al riguardo, come il giudizio circa la “sufficienza” delle misure adottate dall’impresa per “gestire” i conflitti sia, in ultima analisi, *demandato all’impresa stessa*, sì che ove l’intermediario abbia a ritenere sufficienti le misure organizzative adottate (ad es., di separazione dei flussi informativi mediante i c.d. *chinese walls*), e siffatto giudizio sia da ritenersi espresso in buona fede o comunque in modo non negligente (cfr. ENRIQUES, *L’intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 846), esso non sarà responsabile nei confronti dei clienti per eventuali danni subiti a causa dell’operazione effettuata in conflitto di interessi, né sarà esposto a sanzioni amministrative per violazione di regole di condotta. Quando al contenuto dell’informazione da rendere al cliente nell’ipotesi di (auto-valutata) insufficienza delle misure organizzative, il legislatore comunitario richiede che si comunichi (a) chiaramente e (b) prima di agire per suo conto la *natura generale e/o le fonti* dei conflitti di interesse.

Se pure l’espressione usata non sia felicissima, è tuttavia chiaro che è possibile fornire al cliente *in modo generico* (la locuzione “natura generale” certamente vuol dire che non è necessario indicare la “natura specifica”, concreta, dell’interesse in conflitto) l’indicazione del conflitto e di farlo anche *una tantum* all’inizio del rapporto contrattuale.

Possiamo allora concludere che corre maggiori rischi l’intermediario che reputi *sufficiente* la misura di “gestione” del conflitto adottata – in quanto vi è la possibilità di una valutazione *ex post* di negligenza da parte del giudice o dell’autorità amministrativa – rispetto all’intermediario che preferisca, nel dubbio, valutare la misura come *insufficiente* e, in conseguenza, dare al cliente una generica informazione, con clausola *standard*, su tutti i conflitti di interesse che potrebbero insorgere in costanza del rapporto contrattuale, avendo cura soltanto di indicarne la natura generale e le fonti.

Lo stesso art. 18, d'altronde, demanda alla Commissione di adottare una direttiva c.d. di secondo livello, nella quale eventualmente “definire misure (...) per rilevare, *prevenire*, gestire e/o divulgare i conflitti di interesse”. Tuttavia, ciò è predicato solo con riferimento alle ipotesi in cui le imprese di investimento prestino più servizi allo stesso tempo, dunque per i soli casi di conflitti *da polifunzionalità*, su cui avremo modo di tornare in seguito.

In più, la formulazione della norma di delega non sembra consentire alla Commissione di introdurre anche *divieti* o imporre comunque *doveri di astensione* agli intermediari nelle ipotesi in cui versino in conflitto di interesse. Infatti, la delega va letta nello spirito della norma delegante, che non pone divieti, ma prevede misure di organizzazione e “di gestione” dei conflitti (diversamente ENRIQUES, *op. cit.*, 847 s), secondo la linea ispiratrice dei *quattro pilastri* su cui si poggia tutta l'intelaiatura della nuova regolamentazione comunitaria: doveri di organizzazione, doveri di identificazione, doveri di dichiarazione, doveri di agire secondo onestà ed equità.

3. La direttiva “di secondo livello” del 2006

Un rapido esame della direttiva “di secondo livello” conferma questa ipotesi. Il legislatore comunitario intende, infatti, introdurre una politica di gestione dei conflitti, non una serie di divieti o di obblighi di astensione, e questo neppure nelle ipotesi in cui lo stesso intermediario renda la dichiarazione quasi-confessoria, cui si accennava *supra*, di (possibile) insufficienza delle misure organizzative adottate al fine di eliminare “ragionevolmente” il rischio (non già del conflitto, ma che il conflitto possa avere l'effetto) di “nuocere agli interessi dei clienti”.

L'art. 22 della direttiva dell'agosto 2006, significativamente rubricato “politica di gestione dei conflitti di interesse”, precisa che le imprese di investimento devono “elaborare, applicare e mantenere un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse”. Di siffatta “politica di gestione” si dice solo che (i) deve essere formulata per iscritto, (ii) deve essere adeguata alle dimensioni e all'organizzazione dell'impresa, (iii) deve essere altresì adeguata alla natura, alle dimensioni e alla complessità dell'attività svolta.

Invero, per essere una disciplina di “dettaglio”, la direttiva del 2006 è piuttosto deludente, contenendo quasi esclusivamente proposizioni di carattere generale non particolarmente innovative.

Meritano forse di essere sottolineate nella disciplina comunitaria di secondo grado le sole misure dedicate alle *singole persone fisiche* che, all’interno dell’impresa di investimento, occupano posizioni di direzione o controllo o comunque esercitano compiti “delicati” in ruoli potenzialmente conflittuali (definite “soggetti rilevanti”). Questa è in effetti la parte più interessante di tutta la regolamentazione: bisogna garantire che tali soggetti abbiano un grado di indipendenza adeguato (comma 3, primo cpv), che fra di essi non vi sia scambio di informazioni “rischiose” (comma 3, lett *a*), che essi siano sottoposti a “vigilanza separata” (comma 3, lett. *b*), che nessuno su di essi eserciti una “influenza indebita” (comma 3, lett *d*).

Si impone poi di eliminare ogni legame diretto fra la retribuzione di questi “soggetti rilevanti” e la retribuzione di altri “soggetti rilevanti” che esercitino attività potenzialmente conflittuali (comma 3, lett. *c*). L’attuazione pratica di questa norma impone, ovviamente, l’individuazione delle attività potenzialmente conflittuali e l’impressione è che lo siano praticamente tutte le attività elencate nella sezione A, e molte di quelle della sezione B, dell’allegato alla direttiva n. 93/22/CEE (riproposto in termini identici quale allegato al *Testo Unico della Finanza* del 1998, *TUF*). E’ dunque richiesto uno sforzo significativo al legislatore nazionale per dar attuazione a questa previsione, che rimane peraltro una delle misure organizzative più innovative.

Un (potenziale) divieto è poi posto dal comma 3, lett. *e*: il legislatore nazionale deve “*impedire* o controllare” che un “soggetto rilevante” partecipi allo svolgimento di più servizi di investimento (accessori) qualora ciò possa nuocere alla “gestione corretta dei conflitti di interesse”.

In conclusione, pochissimi divieti, peraltro contenuti in norme di formulazione incerta e generica. Si conferma, con ciò, la scelta del legislatore comunitario di optare per forme organizzative di gestione del conflitto, che vincolino in modo minimo il comportamento dell’intermediario, inevitabilmente facendo affidamento sul controllo

ex post demandato all'autorità di vigilanza e all'autorità giudiziaria in sede di verifica di "onestà e correttezza" dell'azione dell'intermediario stesso.

E' certamente possibile che siano i legislatori dei singoli Stati membri a porre regole più stringenti, imponendo veri e propri obblighi di comportamento o doveri di astensione a carico degli intermediari con riguardo alle ipotesi in cui un conflitto non è "gestibile" se non rifiutando di dar corso a un'operazione per conto della clientela (cfr. ad es. *FSA Handbook, Conduct of Business*, 2004, Ch. 7, 7.1.4E, 7.1.9G), ma questo avverrà sempre più raramente giacché, come detto, la competizione fra le piazze finanziarie europee ha portato anche a una concorrenza "al ribasso" fra i regolatori nazionali.

4. L'opinione del CESR

Anche il *CESR*, il Comitato europeo che riunisce le autorità di vigilanza sui mercati finanziari, non ha ritenuto opportuno suggerire misure stringenti.

Nel *Technical Advice* del gennaio 2005 si sottopone alla valutazione del legislatore comunitario l'opportunità di imporre agli intermediari una *particolare attenzione* con riferimento alle ipotesi di svolgimento congiunto di più attività, dando specifico rilievo, al riguardo, alla negoziazione per conto proprio, alla gestione di portafogli e alle attività qualificate "di finanza aziendale", che includono il collocamento con preventiva sottoscrizione. Anche qui un suggerimento generico, che non si spinge sino a ipotizzare concrete misure per prevenire i rischi dei ben noti conflitti da *polifunzionalità*.

Il Comitato si è peraltro interrogato su possibili misure concrete, modificando nel tempo la propria opinione, dapprima riconoscendo centralità ai c.d. *chinese walls*, per impedire scambi di informazione fra i settori di attività con maggior rischio di conflitti di interesse (*Consultation Paper* del giugno 2004); poi riconoscendo la possibilità di misure alternative "altrettanto efficaci", senza peraltro indicarle chiaramente (*Consultation Paper* del novembre 2004); quindi concludendo che le barriere informative possono essere utili, ma *accanto* a misure organizzative ulteriori, quali ad esempio misure di separazione delle funzioni di vigilanza e controllo interno e misure che rendano la remunerazione del personale di determinate aree indipendente dai

risultati di altre aree dell'attività dell'intermediario, misure poi, come si è visto, riprese dalla direttiva di secondo livello.

Scorrendo il *Technical Advice*, ci si rende conto di come il *CESR* non creda fino in fondo alla sufficienza di queste misure, preferendo far perno piuttosto su meccanismi di informazione del cliente, basati su una *disclosure* scritta, preventiva, con onere per l'intermediario di ottenere il consenso del cliente prima di agire per suo conto.

Torna dunque ad affacciarsi il problema già sollevato in commento alla direttiva del 2004 consistente in ciò, se la comunicazione al cliente vada fatta con riferimento a ipotesi concrete di conflitto, e dunque ripetuta più volte nel corso dello svolgimento del rapporto contrattuale, ovvero possa farsi *una tantum* all'inizio del rapporto, con obbligo di ripeterla solo ove una nuova ipotesi di conflitto emerga successivamente all'instaurarsi del rapporto.

Sul punto il *CESR* – pur invitando a distinguere le ipotesi in cui l'intermediario abbia come controparte un cliente “s sofisticato” da quelle in cui si rivolga a un cliente “comune” (*retail*), facendo capire che in questo secondo caso bisognerebbe prestare maggior attenzione alle modalità di comunicazione delle situazioni di conflitto – finisce per non prendere una posizione netta, non contestando la possibilità di una comunicazione iniziale e generica anche per i clienti non “s sofisticati”, quanto meno con riferimento ai conflitti più comuni e dunque standardizzabili.

Appare con ciò confermato l'indirizzo del legislatore comunitario che, in materia di conflitti di interesse, (i) non pone divieti, né obblighi di astensione; (ii) *suggerisce* l'adozione di misure organizzative di gestione dei conflitti, ma in modo piuttosto generico e senza imporle; (iii) fa perno sui doveri di *comunicazione preventiva* al cliente, lasciando aperta la possibilità di informative generiche iniziali, che inevitabilmente diventano dichiarazioni standardizzate, di stile, poco utili al cliente (utili semmai all'intermediario “diligente”, come vedremo).

5. La regolamentazione italiana.

L'ordinamento italiano naturalmente segue la linea tracciata dal legislatore comunitario, esponendosi per ciò in larga parte alle medesime censure, pur proponendo al riguardo alcune soluzioni interessanti e innovative.

In linea generale, il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento (ivi compresa la gestione di portafogli *individuali*) trova disciplina, come noto, nell'art. 21 TUF, che enumera una serie di principi generali. L'intermediario: *a)* deve comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza *nell'interesse dei clienti* e per *l'integrità dei mercati*; *b)* acquisire le informazioni necessarie dai clienti; *c)* operare in modo che essi siano sempre informati *adeguatamente*; *d)* utilizzare comunicazioni promozionali corrette, chiare e non fuorvianti.

In situazioni di conflitto deve: *a)* *identificare* i conflitti che potrebbero insorgere; *b)* *gestire* i conflitti stessi; *c)* *informare* i clienti in anticipo se le misure adottate non sono sufficienti per evitare il rischio di nuocere ai clienti; *d)* in generale deve “svolgere una gestione indipendente, seria e prudente”, adottando misure idonee a tutelare i diritti dei clienti.

I principi che regolano il conflitto di interessi nella gestione *collettiva* di patrimoni, ai sensi dell'art. 40, sostanzialmente sono i medesimi, fatta salva l'assenza del parametro *dell'integrità dei mercati*, nonché il mancato richiamo all'*equo trattamento* e l'aggiunta della precisazione, ovvia, che il rischio di conflitto va ridotto al minimo anche tra i patrimoni gestiti.

Le differenze che emergono tra le norme richiamate – in particolare la circostanza che nell'art. 40 il parametro di valutazione della diligenza, correttezza e trasparenza sia unicamente “*l'interesse dei partecipanti al fondo*” - non appaiono per vero significative.

Non vi è, in altri termini, ragione per ritenere che siffatta diversità disciplinare nasca da una supposta diversità ontologica tra i servizi d'investimento (e in particolare il servizio di gestione su base individuale) e il servizio di gestione collettiva: si tratta

solo di una imprecisione del dettato legislativo, peraltro agevolmente colmabile dall'autorità amministrativa per via regolamentare.

E infatti l'integrità del mercato è richiamata dall'art. 65 del "Regolamento Intermediari" della Consob quale obiettivo delle regole generali di comportamento, unitamente all'interesse degli investitori. Nessun dubbio, dunque, che anche i gestori collettivi debbano operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti a fondi e per l'integrità dei mercati (così SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, 205).

6. Il sistema dell'art. 21 del TUF prima dell'attuazione della direttiva MiFID.

Il sistema dell'art. 21, completato sul punto dalle disposizioni regolamentari emanate dalla Consob, con il *regolamento intermediari*, dà attuazione ai principi sopra riportati attraverso un meccanismo complesso, connotato da un rigido formalismo.

Il legislatore, primario e secondario, aveva invero pensato di superare in modo innovativo il modello dell'art. 1341, cod. civ., ma alla prova dei fatti il nuovo formalismo non è migliore, nella prospettiva di tutela del cliente: si impone infatti una fitta serie di dichiarazioni e contro-dichiarazioni scritte, inevitabilmente prestampate e inserite all'interno o in allegato alle condizioni generali di contratto.

Prima dell'attuazione della direttiva il sistema si era, per così dire, *sclerotizzato*, portando alla creazione di un *flusso di dichiarazioni* e contro-dichiarazioni o dichiarazioni di accettazione alquanto complesso e articolato, che poteva assumere – in un'ipotesi estrema – la seguente cadenza: (i) richiesta scritta dell'intermediario al cliente di fornire notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti, la sua situazione finanziaria, la sua propensione al rischio e i suoi obiettivi di investimento (art. 21, comma 1, lett. a, TUF e art. 28, comma 1, lett. a, prima parte, reg. int., vecchio stile); (ii) rifiuto per iscritto del cliente di fornire le informazioni richieste (art. 28, comma 1, lett. a, seconda parte, reg. int., vecchio stile); (iii) dichiarazione dell'intermediario su natura e rischi dell'operazione proposta (art. 28, comma 2, reg. int., vecchio stile); (iv) dichiarazione dell'intermediario che l'operazione non è adeguata a situazione finanziaria e obiettivi del cliente, tenuto conto delle informazioni

ottenute, o del fatto che non è stato possibile ottenerle¹ (art. 29, comma 3, prima parte, reg. int., vecchio stile); (v) dichiarazione scritta del cliente di voler effettuare comunque l'operazione, ancorché non adeguata (art. 29, comma 3, seconda parte, reg. int., vecchio stile). (Sul punto v. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 181 ss.).

Con specifico riferimento ai conflitti di interesse, si poteva poi dare un'ulteriore coppia di dichiarazioni: (vi) dichiarazione scritta dell'intermediario di sussistenza di un conflitto di interessi (diretto, indiretto, da rapporti di gruppo, da "polifunzionalità", ecc.); (vii) dichiarazione scritta del cliente di voler comunque effettuare l'operazione (art. 27, comma 2, reg. int., vecchio stile).

Nessun dubbio, peraltro, che siffatte dichiarazioni potessero essere rese attraverso formulari o moduli prestampati. Lo chiariva il regolamento intermediari ove, con espresso riferimento a queste ipotesi, si affermava che in tal caso l'indicazione del conflitto di interessi deve essere "graficamente evidenziata" (art. 27, comma 3, vecchio stile).

Nessun dubbio, neppure, sul fatto che il sistema regolamentare *non* ponesse obblighi di astensione *insuperabili*: nell'ipotesi di operazione in conflitto di interessi o comunque non adeguata per il cliente, si è visto, bastava che quest'ultimo "insistesse" per iscritto.

Nessun dubbio, infine, che - almeno in principio - la dichiarazione di conflitto di interessi potesse essere effettuata all'inizio del rapporto e, tendenzialmente, non più ripetuta, se scritta in modo sufficientemente elastico e omnicomprensivo.

6.1 Con un sistema siffatto, è facile immaginare che, se l'intermediario è accorto nella gestione di questo complesso carteggio, il preciso "incastrarsi" dell'una dichiarazione nell'altra, più che aiutare il cliente a comprendere l'operazione, finisca per preconstituire *a favore dell'intermediario* la prova di "aver agito con la specifica diligenza richiesta", di fatto "spuntando" lo strumento processuale di tutela del cliente costituito dall'inversione dell'onere probatorio nei giudizi di risarcimento dei danni *ex*

¹ Nel caso di rifiuto del cliente di fornire le informazioni, l'intermediario ha peraltro l'obbligo di tener conto "di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati" (art. 29, comma 2), ciò che assume particolare rilievo nelle ipotesi in cui il cliente intrattenga con esso una pluralità di rapporti (caso più comune è l'esistenza di rapporti di deposito e/o conto corrente).

art. 23, comma 6, TUF (Norma comunque migliorata rispetto alla originaria formulazione dell'art. 13, legge n 1/1991, che si prestava a molte censure (su cui ASSOGESTIONI, *Commentario alla legge n. 1/91*, a cura di FERRO-LUZZI e LENER, Roma, 1991, 114 s.). Sul punto v. peraltro le valutazioni di G. VISENTINI, *La disciplina del conflitto d'interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, II 485, a cui dire la norma, richiedendo la prova della *specificata* diligenza, esclude che sia sufficiente il mero "rispetto formale delle procedure di rito").

La giurisprudenza, al riguardo, non fornisce ancora indicazioni univoche.

Già è tutt'altro che chiaro quali siano le conseguenze della violazione delle prescrizioni dell'art. 21 TUF (Cfr. COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, 537: le soluzioni proposte spaziano dalla – per vero poco convincente - *nullità* del contratto (e questo sia con riferimento alle regole legali, sia con riferimento alle norme regolamentari attuative), secondo lo schema della c.d. *nullità virtuale*, ossia della nullità per contrarietà a norma imperativa (*ex art. 1418, comma 1, cod. civ.*), comminata pur in assenza di una sanzione espressa in tal senso, all'*annullabilità*, per vizio del consenso cagionato dalla mancata o insufficiente informazione sulla sussistenza del conflitto, alla *responsabilità precontrattuale*, alla *risoluzione* per inadempimento, al mero *risarcimento* dei danni eventualmente subiti dal cliente (Per una chiara e completa ricostruzione v. A. TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca e borsa*, 2007. Né è a dirsi che queste "oscillazioni" siano oggi superate dalla presa di posizione della Corte di Cassazione, fortemente critica nei confronti della nullità virtuale (Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giur. comm.*, 2006, II, 632, con nota critica di SALADINI, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*. Cfr. anche Trib. Monza, 16 dicembre 2004, in *Banca e borsa*, 2006, II, 498, con nota di LUKACS, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*).

Sul punto può comunque certamente osservarsi che quanto meno alcuni doveri di comportamento *non entrano* nel rapporto contrattuale, essendo mere regole di

organizzazione interna dell'intermediario che possono soltanto assumere rilievo nella valutazione del suo comportamento a fini risarcitori (Cfr. L. PICARDI, *Vendita alla clientela privata di euroobbligazioni collocate presso investitori professionali*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 723) (oltre che a fini sanzionatori amministrativi). E infatti di molti di essi non può chiedersi giudizialmente l'esecuzione coattiva.

Sullo specifico piano probatorio, all'interno di un giudizio per danni, va poi osservato che, se il cliente non deve dimostrare la *colpevolezza* dell'intermediario, egli però deve comunque provare, secondo le regole generali, il danno e, soprattutto, il *nesso causale*. E l'esperienza mostra che si tratta di un onere tutt'altro che lieve (Sul punto E. M. MASTROPAOLO, *I servizi di investimento e gli intermediari professionali*, Milano, 2003, 585 ss).

Quel che si notava *supra*, però, è ben di più. Anche l'inversione dell'onere della prova della colpa può non servire a nulla se l'intermediario gestisce bene il gioco delle dichiarazioni scritte.

Potrebbe in teoria un giudice valutare non sufficiente la dichiarazione di conflitto rilasciata genericamente *ex ante* (Sul punto della valutazione della *effettiva comprensione* del cliente di quanto comunicatogli dall'intermediario, anche in ragione della inevitabile *standardizzazione* delle dichiarazioni in esame, cfr. ad es., con esiti diversi, Trib. Torino, 12 aprile 2006, in *Giur. it.*, 2006, 1631, e Trib. Torino, 21 marzo 2005, in *Giur. comm.*, 2006, II, 158. Sul punto TUCCI, *La violazione*, cit; A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca e borsa*, 2006, I, 380). Ma ciò appare in concreto difficile, considerato che la regolamentazione (comunitaria e) nazionale, di rango primario e secondario, lo consente. E' ragionevole ipotizzare che soltanto in casi limite si potrà arrivare, in sede giudiziale, a una dichiarazione di responsabilità dell'intermediario per violazione dell'art. 21 TUF – riverberi essa o meno sulla validità del contratto – fondata sulla insufficienza della *disclosure* preventiva a rendere comprensibile al cliente e, dunque, a consentire l'effettuazione delle operazioni in conflitto.

7. Il sistema dopo l'attuazione della direttiva MiFID.

Con l'attuazione della direttiva il sistema è oggi mutato, non solo e non tanto a livello di normativa primaria, ma soprattutto a livello di normativa secondaria.

Difficile dire, però, se il meccanismo delle dichiarazioni “a incastro” sia superato. Solo la pratica potrà dimostrarlo.

7.1. La “classificazione” dei clienti.

Con il recepimento della direttiva si è passati da un impianto normativo nel quale i clienti erano classificati in due categorie (clienti *retail* e operatori qualificati - art. 31 Reg. Int. n. 11552/98) a un sistema caratterizzato invece da una triplice ripartizione, che distingue fra *controparti qualificate*, *operatori professionali* e *clienti al dettaglio*.

L'ingresso di questa nuova classificazione della clientela ha pertanto inciso inevitabilmente sui rapporti già sorti al momento dell'entrata in vigore del nuovo testo di legge, comportando in alcuni casi la modifica della classe di appartenenza rispetto al passato regime.

Ciascuna di dette categorie, implica il riconoscimento di un diverso tipo e grado di conoscenza e di esperienza nel settore dei mercati finanziari e ad esse il legislatore ha associato un diverso livello di tutela, che è minimo nel caso delle controparti qualificate e massimo in quello dei clienti al dettaglio.

L'appartenenza ad una categoria piuttosto che ad un'altra, viene stabilita sulla base di una pluralità di informazioni idonee a far emergere la natura del cliente stesso e a lui richieste dall'intermediario in una fase preliminare. Lo stesso intermediario avrà poi l'obbligo di comunicare al cliente, su supporto duraturo, l'esito della valutazione in ordine alla sua classificazione quale cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata, e di renderlo edotto del diritto lui spettante di richiedere una diversa classificazione nonchè delle relative conseguenze che deriverebbero da tale decisione sotto il profilo della tutela. (art. 35 del Reg. Int.).

Il comma 3, dell'art. 35 statuisce, inoltre, che l'intermediario su sua iniziativa o su richiesta del cliente potrà (i) *trattare come cliente professionale o cliente al dettaglio un cliente che potrebbe essere altrimenti classificato come controparte qualificata ai sensi dell'articolo 6, comma 2-quater, lettera d, numeri 1), 2), 3) e 5), del TUF*

nonché ai sensi dell'articolo 58, comma 2, lett. a); (ii) trattare come cliente al dettaglio un cliente che è considerato come cliente professionale di diritto (lett. b).

Mentre nel caso in cui il cliente al dettaglio voglia abdicare alle tutele lui spettanti per essere trattato come un cliente professionale è previsto un *iter* procedurale complesso, al contrario, nel caso in cui un cliente professionale o una controparte qualificata chiedano di essere trattati alla stregua di un cliente al dettaglio, la normativa prevede esclusivamente un accordo scritto con l'intermediario che stabilisca i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica la maggiore tutela.

7.1.1 Per quanto riguarda i criteri di individuazione delle *controparti qualificate*² – figura nuova per il nostro ordinamento –, l'art. 58 Reg. Int. detta indicazioni precise in virtù delle quali si considerano tali (i) i clienti a cui sono prestati i servizi di esecuzione di ordini e/o negoziazione per conto proprio e/o ricezione e trasmissione ordini definiti dall'articolo 6, comma 2-*quater*, lettera *d*), numeri 1), 2), 3) e 5) del TUF³, (ii) le imprese menzionate all'Allegato n. 3, parte I, punti 1) e 2) del Reg. Int., che non siano già richiamate al punto (i), nonché (iii) le imprese che siano qualificate come tali, ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 3, della Direttiva MiFID⁴, dall'ordinamento dello Stato comunitario in cui hanno sede o che siano sottoposte a identiche condizioni e requisiti nello Stato extracomunitario in cui hanno sede.

Si sottolinea come la maggiore esperienza riconosciuta in principio dal legislatore in capo a questi soggetti non impedisca loro di godere di un livello di tutela più incisivo.

² Le controparti qualificate vengono altresì definite in via generale anche dal legislatore comunitario, precisamente all'art. 24 della direttiva 2004/39 e all'art. 50 della direttiva 2006/73.

³ Tali soggetti sono: (i) le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli OICR, le SGR, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del testo unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del testo unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; (ii) le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci; (iii) le imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti, purché esse siano garantite da membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati; (iv) le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea.

⁴ “Gli Stati membri possono altresì riconoscere come controparti qualificate altre imprese che soddisfano requisiti adeguati determinati in precedenza, comprese soglie quantitative”.

Infatti, dal combinato disposto degli articoli 35, comma 3, Reg. Int. –anticipato al paragrafo precedente – e 58 Reg. Int., che disciplina la conferma esplicita da parte dei clienti all’intermediario, in via generale o in relazione alle singole operazioni, che essi accettano di essere trattati come controparti qualificate, é lasciata aperta la possibilità di applicare anche alle controparti gli adempimenti comportamentali prescritti per i clienti al dettaglio e professionali a seconda dei casi, purché tale volontà venga espressa in un accordo scritto.

7.1.2. Per quanto riguarda la categoria dei *clienti professionali*, il legislatore ha attribuito poteri di regolamentazione secondaria alla Consob e al Ministero dell’Economia, a seconda della natura, privata o pubblica, dei soggetti interessati (art. 6, commi 2-*quinquies* e *sexies*, TUF). Pertanto, alla Consob, sentita la Banca d’Italia, compete l’individuazione di clienti professionali privati (“di diritto” e “su richiesta”), al Ministero, sentite le due Autorità, compete invece l’individuazione dei clienti professionali pubblici (“di diritto” e “su richiesta”).

L’art. 26 lett. d) del nuovo Reg. Int. definisce il cliente professionale come “*il cliente professionale privato che soddisfa i requisiti di cui all’Allegato n. 3 al presente regolamento e il cliente professionale pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministro dell’Economia e delle Finanze ai sensi dell’art. 6, comma 2-sexies del Testo Unico*”,

A fronte del diverso grado di preparazione che il legislatore ipotizza per i soggetti in esame, nei loro riguardi è previsto un livello di tutela meno intenso rispetto a quello previsto per i clienti al dettaglio; nello specifico, non trovano applicazione le disposizioni in materia di contratti e sulla valutazione di appropriatezza, mentre si applicano solo in parte le regole di informativa precontrattuale, valutazione dell’adeguatezza, *best execution* e *transmission policy* e rendicontazione.

7.1.3 L’Allegato n. 3 del Regolamento Intermediari definisce i clienti professionali privati come quei clienti che possiedono *l’esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono* e distingue,

nell'ambito di questa categoria, i clienti professionali “di diritto” – così classificati dal legislatore – da quelli “su richiesta”.

Alla prima categoria (punto I dell'Allegato) appartengono (i) una serie di soggetti *tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri*⁵, (ii) *le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: a) totale di bilancio pari ad Euro 20 milioni, b) fatturato netto pari ad Euro 40 milioni, oppure c) fondi propri pari ad Euro 2 milioni;* e (iii) *gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.*

Per quanto riguarda la seconda categoria (clienti professionali “su richiesta”, punto II dell'Allegato), si fa genericamente riferimento a tutti quei clienti *diversi* dai clienti professionali “di diritto”, per i quali è prevista la possibilità di fruire del trattamento riservato ai primi qualora siano soddisfatte determinate condizioni e ne venga fatta espressa richiesta.

Si tratta, appunto, di soggetti che rientrerebbero nella categoria dei clienti al dettaglio nonostante il possesso di determinate caratteristiche qualitative e quantitative e per i quali non è in ogni caso consentito presumere la conoscenza e padronanza di informazioni come avviene invece per i clienti professionali “di diritto”.

Il diverso trattamento previsto per i clienti professionali rispetto all'ampio ventaglio di tutele offerte al cliente al dettaglio, e in particolare il fatto che tale circostanza comporti la parziale disapplicazione di regole di condotta previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali, hanno portato il legislatore a disciplinare compiutamente lo scambio di informazioni e di consensi necessario per rendere possibile il passaggio di categoria: (i) il cliente dovrà comunicare per iscritto all'intermediario che desidera essere trattato come cliente professionale, a titolo

⁵ Tali soggetti sono: banche; imprese di investimento; altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; imprese di assicurazione; organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; fondi pensione e società di gestione di tali fondi; i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals); altri investitori istituzionali; agenti di cambio.

generale o limitatamente a un particolare servizio, operazione di investimento, tipo di operazione o di prodotto; (ii) l'intermediario dovrà avvertire il cliente, per iscritto ed in forma chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo cui rinunciarebbe; (iii) il cliente dovrà dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza di tali conseguenze. A seguire, l'intermediario, prima di accettare la richiesta del cliente, dovrà compiere un'approfondita valutazione sostanziale che tenga conto della natura e dell'entità dell'operazione, della capacità del cliente di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume, e della sussistenza di determinati requisiti quantitativi⁶.

Ritorna quindi, inevitabilmente, il sistema delle dichiarazioni "a incastro".

7.1.4 Quanto ai clienti professionali pubblici, essi sono quelli già individuati come controparti qualificate, ai sensi dell'articolo 6, comma 2-*quater*, lettera *d*), TUF⁷, nonché le regioni.

Possono, inoltre, chiedere di essere trattati come clienti professionali pubblici i soggetti di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267⁸, e gli enti pubblici nazionali e regionali che: (i) abbiano entrate risultanti dall'ultimo bilancio approvato superiori a 40 milioni di euro; (ii) abbiano effettuato operazioni finanziarie di valore nominale o nozionale complessivo superiore a 100 milioni di euro nel corso

⁶ Tali requisiti sono che: (i) il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; (ii) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR; (iii) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. Ai fini della valutazione di cui sopra sarà necessario che vengano soddisfatti almeno 2 dei requisiti menzionati. Inoltre, la valutazione potrà ben tenere conto anche dell'eventuale possesso, da parte del cliente, del requisito della professionalità prevista per dirigenti e amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive comunitarie nel settore finanziario per valutare le sue competenza e conoscenze. Nel caso in cui il cliente sia una persona giuridica, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima.

⁷ Vedi nota n.2, in cui sono riportati una serie di soggetti cui è necessario aggiungere le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione.

⁸ Tali sono: comuni, province, città metropolitane, comunità montane, comunità isolate e unioni di comuni.

dell'anno precedente la stipula del contratto; (iii) vantino in organico di personale qualificato addetto alla gestione finanziaria.

Per quanto riguarda la procedura prevista per ottenere lo *status* di clienti professionali pubblici “su richiesta” si applicano regole sostanzialmente analoghe a quelle previste per i clienti professionali privati. I richiedenti dovranno, inoltre, allegare una dichiarazione del responsabile della gestione finanziaria attestante il possesso di un'adeguata qualificazione professionale in materia finanziaria, con l'indicazione dell'esperienza maturata nel settore finanziario. Il cliente avrà l'obbligo di comunicare all'intermediario eventuali modifiche che potrebbero influenzare la sua nuova classificazione.

7.1.5 *Clienti al dettaglio* sono invece i clienti che, essendo in possesso di minore, o nessuna, esperienza e competenza in materia di investimenti, necessitano del livello di protezione più elevato, sia in fase precontrattuale che nella fase della prestazione dei servizi di investimento.

Pertanto, è proprio nei rapporti con questi soggetti che trovano completa applicazione le disposizioni contenute dall'art. 27 al 56 Reg. Int. concernenti regole di condotta e obblighi informativi in capo all'intermediario, di cui si dirà in seguito.

La categoria dei clienti *retail* viene definita in modo residuale: l'art. 26, comma 1, lett. e), Reg. Int., si limita infatti a precisare che un soggetto è tale quando non è né cliente professionale, né controparte qualificata.

8. Segue: i nuovi concetti di “adeguatezza” e “appropriatezza”

L'art. 21 TUF, alla lettera *b*) del comma 1, rimasta immutata anche successivamente all'ingresso della disciplina comunitaria, stabilisce che l'intermediario dovrà acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati. Come nel sistema *pre-Mifid*, dunque, anche in quello vigente è possibile distinguere anzitutto due ordini di comunicazioni principali: **a**) quelle da parte del cliente, dirette all'intermediario e **b**) quelle che provengono dall'intermediario, indirizzate al cliente.

Va detto che le informazioni di cui alla lettera b) vengono indirizzate al cliente in un momento successivo all'ottenimento, da parte dell'intermediario e dietro sua richiesta, delle informazioni relative al cliente e che queste ultime necessariamente condizionano il contenuto delle prime e più in generale, la frequenza e l'intensità degli obblighi di comunicazione in capo all'intermediario, permettendo, tra le altre cose, allo stesso intermediario di classificare il cliente.

Con riferimento alle informazioni che il cliente deve fornire all'intermediario, il principio di ordine generale contenuto nell'art. 21, comma 1, lett. b) TUF, in virtù del quale l'intermediario dovrà *acquisire le informazioni necessarie dai clienti*, trova specificazione negli articoli 39 e 41 del Regolamento Intermediari.

L'obiettivo primario della prescrizione in esame è quello di consentire all'intermediario di fondare un giudizio di adeguatezza/appropriatezza dell'operazione/strumento o servizio che si intende effettuare, rispetto al cliente.

Occorre preliminarmente premettere che i concetti di *adeguatezza* e di *appropriatezza* non coincidono e che siffatta distinzione rappresenta una novità rispetto alla disciplina previgente. L'art. 29 del vecchio Reg. Int., infatti, faceva riferimento al solo parametro dell'adeguatezza dell'operazione rispetto al cliente, a prescindere dal servizio d'investimento prestato, e precludeva all'intermediario il compimento di operazioni inadeguate al cliente per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. In relazione a queste operazioni l'intermediario era tenuto a informare il cliente e poteva procedere, nonostante la loro inadeguatezza, solo dietro un ordine del cliente stesso, impartito per iscritto o, se l'ordine avveniva telefonicamente, registrato su nastro magnetico o altro supporto equivalente, contenente il riferimento espresso alle avvertenze ricevute.

Nella nuova disciplina regolamentare, invece, la valutazione di adeguatezza è prevista solo per i servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, mentre la valutazione di appropriatezza è prevista per i servizi di investimento diversi da quelli.⁹ Dal dettato degli artt. 39 e 42 Reg. Int. si ricava, pertanto, (i) sia una

⁹ Diversa l'ipotesi dei servizi d'investimento che consistono nell'*execution only* (esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini del cliente), per i quali non è richiesta all'intermediario alcuna valutazione di adeguatezza/appropriatezza del servizio rispetto al cliente.

diversa portata dei suddetti parametri di valutazione – l'adeguatezza sembra evidentemente avere un contenuto più rigoroso dell'appropriatezza e, per valutarla, l'Autorità ha ritenuto necessario ancorare l'intermediario a un parametri più stringenti – (ii) sia una diversa disciplina del regime relativo allo scambio di informazioni tra cliente e intermediario.

Ai sensi dell'art. 39 Reg. Int., le informazioni che i clienti devono fornire all'intermediario – affinché egli possa valutare l'adeguatezza dell'operazione rispetto al cliente – nell'ambito dei servizi di consulenza e di gestione devono riguardare:

- a) la conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio;
- b) la situazione finanziaria;
- c) gli obiettivi di investimento.

Secondo l'art. 41 Reg. Int., invece, le informazioni che i clienti o potenziali clienti devono fornire all'intermediario nell'ambito degli altri servizi – finalizzate ad un giudizio di appropriatezza da parte di quest'ultimo – devono riguardare solo la sua conoscenza e esperienza nel settore d'investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o chiesto. Si sottolinea inoltre, come differenza rispetto al passato, il superamento della rilevanza della propensione al rischio dell'investitore – ricompreso invece nel previgente art. 28 Reg. Int. – che appare oggi non più oggetto di valutazione da parte dell'intermediario.

Requisito necessario ai fini della fattibilità dell'investimento sembra essere la possibilità di esprimere un giudizio positivo –sulla base dei criteri indicati all'art. 40, comma 1, Reg. Int. – in ordine all'adeguatezza dell'operazione (relativa ai servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli) per il cliente. Questo principio si può desumere in via analogica dalla prescrizione di cui al comma 6 dell'art. 39, Reg. Int., che prevede l'*impossibilità di superare la mancanza di informazioni da parte del cliente*, sul presupposto implicito che tale circostanza impedisca all'intermediario di fondare un giudizio sull'adeguatezza dell'operazione.

Con riferimento invece all'appropriatezza – in caso di servizi di investimento *diversi* dalla consulenza e dalla gestione – non sembra che un giudizio negativo da parte

dell'intermediario abbia lo stesso effetto di sbarramento dell'ipotesi sopra descritta. Il terzo comma dell'art. 42 Reg. Int., infatti, sancisce a carico dell'intermediario esclusivamente un obbligo di avvertimento del cliente che lo strumento o il servizio sono ritenuti nei suoi riguardi inappropriati e non già, quindi, un obbligo di astensione dal compimento dell'operazione,

Nell'ambito dell'appropriatezza, dunque, la nuova disciplina è analoga alle disposizioni previgenti.

8.1 Se per i servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli il rifiuto del cliente di fornire le informazioni richieste *non è in alcun modo superabile*, essendo prescritto in capo all'intermediario, in tale ipotesi, l'obbligo di astenersi dal compimento dell'operazione (art. 39, comma 6, Reg. Int.), così non è per gli altri servizi.

Infatti, per i servizi di investimento *diversi* dalla consulenza e dalla gestione il comma 4 dell'art. 42, Reg. Int., prevede che *“qualora il cliente o potenziale cliente scelga di non fornire le informazioni di cui all'articolo 41, o qualora tali informazioni non siano sufficienti, gli intermediari avvertono il cliente o potenziale cliente, che tale decisione impedirà loro di determinare se il servizio o lo strumento sia per lui appropriato”*. Non già un obbligo di astensione, bensì, di nuovo, un mero obbligo di avvertimento.

Può dirsi, allora, che vi è stata un'evoluzione sostanziale della disciplina per quanto riguarda i (soli) servizi di consulenza e di gestione. La normativa previgente – art. 28, comma 1, lett. a) del vecchio Reg. Int. – infatti, come si è detto, non attribuiva al rifiuto di fornire informazioni da parte del cliente alcuna efficacia preclusiva con riferimento all'esecuzione del contratto, limitandosi esclusivamente a prescrivere la formalizzazione del rifiuto all'interno dello stesso contratto o in un'apposita dichiarazione sottoscritta.

Anche con riferimento alle informazioni che l'intermediario deve fornire al cliente, il principio di ordine generale contenuto nell'art. 21, comma 1, lett. b), TUF, in virtù del quale l'intermediario dovrà *operare in modo che (i clienti) siano sempre adeguatamente informati*, trova specificazione nel Regolamento Intermediari. L'art. 6,

comma 2, lett. a), TUF, infatti, attribuisce alla CONSOB, sentita la Banca d'Italia, il compito di disciplinare gli obblighi degli intermediari in materia di trasparenza, ivi inclusi *gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio, con particolare riferimento al grado di rischiosità di ciascun tipo specifico di prodotto finanziario e delle gestioni di portafogli offerti...*

Siffatti obblighi generici di comunicazione assumono oggi una consistenza più precisa, soprattutto se posti a confronto con la laconica disciplina preesistente sancita dall'art. 28, comma 2, del vecchio Reg. Int., che imponeva all'intermediario soltanto di fornire informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o servizio le cui conoscenze fossero necessarie per effettuare scelte d'investimento o disinvestimento.

L'art. 27 Reg. Int., in particolare, impone parametri riferibili a tutte le informazioni che siano indirizzate dagli intermediari ai clienti al dettaglio (comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, per le quali si richiede che le stesse siano chiaramente identificabili come tali) e stabilisce che le informazioni debbano essere corrette, chiare e non fuorvianti, fornite in una forma comprensibile e appropriate affinché i clienti possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole.

L'art. 31 del Reg. Int., in riferimento alle informazioni sugli strumenti finanziari, aggiunge ulteriori prescrizioni, specificando (i) che gli intermediari sono tenuti a fornire ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale, (ii) che la descrizione deve illustrare le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato e i rischi di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate e (iii) specificando altresì gli elementi che l'intermediario può prendere in considerazione nella descrizione dei rischi.

9. La “gestione” dei conflitti di interesse nella nuova normativa.

Il legislatore italiano si è totalmente allineato alla disciplina comunitaria, pertanto valgono pienamente anche per la disciplina nazionale le considerazioni svolte in precedenza con riguardo alla direttiva MiFID.

La nuova disciplina è oggi contenuta nel Regolamento Intermediari e nel c.d. Regolamento Congiunto, adottato dalla Banca d'Italia e della CONSOB con provvedimento del 29 ottobre 2007.

In primo luogo va detto che le disposizioni in materia di conflitti d'interesse trovano applicazione a prescindere dalla classificazione del cliente come *retail*, professionale o controparte qualificata – sebbene il dettaglio dell'informativa da fornire al cliente, nel caso in cui le misure organizzative adottate dall'intermediario non siano sufficienti ad assicurare con ragionevole certezza che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, dipenda dalla natura del cliente (art. 23, comma 4, Reg. Cong.).

In linea con l'ordinamento previgente, anche il nuovo sistema è incentrato sull'autonomia dell'intermediario che si manifesta nel momento in cui si demanda all'intermediario stesso a) di adottare misure ragionevoli per individuare i conflitti d'interesse, b) di gestire i conflitti d'interesse anche (i) adottando idonee misure organizzative e (ii) assicurando che in caso di polifunzionalità, i soggetti impegnati in attività che implicano un conflitto d'interesse possano agire in modo indipendente ed evitare così che i conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti e c) di valutare quando le misure da lui stesso adottate per gestire i conflitti siano insufficienti ad assicurare con ragionevole certezza che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato.

In particolare, vengono tipizzate alcune fattispecie di conflitto di interesse, denominate conflitti di interesse rilevanti. Ai sensi dell'art. 24 Reg. Cong., infatti, questi conflitti sono ravvisabili *se a seguito della prestazione di servizi*, gli

intermediari, un soggetto rilevante¹⁰ o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto:

- a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente;
- b) siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo;
- c) abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato;
- d) svolgano la medesima attività del cliente;
- e) ricevano o possano ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo¹¹, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio.

L'art 21, comma 1-bis, lett. a) TUF e l'art. 23, comma 2 Reg. Cong. attribuiscono all'intermediario il compito di gestire i conflitti d'interesse, anche mediante l'adozione di misure organizzative idonee. Siffatta prescrizione si traduce nella messa

¹⁰ Come definito dall'art. 2, comma 1. lettera p), del regolamento Congiunto, il soggetto rilevante è "il soggetto appartenente a una delle seguenti categorie: (i) i componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi, dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario; (ii) dipendenti dell'intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario; (iii) persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario". Con riferimento ai soggetti rilevanti, si da atto che il Reg. Cong. ha recepito le indicazioni comunitarie in materia, si vedano al riguardo anche gli artt. 18 e 25 del Reg. Cong.

¹¹ La fattispecie degli incentivi diversi va integrata con quanto disposto in materia di incentivi dall'art. 52 del nuovo Reg. Int., che riproduce l'art. 26 della direttiva MiFID di secondo livello. Come sottolineato dal CESR (in *Level 3 Recommendations on Inducements under MiFID - Feedback Statement*, maggio 2007) l'art. 26, nonostante la rubrica "incentivi", non tipizza le fattispecie sanzionabili ma piuttosto individua le caratteristiche di commissioni e competenze che possono essere legittimamente corrisposte all'intermediario perché (i) sono normalmente previste per l'erogazione del servizio di cui trattasi, oppure (ii) sono configurati per potenziare la qualità del servizio prestato e pertanto vengono resi noti, almeno in forma sintetica, all'inizio del rapporto negoziale o, in ogni caso (iii) non confliggono con il suo dovere di agire in modo onesto, equo, professionale, sempre al servizio dell'interesse del cliente. Se ne desume che è al di fuori di tali situazioni che gli incentivi potrebbero rilevare sotto il profilo del conflitto di interessi.

a punto, da parte dell'intermediario, di politiche di gestione dei conflitti d'interesse rispondenti ai criteri e agli obiettivi specificati nell'art. 25 Reg. Cong.

In particolare, le politiche di gestione dei conflitti d'interesse devono: (i) essere efficaci; (ii) essere formulate per iscritto; (iii) essere *linea con il principio di proporzionalità*, il che implica che l'intermediario debba tener conto di tutte quelle circostanze di fatto di cui solo l'impresa può avere contezza, anche in riferimento all'eventuale appartenenza ad un gruppo – art. 25, comma 1, Reg. Cong.; (iv) evidenziare, in relazione a ciascuna attività prestata, le circostanze che possono, o potrebbero, generare un conflitto di interessi idoneo a pregiudicare uno o più clienti – art. 25, comma 2, lett. a) Reg. Cong. – e (v) individuare, per la gestione di tali situazioni di conflitto, procedure da seguire e misure da adottare, che a loro volta siano strutturate in modo tale da garantire *che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività che implicano un conflitto di interesse ai sensi del comma 2, lettera a), svolgano tali attività con un grado di indipendenza appropriato, tenuto conto delle dimensioni e delle attività dell'intermediario e del suo gruppo nonché della rilevanza del rischio che gli interessi del cliente siano danneggiati* – art. 25, comma 2, lett. b) e comma 3, Reg. Cong.

Il comma 4 dell'articolo in parola individua, inoltre, alcune misure e procedure che l'intermediario è tenuto ad applicare se le ritiene appropriate e che sono finalizzate a preservare l'indipendenza di cui sopra. Queste misure e procedure, (che possono essere integrate da eventuali misure alternative o aggiuntive individuate dall'impresa stessa – sulla base delle proprie necessità specifiche – ai sensi del comma 5 dello stesso articolo) devono essere volte a:

- a) *impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportano un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più clienti;*
- b) *garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni coinvolgono interessi potenzialmente in conflitto con quelli del cliente per conto del quale un servizio è prestato;*

- c) *eliminare ogni connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti rilevanti che esercitano in modo prevalente attività idonee a generare tra loro situazioni di potenziale conflitto di interesse;*
- d) *impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sullo svolgimento, da parte di un soggetto rilevante, di servizi o attività di investimento o servizi accessori;*
- e) *impedire o controllare la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante a distinti servizi o attività di investimento o servizi accessori, quando tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse.*

E' poi previsto l'obbligo in capo all'intermediario di istituire un registro nel quale indicare, annotando i tipi di servizi d'investimento o servizi accessori, o di attività di investimento coinvolti, le situazioni di conflitto d'interesse – attuali o potenziali – idonee a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti – art. 26 Reg. Cong. Si ritiene che la tenuta e l'aggiornamento del registro sia di competenza della nuova funzione aziendale di controllo di conformità (*compliance*), già prevista dalla Direttiva di II livello e istituita dall'art. 16 Reg. Cong..

L'art. 28 Reg. Int. disciplina infine regole aggiuntive in capo agli intermediari che producono o dispongono la produzione di ricerche in materia di investimenti – come definite nell'art. 27 Reg. Int. –, divulgate o divulgabili ai loro clienti o al pubblico sotto la loro responsabilità o sotto la responsabilità di un membro del loro gruppo. Detti obblighi impongono l'assunzione di particolari misure in riferimento al potenziale conflitto di interessi che potrebbe sorgere tra gli analisti finanziari coinvolti nella produzione delle ricerche e coloro ai quali le ricerche sono divulgate. L'obiettivo appare pertanto quello di scongiurare, mediante l'attuazione di presidi ulteriori nell'ambito delle politiche di gestione dei conflitti, il rischio che i conflitti d'interesse possano ripercuotersi a danno della clientela¹², presumibilmente attraverso valutazioni in materia di investimenti che siano sbilanciate e non oggettive.

¹² Si riporta il testo integrale degli articoli del Regolamento Congiunto richiamati: **Art. 27 (Definizioni)**
I. Ai fini dell'articolo 28, per "ricerca in materia di investimenti" si intendono le ricerche o le altre

informazioni che raccomandano o suggeriscono, esplicitamente o implicitamente, una strategia di investimento, riguardante uno o più strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari, compresi i pareri sul valore o il prezzo attuale o futuro di tali strumenti, destinate a canali di divulgazione o al pubblico, purché tali ricerche o informazioni: **a)** vengano qualificate o descritte come ricerca in materia di investimenti o con termini analoghi, o vengano presentate come una spiegazione obiettiva o indipendente delle questioni oggetto della raccomandazione; **b)** non costituiscano prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

2. Gli intermediari che producono o divulgano una raccomandazione relativa a strumenti finanziari rientrante nella definizione di cui all'articolo 65, comma 2, lettera a), del Regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971/1999 e successive modifiche e integrazioni e priva dei requisiti di cui al comma 1, identificano chiaramente tale raccomandazione come una comunicazione pubblicitaria e promozionale ai fini del Regolamento adottato dalla CONSOB ai sensi dell'articolo 6, comma 2, del TUF.

3. Nel caso di raccomandazioni di cui al comma 2 gli intermediari specificano in modo chiaro ed evidente che le stesse non rispettano i requisiti volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e che esse non sono sottoposte ad alcun divieto in ordine alla effettuazione di negoziazioni prima della loro diffusione.

4. Ai fini dell'articolo 28, comma 2, per "strumento finanziario correlato" si intende uno strumento finanziario, anche derivato, il cui prezzo è direttamente influenzato dal prezzo di un altro strumento finanziario oggetto di una ricerca in materia di investimenti.

5. Ai fini dell'articolo 28, comma 2, lett. b), per "raccomandazioni correnti" si intendono le raccomandazioni contenute nelle ricerche in materia di investimenti che non sono state ritirate e che non sono scadute.

Art. 28 (Regole aggiuntive per i conflitti di interessi nella produzione e divulgazione di ricerche in materia di investimenti) 1. Gli intermediari che producono o dispongono la produzione di ricerche in materia di investimenti, che sono o potranno essere divulgate ai loro clienti o al pubblico sotto la loro responsabilità o sotto la responsabilità di un membro del loro gruppo, assicurano l'adozione di tutte le misure di cui all'articolo 25, commi 3, 4 e 5, in relazione agli analisti finanziari coinvolti nella produzione delle ricerche che si trovano in situazione di potenziale conflitto di interessi con coloro ai quali le ricerche sono divulgate.

2. Gli intermediari di cui al comma 1 adottano procedure volte ad assicurare che: **a)** gli analisti finanziari e gli altri soggetti rilevanti non realizzino operazioni personali o eseguano ordini, relativi a strumenti finanziari oggetto di ricerca in materia di investimenti o ad essi correlati, ad eccezione di ordini non sollecitati. Gli analisti finanziari e gli altri soggetti rilevanti sono sottoposti al divieto di cui al paragrafo precedente se hanno conoscenza dei tempi o del contenuto probabili della ricerca in questione e tali notizie non sono accessibili al pubblico o ai clienti e non possono essere facilmente dedotte dalle informazioni disponibili, fino a quando i destinatari della ricerca in materia di investimenti non abbiano avuto ragionevolmente la possibilità di agire sulla base di tale ricerca; **b)** in ogni caso, gli analisti finanziari e gli altri soggetti rilevanti coinvolti nella produzione di ricerche in materia di investimenti non realizzino operazioni personali relative a strumenti finanziari oggetto della ricerca o ad essi correlati, che siano contrarie alle raccomandazioni correnti, salvo che in circostanze eccezionali e con la preventiva autorizzazione della funzione di controllo di conformità; **c)** essi, gli analisti finanziari e gli altri soggetti rilevanti coinvolti nella produzione di ricerche in materia di investimenti non accettino incentivi da parte di persone aventi un interesse significativo nell'oggetto della ricerca in materia di investimenti, fatta eccezione per incentivi di modico valore, comunque inferiore a quanto specificamente indicato nella politica di gestione dei conflitti di interesse di cui all'articolo 25; **d)** essi, gli analisti finanziari e gli altri soggetti rilevanti coinvolti nella produzione di ricerche in materia di investimenti non promettano trattamenti di favore agli emittenti degli strumenti finanziari; **e)** soggetti diversi dagli analisti finanziari, inclusi gli emittenti, non siano autorizzati ad esaminare, prima della diffusione delle ricerche in materia di investimenti, le relative bozze, per verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali contenute in tale ricerca o per fini diversi dalla mera verifica del rispetto degli obblighi regolamentari, nel caso in cui le bozze contengano una raccomandazione o un prezzo di riferimento.

3. Il comma 1 del presente articolo non si applica agli intermediari che divulgano al pubblico o ai propri clienti una ricerca in materia di investimenti prodotta da terzi a condizione che: **a)** il soggetto che produce la ricerca in materia di investimenti non appartenga al proprio gruppo; **b)** gli intermediari non modifichino in modo rilevante le raccomandazioni contenute nella ricerca in materia

9.1 Permane un dubbio in ordine alle modalità che l'intermediario deve rispettare con riguardo alle comunicazioni destinate al cliente in ipotesi di conflitti d'interesse. Infatti, né la legislazione comunitaria, né quella nazionale, chiariscono (i) se l'intermediario sia tenuto a comunicare al cliente l'esistenza del conflitto *in relazione alle singole operazioni* per conto del cliente ovvero se l'informazione possa avvenire *una volta per tutte all'inizio del rapporto* contrattuale, né (ii) esplicitano la possibilità di ricorrere o meno a forme di comunicazione *di tipo standardizzato*.

Con riferimento a quest'ultimo punto, la formulazione dell'art. 27 Reg. Int. porta ad ammettere la possibilità di utilizzare moduli o formulari anche per le comunicazioni in materia di conflitti d'interesse, essendo infatti prescritto, tra le altre cose, che “*gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi*” e che “*tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono, inter alia, agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento*”.

L'efficienza del nuovo sistema è per vero tutt'altro che certa, ove si consideri come la valutazione in ordine alla sussistenza del rischio di conflitto di interesse per il cliente sia rimessa all'intermediario, e come, in questa circostanza, sia sancito a suo carico esclusivamente un obbligo di informazione del cliente sulla natura e/o fonte del conflitto – non già dunque un obbligo di astensione dal compimento dell'operazione in conflitto – superabile ancora una volta con un via libera da parte del cliente.

Volendo invece ravvisare nella nuova disciplina di legge un potenziamento della protezione del cliente, si potrebbe sostenere che, con l'affidamento esplicito all'intermediario del compito di *valutare e gestire i conflitti di interesse*, si sia voluto

di investimenti; c) gli intermediari non presentino la ricerca in materia di investimenti come propria; d) gli intermediari verifichino che l'autore della ricerca sia sottoposto ad obblighi equivalenti a quelli previsti dal presente Regolamento in relazione alla produzione di tale ricerca.

introdurre un parametro di riferimento importante per la valutazione *ex post* da parte del giudice o dell'autorità amministrativa, in ordine al comportamento dell'intermediario, anche nell'ipotesi in cui quest'ultimo sia stato autorizzato dal cliente al compimento dell'operazione in conflitto di interesse. In effetti, il rischio è che, anche nella vigenza della nuova disciplina, si finisca per assolvere sempre l'intermediario che scelga di valutare come mai sufficienti le proprie misure organizzative di gestione dei conflitti e di conseguenza, scelga di avviare, indistintamente per qualsiasi operazione, il flusso di comunicazioni richiesto dalla legge. E' da sperare che la giurisprudenza sappia trovare nel nuovo dettato normativo qualche elemento che consenta di scongiurare, in concreto, il pericolo di uno svuotamento *a priori* del contenuto della disciplina, pericolo che si tradurrebbe in un'assoluzione pressoché certa dell'intermediario per il solo fatto di aver attivato il flusso informativo previsto e aver ricevuto la relativa autorizzazione dal cliente.

Infatti, pur volendo riconoscere un contesto culturale in evoluzione ed una crescente sensibilizzazione anche dell'investitore *retail*, – soprattutto a fronte delle vicende finanziarie degli ultimi anni che si sono ripercosse sui risparmiatori – un mero rafforzamento dell'informativa al cliente rappresenterebbe un'innovazione davvero di poco conto.

10. La gestione collettiva nel TUF.

Discorso a parte merita la gestione collettiva di patrimoni. Se, infatti, nella gestione individuale vi è possibilità di un flusso continuo di informazioni fra cliente e gestore – come, e più che negli altri servizi di investimento – sì che vi è la continua possibilità di richiedere autorizzazioni per operazioni in conflitto, sia *ex ante* in modo generico, sia con specifico riferimento a singoli investimenti, tutto ciò non può darsi nella gestione in monte, ove non si ha “dialogo” fra gestore e gestito.

Come ben noto, nella gestione collettiva sono adottati meccanismi alternativi di *eterotutela*, consistendo le uniche misure di *autotutela* del cliente nella verifica dei rendiconti di gestione e nel diritto di recesso *ad nutum* dal contratto.

In teoria i rischi di conflitto appaiono per ciò maggiori, potendo il cliente solo valutarli *ex ante* una volta per tutte al momento dell'investimento, alla luce del regolamento di gestione e/o del prospetto informativo.

Il legislatore è stato, quindi, chiamato a introdurre misure specifiche di gestione del conflitto, vietando la *polifunzionalità*, imponendo limiti agli investimenti, e imponendo il ricorso a un depositario-controllore, necessariamente esecutore delle operazioni di investimento/disinvestimento disposte dalla società di gestione. Misure queste, è bene ricordarlo, in larga parte *non imposte* dalla disciplina comunitaria, sul punto certamente molto meno “avanzata” della disciplina nazionale.

In primo luogo il *testo unico*, introducendo nel nostro ordinamento le società di gestione del risparmio, figura di intermediario abilitato alla gestione su base individuale e alla gestione collettiva, ha inibito loro lo svolgimento di attività diverse dalla gestione (collettiva, individuale, di fondi pensione), con eccezione delle sole attività connesse o strumentali individuate dalla Banca d'Italia, sentita la Consob (art. 33 TUF). Una simile soluzione, frutto di una pluriennale riflessione sulla delegabilità del servizio di gestione e sulla “concentrabilità” dell'attività gestoria in capo ad un solo soggetto (Cfr. ENRIQUES – VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di BANFI e DI BATTISTA, Bologna, 1998, 350 ss), non ha precedenti in Europa, non tanto per l'accentramento in capo a un unico intermediario di entrambi i servizi di gestione di patrimoni per conto di terzi, ma proprio per la scelta di vietare alla *SGR*, a fronte della possibilità di gestire patrimoni in forma individuale e collettiva, di esercitare altri servizi di investimento. Diversa è, ad esempio, la soluzione francese (*loi* n. 96-597) - pur a volte, erroneamente, indicata a modello - ove alle *sociétés de gestion de portefeuille* si consente in generale la “*gestion pour compte de tiers*”, senza peraltro impedire loro di prestare servizi diversi (Per una ricostruzione più completa v. E. GABRIELLI – R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento*, ne *I contratti del mercato finanziario*, UTET, 2001, 52 ss.).

Già prima di introdurre nel nostro paese questa figura di “gestore unico”, l'attenta attività svolta dalla Consob in relazione ai possibili conflitti di interesse (cfr. artt.4 dei regg. n. 5387/91 e 8850/94) aveva portato a verificare che una parte dei conflitti tipici

dell'attività gestoria - segnatamente quelli da rapporti di gruppo – sembrava nel complesso adeguatamente sterilizzabile con una efficace *disclosure* preventiva, unita alle ricordate limitazioni agli investimenti più a rischio di conflitto (Da qui si è arrivati, ad esempio, a consentire la gestione in quote di fondi del gruppo). Diversamente, il conflitto fisiologico da *polifunzionalità* si è visto non essere agevolmente evitabile con misure di trasparenza preventiva, tanto che nel vigore della legislazione del 1991 le autorità di vigilanza avevano dovuto faticare non poco per disegnare linee di separazione funzionale e *chinese walls* fra la gestione e gli altri servizi di investimento, con la sola eccezione dell'attività di consulenza.

La scelta legislativa, tagliando in radice il rischio di conflitti da polifunzionalità, ha semplificato anche la regolamentazione secondaria, consentendo di circoscriverla ai soli problemi effettivi di conflitto, contribuendo alla trasparenza e all'efficienza del mercato.

In punto di prevenzione dei conflitti di interesse va altresì notato come il legislatore, laddove ha consentito alle SGR di gestire patrimoni sia in forma individuale che in forma collettiva, e poi tanto fondi comuni di propria quanto di altrui istituzione (art. 36, comma 1, TUF), nonché patrimoni di SICAV (art. 43, comma 7, TUF), a queste ultime società non ha voluto consentire di gestire in forma individuale, né di gestire fondi comuni istituiti da altri o patrimoni di altre SICAV (Su questi aspetti v. PASQUARIELLO, *Le deleghe di gestione nelle SICAV tra codice civile e legge speciale*, in *Contratto e impresa*, 2002, 1103 ss.; M. DESIDERIO, “UCITS IIF”: *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza – Le novità per fondi e SICAV*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, 127 ss., 166 ss.). La ragione va rinvenuta in ciò, che nelle SICAV non è possibile distinguere, da un punto di vista formale, fra socio “gestore” e socio “cliente”, sì che ove la SICAV svolgesse anche servizi per conto di terzi diversi dai soci, considerati globalmente (anche per conto di soci *uti singuli*, come ad esempio una gestione di portafoglio individuale), ne conseguirebbe che i sottoscrittori necessariamente parteciperebbero anche al rischio di impresa derivante dalla gestione per conto terzi e si amplierebbe a dismisura il rischio di conflitti di interesse.

11. Disclosure preventiva e gestione collettiva.

Anche con riguardo alla gestione collettiva il modello di riferimento è rappresentato dalle regole di condotta elaborate in materia di servizi di investimento, adattate per tener conto del fatto che, nella gestione *in monte*, il conflitto non può essere affrontato, come detto, ricorrendo al meccanismo della *disclosure* e dell'autorizzazione specificamente rilasciata dall'investitore (V. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, ne *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di CAPRIGLIONE, I, Padova, 2005, 303).

Si è visto che il *testo unico* (art. 40, comma 1, lett. *b*), prevede, in generale, che i gestori debbano «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».

A livello di disciplina primaria non vi è altro, fatta salva la temporanea vigenza di una singolare norma (art. 9 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, abrogato dopo un anno), che delegava al Governo il potere di regolare, con decreto legislativo, i “conflitti di interessi nella gestione dei patrimoni di organismi di investimento collettivo del risparmio e di prodotti assicurativi e previdenziali, nonché nella gestione di portafogli su base individuale”.

La norma era scritta piuttosto male e fonte di possibile confusione, soprattutto per la volontà di porre sullo stesso piano i fondi comuni e “prodotti assicurativi e previdenziali” senza alcuna specificazione. E se è vero che spesso, ma non sempre, le gestioni “assicurative e previdenziali” sono svolte con modalità affatto analoghe alla gestione dei fondi comuni di investimento, sì che in molti casi appare difficile giustificare differenze di disciplina (Al riguardo v. M. STELLA RICHTER, *L'attività di gestione del risparmio di banche e assicurazioni*, ne *I contratti del mercato finanziario*, cit., 661 ss), è pur vero che le due (in realtà tre) fattispecie non possono meramente sovrapporsi senza fissare per legge quanto meno un criterio orientativo.

11.1 Il nuovo approccio seguito dal legislatore per l'individuazione e la gestione dei conflitti di interesse alla luce dei principi della direttiva MiFID sui servizi di investimento ha riguardato anche la disciplina della gestione collettiva del risparmio rispetto alla quale sono individuabili una serie di novità regolamentari.

Occorre preliminarmente considerare che - anche alla luce delle differenze strutturali e sistematiche che caratterizzano la gestione collettiva del risparmio rispetto alla prestazione dei servizi di investimento - nel sistema normativo previgente (i) vigeva il generale principio dell'equo trattamento tra i patrimoni gestiti dagli organismi di gestione collettiva del risparmio e (ii) non veniva statuito alcun divieto di agire in situazioni di conflitto di interessi attuale o potenziale per le SGR e le SICAV. Tali prescrizioni si accompagnavano al generale obbligo di vigilanza ai fini dell'individuazione di quali potessero essere le situazioni di conflitto potenzialmente realizzabili e di adottare rispetto a tali situazioni misure di contenimento e *disclosure*¹³ (art. 49, Reg. Int. n. 11522/98).

Alla luce delle recenti novità normative, il principio generale di cui all'art. 40 TUF¹⁴ - rimasto immutato a seguito della MiFID - ha trovato profili applicativi parzialmente nuovi ai sensi degli articoli 37 e ss. del Reg. Congiunto, che sostanzialmente coincidono con le nuove regole di condotta previste in materia di servizi di investimento.

In estrema sintesi:

- Le situazioni di conflitto di interesse devono essere: identificate, e gestite per evitare (i) che il patrimonio degli OICR sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti, o (ii) che tali conflitti rechino pregiudizio agli OICR gestiti e ai partecipanti agli stessi.
- Nel caso in cui le misure predisposte non risultino sufficienti ad escludere che il rischio di conflitto di interessi pregiudichi gli OICR, verrà realizzata una *disclosure* interna alla compagine aziendale, preordinata all'adozione di idonee misure volte ad assicurare l'equo trattamento tra gli OICR.

¹³ Si tratta essenzialmente dell'obbligo di (i) evitare che il patrimonio degli OICR sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti e (ii) illustrare nel prospetto informativo le fonti di reddito o le altre utilità percepite, non direttamente derivanti dagli OICR a titolo di commissioni gestionali.

¹⁴ “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.”

- Il legislatore ha, poi, individuato a titolo esemplificativo delle fattispecie tipiche al ricorrere delle quali potrebbero manifestarsi situazioni di conflitto di interessi – si tratta delle stesse ipotesi disciplinate all’art. 24 in materia di servizi di investimento (*Situazioni di conflitto di interessi potenzialmente pregiudizievoli per gli OICR* – art. 38).
- Nell’ambito delle situazioni di conflitto di interessi potenzialmente pregiudizievoli per gli OICR – e precisamente nell’ipotesi in cui *la società, un soggetto rilevante, una persona avente un legame di controllo diretto o indiretto con la società, o uno o più clienti possano realizzare un guadagno finanziario a spese dell’OICR* (art. 38, lett. a) – si ritiene possa rientrare anche il divieto di eseguire operazioni con frequenza non necessaria precedentemente previsto al Reg. Int..
- Le SGR e le SICAV devono, inoltre, adottare per iscritto, e fornirne indicazione agli investitori anche in forma sintetica, una *politica di gestione delle situazioni di conflitto di interessi* improntata alla regola di proporzionalità, idonea (i) a garantire l’equo trattamento dei patrimoni gestiti e (ii) ad assicurare una congrua indipendenza della società rispetto alle operazioni di investimento tramite misure e procedure coincidenti con quelle previste all’art. 25 Reg. Int. in materia di servizi di investimento.
- Infine, è previsto che, nel caso in cui le attività di promozione e gestione del risparmio siano svolte in modo separato, è necessario che la convenzione sottoscritta dalle due SGR assicuri il rispetto delle disposizioni in materia di conflitto di interessi predisposte in seno ad entrambe le società (art. 34, comma 5, lett. c), Reg. Cong.)

12. La separazione patrimoniale come presidio preventivo contro i conflitti di interesse del gestore collettivo.

In realtà nelle gestioni collettive il “presidio” più significativo è dato dall’esistenza di un depositario *forte*.

Va, invero notato che il *testo unico* ha elevato a principio generale la regola della separazione patrimoniale, sì che l'art. 22 TUF afferma che il patrimonio del cliente costituisce in ogni caso *patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti* (comma 1), riecheggiando la formulazione dell'art. 36, comma 3, TUF (“figlio” dell'art. 3 della legge 23 marzo 1983, n. 77, istitutiva dei fondi comuni di investimento), a mente del quale “ciascun fondo comune (...) costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante”.

Tuttavia, all'identità di formulazione tra le due norme non corrisponde affatto identità di conseguenze, proprio sul piano di quegli “effetti” che entrambe le norme considerano. Invero, soltanto nella disciplina degli organismi di investimento collettivo, la distinzione dei patrimoni ha per corollario l'affidamento del patrimonio distinto a un depositario *terzo*, sul quale - da un lato - si appuntano obblighi di controllo della liceità delle operazioni disposte sul patrimonio stesso, anche alla luce delle norme di gestione dei conflitti, e la responsabilità conseguente e che - dall'altro - ha non solo la detenzione del patrimonio, ma è anche l'unico soggetto abilitato a disporne, sia pur su indicazione della società di gestione.

Nulla di tutto questo è previsto per i servizi di investimento, con riferimento ai quali, dunque, tanto la distinzione di patrimoni quanto l'eventuale presenza di un depositario non possono costituire presidio “forte” degli interessi del cliente (Cfr. GAGGERO, *L'inefficienza della regola sulla separazione dei patrimoni dei clienti nella disciplina relativa ai servizi di investimento*, in *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998, 427 ss).

Addirittura il comma 3 dell'art. 22, TUF, consente alle imprese di investimento di “utilizzare” “nell'interesse proprio o di terzi” gli strumenti finanziari dei clienti (Non però il denaro. Cfr. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, 320) detenuti a qualsiasi titolo, previa (l'ennesima) dichiarazione di consenso scritto del cliente, il che porta di nuovo a domandarsi se siffatta dichiarazione possa divenire una “clausola di stile” dei contratti relativi alla prestazione di servizi d'investimento, soprattutto nelle ipotesi di moduli o formulari contrattuali predisposti unilateralmente dall'intermediario, e se non si debbano individuare a quel punto sistemi di garanzia, a

favore del cliente, dell'obbligazione restitutoria che grava sull'intermediario (Cfr. COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato*, diretto da COTTINO, Padova, 2004, 354 ss., spec. 356, ove riferimenti).

Al contrario, nelle gestioni collettive, e solo in esse, è proprio il depositario a offrire la garanzia che limiti e criteri di gestione del conflitto introdotti *ex ante* siano davvero rispettati *nel corso dell'attività* di gestione, senza bisogno di dover aspettare la verifica *ex post*, spesso tardiva, dell'autorità giudiziaria o dell'autorità amministrativa.

Ne consegue che la *gestione del conflitto* è assai più agevole ed efficace nelle gestioni patrimoniali collettive di quanto non lo sia in quelle individuali: nell'attuale ordinamento, dunque, funzionano meglio le misure di *eterotutela* rispetto alle misure di *autotutela*.

Non vi è allora da dolersi del fatto che per il servizio di gestione collettiva non sia stata prevista l'inversione dell'onere probatorio nei giudizi di risarcimento dei danni *ex art. 23, comma 6, TUF* (Cfr. SEPE, *op. cit.*, 207.)

RAFFAELE LENER