

Osservazioni in punto di gestione dei conflitti di interesse nei rapporti di agenzia e discrezionalità dell'*agent*

di Valentina Viti*

6 luglio 2020

Sommario: 1. Premessa. – 2. Il conflitto di interessi e la *Agency Theory*. – 3. Le tecniche normative di gestione dei conflitti. Tipologie, modalità operative e criticità. – 4. La tendenza ad una maggiore conciliabilità tra interventi normativi *ex ante* e discrezionalità nell'operato dell'*agent*: la disciplina dei conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento.

1. Premessa

Con il presente scritto si intendono svolgere alcune riflessioni sul tema del conflitto di interessi nell'ambito dei c.d. rapporti di agenzia, ovvero di quei rapporti collaborativo-gestionali in cui un soggetto risulta destinatario di poteri decisionali ad esso attribuiti per il perseguimento di un interesse di un altro soggetto sulla cui sfera quei poteri andranno ad incidere.

L'analisi verrà sviluppata prendendo le mosse da uno studio del fenomeno generale del conflitto di interessi compiuto attraverso gli strumenti forniti dalla teoria economica dell'agenzia, che consentirà di giungere alla delineazione dei diversi elementi caratterizzanti tale fenomeno, nonché a porre le basi per la successiva indagine sul modo in cui lo stesso possa essere adeguatamente affrontato e governato da un punto di vista normativo.

Seguirà, quindi, l'individuazione delle possibili tecniche normative di amministrazione dei conflitti di interesse che prenderà in considerazione le diverse modalità operative delle stesse e a cui si accompagnerà una riflessione critica sulla loro efficacia. Il discorso avrà quindi modo di appuntarsi sul particolare profilo del rapporto fra prevenzione dei comportamenti abusivi e discrezionalità dell'*agent*, mostrando le problematicità di tale rapporto ma nel contempo la possibilità di una "riconciliazione" fra i due termini dello stesso, anche alla luce dei più recenti sviluppi che, sulla spinta

* Assegnista di ricerca in Diritto dell'economia, LUISS Guido Carli.

del contesto europeo, hanno interessato il sistema italiano con riguardo al governo dei conflitti in esame.

2. Il conflitto di interessi e la *Agency Theory*

Il conflitto di interessi può essere definito in termini generali come quella situazione, ricorrente con frequenza nella realtà sociale, in cui, nell'ambito di rapporti caratterizzati da una separazione fra il centro di attribuzione di poteri gestionali e decisionali e la titolarità dell'interesse riferibile a quella attribuzione di potere, è insito il rischio che il soggetto chiamato ad esercitare i suddetti poteri agisca non nel perseguimento dell'interesse altrui per il cui soddisfacimento gli stessi sono stati attribuiti, bensì privilegiando un diverso e contrario interesse proprio o di terzi¹.

Il fenomeno è stato ampiamente studiato dalla dottrina economica anglosassone che, attraverso l'elaborazione della c.d. *agency theory*, ha contribuito sensibilmente ad una comprensione dello stesso delineandone presupposti e tratti essenziali². Secondo tale teoria economica il conflitto di interessi presuppone l'esistenza di una relazione di agenzia, ovvero di una relazione in cui ad un soggetto, l'*agent*, sia affidata la tutela dell'interesse di un altro soggetto, il *principal*, sulla cui situazione di <<benessere>> andrà ad incidere l'azione del primo, tanto nel senso che l'*agent*, eseguendo con correttezza l'incarico ricevuto, apporti un beneficio al *principal*, quanto nel senso opposto che lo stesso, agendo nel perseguimento di interessi contrari a quelli del *principal*, arrechi ad esso un danno³.

La correlazione tra la situazione di conflitto di interessi e i suddetti rapporti di agenzia è fatta discendere da alcune fondanti o ricorrenti caratteristiche degli stessi che determinerebbero l'impossibilità o la difficoltà per il *principal* di controllare e/o valutare l'azione dell'*agent* e, conseguentemente, la possibilità di una prefigurazione da parte di quest'ultimo della conseguibilità di maggiori vantaggi dal perseguimento di un interesse contrastante con quello del *principal* senza essere da questo scoperto. Tra tali caratteristiche <<endogeno>> alla relazione d'agenzia è ritenuto l'elemento dell'asimmetria informativa tra le parti⁴, elemento a cui spesso si accompagna una c.d.

¹ Sulla diffusività del fenomeno del conflitto di interessi si veda G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 21 e ss. Per una esemplificazione della ricorrenza di tale situazione nella realtà sociale cfr., AL DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, Napoli, 2019, p. 42 e ss.

² Sulla teoria economica dell'agenzia si vedano, tra gli innumerevoli contributi, M.C. JENSEN e W.H. MECKLING, *Theory of the firm. Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Finance Economics*, 3, 1976, p. 305 e ss.; K.J. ARROW, *The Economics of Agency: An Overview*, in J.W. Pratt e R. Zeckhauser (a cura di), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, 1985, p. 36 e ss.; R.C. CLARK, *Agency Costs Versus Fiduciary Duties*, ivi, p. 75 e ss.; F.H. EASTERBOOK e D.R. FISHEL, *Close Corporation and Agency Costs*, in *Stanford Law Review*, 1986, p. 371; J.E. STIGLITZ, *Principal and Agent*, in *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, London, 1987, p. 967 e ss. Nella letteratura italiana si veda F. SARTORI, *La teoria economica dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, p. 607 e ss.

³ Per il riferimento all'incidenza dell'azione dell'*agent* sul <<benessere>> del *principal* si veda F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 284.

⁴ In tal senso F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.

asimmetria cognitiva⁵. Il problema del dislivello informativo tra *principal* ed *agent* secondo la letteratura economica può sostanziarsi, innanzitutto, nella mancanza o scarsità di informazioni da parte del primo su elementi (ad esempio su caratteristiche dell'*agent* o sull'ambiente esterno) a conoscenza del secondo, che possono rilevare nel momento iniziale del conferimento dell'incarico e che possono essere utilizzati scorrettamente a proprio favore dall'*agent* (c.d. *adverse selection* o *hidden information*). Lo stesso problema può, ancora, manifestarsi in un vantaggio informativo da parte dell'*agent* sull'azione intrapresa in esecuzione del contratto stipulato, azione che il *principal* non avrà la capacità di osservare e/o di valutare (c.d. *moral hazard* o *hidden action*), spesso anche alla luce di un divario di competenze fra le parti⁶. Si è sottolineato opportunamente come il riferito tratto dell'asimmetria informativa rappresenti tanto la causa giustificatrice della stessa nascita dei rapporti di agenzia, risultando in essi il conferimento dell'incarico gestorio originato dal dislivello di risorse e patrimonio specialistico tra i soggetti, quanto, al tempo stesso, l'elemento determinante il rischio di comportamenti opportunistici nella fase di instaurazione e nello svolgimento dei medesimi rapporti⁷.

Altro tratto ricorrente nei rapporti collaborativi è rappresentato dalla discrezionalità di cui gode l'*agent* nello svolgimento dell'incarico ad esso assegnato⁸. Si tratta di un elemento caratterizzante tali rapporti in quanto strettamente correlato al tratto dell'asimmetria informativa⁹. L'autonomia decisionale attribuita all'*agent* è, infatti, la diretta conseguenza della necessità di affidare la gestione di un interesse ad un soggetto "più informato" e "più competente" del titolare di quell'interesse. La natura discrezionale dei poteri conferiti nell'ambito delle relazioni in esame, dunque, da una parte, è rispondente alla stessa utilità del *principal*, dall'altra, tuttavia, rappresenta una concausa e una condizione per il realizzarsi di situazioni di conflitto di interessi, le quali presuppongono e si commisurano al grado di autonomia decisionale riconosciuta all'*agent*¹⁰.

⁵ Cfr., Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 44.

⁶ In merito si veda K.J. ARROW, *Aspects of the Theory of Risk Bearing*, Helsinki, Yrjo Jahnsson Saatio, 1965; ID., *The economics of agency. A report of the center for research on organizational efficiency*, Stanford University, 1984, p. 3 e ss. Più di recente, fra gli altri, G. PALAZZO e L. RETHEL, *Conflicts of Interest in Financial Intermediation*, in *Journal of Business Ethics*, 81, Aug. 2008, p. 193 e ss. e nella letteratura italiana F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.; A. NICITA e V. SCOPPA, *Economia dei contratti*, Roma, 2005, p. 29.

⁷ Cfr., A. POSTLEWAITE, *Asymmetric information*, in *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, 1987, p. 133 e ss.; F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.

⁸ In tal senso F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.; Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 44.

⁹ Si veda F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss., che collega all'asimmetria informativa tra le parti il carattere vago e non specificamente determinato delle obbligazioni contrattuali fiduciarie, le quali risultano individuate <<in relazione al generico interesse>> del *principal*, in quanto una loro specificazione dettagliata sarebbe <<troppo costosa in relazione ai benefici conseguenti>> e si sostanzierebbe in <<una sorta di monitoraggio anticipato inconciliabile con le *agency relationships*>>.

¹⁰ Si è in dottrina sottolineato come il ricorrere di un conflitto di interessi non sia ipotizzabile con riguardo a relazioni che non comportino alcun margine di discrezionalità e come al crescere di quest'ultima si accompagni un aumento del rischio di comportamenti opportunistici, cfr., sul punto, C. DONISI, *Il*

I rilevati tratti caratterizzanti i rapporti di agenzia ed i connessi limiti alla possibilità di un effettivo ed efficace controllo da parte del *principal* sull'operato dell'*agent* pongono quest'ultimo soggetto in quella che in dottrina è stata definita come una "fisiologica" situazione di conflitto di interessi¹¹, da individuarsi nella situazione di consapevolezza da parte di tale soggetto della possibilità di perseguire un interesse diverso da quello del *principal* e di conseguire in tal modo, con buone probabilità di riuscita, vantaggi superiori rispetto a quelli che deriverebbero da una corretta esecuzione del suo incarico. La descritta situazione viene opportunamente tenuta distinta dal concretizzarsi dell'abuso del conflitto di interessi, ovvero da quella successiva situazione, evidente evoluzione della precedente, in cui l'*agent* ponga effettivamente ed intenzionalmente in essere un comportamento volto a favorire l'interesse proprio o di terzi a svantaggio di quello del *principal*¹². L'abuso del conflitto, che per la teoria economica è la naturale conseguenza della tendenza dei soggetti alla massimizzazione della propria utilità¹³, giuridicamente si traduce nel compimento di una condotta in violazione del principio di buona fede oggettiva¹⁴, ponendosi l'utilizzo

contratto con se stesso, Napoli, 1982, p. 262 e ss.; F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.

¹¹ Definiscono la situazione di conflitto di interessi come "fisiologica" nei rapporti di agenzia in virtù delle stesse caratteristiche di tali rapporti F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.; Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 46.

¹² Considera l'abuso del conflitto il divenire patologico di una presupposta situazione fisiologica di conflitto F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss., il quale sottolinea come l'abuso richieda un "inadempimento doloso" strumentale al conseguimento di una utilità illegittima da parte dell'*agent*, non potendo rilevare a tal fine un semplice uso malaccorto o non proficuo del potere gestorio da parte dello stesso. Nel senso della necessità di uno stato soggettivo doloso nell'abuso del conflitto cfr., anche C. ANGELICI, *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1970, 3-4, p. 150; C. DONISI, *Il contratto con se stesso*, cit., p. 197 e ss.; Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 44; *contra* A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in C. Granelli e G. Stella (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007, p. 28 e ss.

¹³ Per cui se, in base alle proprie valutazioni relative alla possibilità o meno di essere scoperto o, in caso venisse scoperto, alla maggiore o minore marginalità delle relative conseguenze negative, l'*agent* riterrà di conseguire vantaggi maggiori dall'inadempimento piuttosto che dalla corretta esecuzione dell'incarico, lo stesso deciderà di abusare del conflitto. È la c.d. teoria dell'*efficient breach* per cui cfr., R.A. POSNER, *Economic analysis of law*, Boston, 1992, p. 117 e ss.; A. SCHWARTZ e D. MARKOVITS, *The Mith of Efficient Breach*, in *Yale Law School, Faculty Scholarship Series*, 2010, Paper 93.

¹⁴ È divenuta opinione diffusa che il principio di buona fede oggettiva operi in diverse direzioni, caricandosi di molteplici funzioni. In quanto clausola generale alla stessa viene, innanzitutto, ricondotta una funzione integrativa rispetto ai doveri contrattuali volta ad una attuazione del programma negoziale più attenta alla salvaguardia degli interessi delle parti. Il principio viene, poi, inteso quale limite all'autonomia privata e all'azione dei soggetti, nonché quale strumento per veicolare, ove opportuno, soluzioni correttive dello *strictum ius*. Si è, infine, evidenziato come di rilievo sia il riconoscimento della buona fede quale criterio di governo dell'attività delle parti *in executivis* allo scopo di regolare l'ampia discrezionalità di cui le stesse possono godere nell'esecuzione del contratto. Sul principio cfr., *ex multis*, A. DI MAJO, *Obbligazioni e tutele*, Torino, 2019, p. 67 e ss. e 179 e ss.; M. FRANZONI, *Buona fede ed equità tra le fonti di integrazione del contratto*, in *Contr. e impr.*, 1999, p. 83 e ss.; A. RICCIO, *La clausola generale di buona fede è, dunque, un limite generale all'autonomia contrattuale*, in *Contr. e impr.*, 1999, p. 21 e ss.; L. ROVELLI, *La correttezza*, in G. Alpa e M. Bessone (a cura di), *I contratti in generale*, in *Giur. sist. dir. civ. e comm.*, Torino, 1991, p. 560 e ss.; L. BIGLIAZZI GERI, *Buona fede nel diritto civile*, in *Dig. civ.*, II, Torino, 1988, p. 154 e ss.; U. NATOLI, *L'attuazione del rapporto*

opportunistico dei poteri e della discrezionalità attribuiti all'*agent* chiaramente in contrasto con quelle prescrizioni di lealtà e correttezza dei comportamenti di cui è disseminata nel nostro ordinamento la materia contrattuale e che impongono di agire in modo da salvaguardare gli interessi dell'altra parte avendone cura nei limiti del non apprezzabile sacrificio a proprio carico¹⁵.

Così inquadrato da un punto di vista giuridico il problema dei conflitti di interesse nei rapporti di agenzia¹⁶, diviene per lo studioso del diritto fondamentale ragionare su quali interventi normativi possano risultare adeguati rispetto allo scopo di tutelare la posizione del *principal* e, al tempo stesso, il corretto funzionamento del mercato di riferimento del medesimo, individuando le tecniche normative più efficacemente utilizzabili al fine di gestire i conflitti e prevenirne gli abusi da parte dell'*agent*.

3. Le tecniche normative di gestione dei conflitti. Tipologie, modalità operative e criticità

Si è sostenuto che gli interventi normativi configurabili ai fini della gestione dei conflitti di interesse caratterizzanti le relazioni di agenzia vadano in un duplice senso¹⁷.

Per un verso vi sarebbe la possibilità di ricorrere a tecniche operanti *ex ante*, volte ad <<eliminare geneticamente il conflitto di interessi>>, intervenendo prima che il comportamento opportunistico da parte dell'*agent* si realizzi e concretizzantesi ora nella previsione della necessità di preventive istruzioni o autorizzazioni da parte del *principal* per il compimento dell'operazione e in collegati divieti di agire, ora nella prescrizione di stringenti obblighi informativi in favore della parte debole del rapporto contrattuale. Il tratto comune di questa prima tipologia di interventi sarebbe quello di

obbligatorio, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 1974, I, p. 39; S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969, p. 151 e ss.

¹⁵ Il principio di buona fede è nel nostro sistema riferito a tutte le fasi contrattuali, a partire da quella precedente alla conclusione del contratto, ovvero la fase delle trattative e della formazione del contratto *ex art.* 1337 c.c., per procedere al periodo di pendenza della condizione *ex art.* 1358 c.c., nonché all'attività di interpretazione del contratto *ex art.* 1366 c.c. ed accompagnare, infine, tutta la fase di esecuzione dello stesso *ex art.* 1375 c.c. La regola della correttezza, rapportata sostanzialmente a quella di buona fede, è, inoltre, riferita nell'*art.* 1175 c.c. al comportamento di debitore e creditore nel rapporto obbligatorio. Secondo F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss., l'abuso della situazione di conflitto di interessi nelle relazioni di agenzia comporta la violazione della "fiducia" caratterizzante il rapporto tra *principal* ed *agent* e concretizzantesi nell'impegno <<che il secondo assume nei confronti del primo di comportarsi lealmente nella realizzazione dell'operazione fiduciaria>>.

¹⁶ Il problema di agenzia viene dalla teoria economica tradotto in quello dei c.d. *agency costs*, ovvero di quei costi transattivi che dovranno essere dalle parti sostenuti per allineare gli interessi di *principal* ed *agent* e per monitorare l'esecuzione dell'incarico affidato al secondo, cfr., S.A. ROSS, *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in *The American Economic Review*, 1973, p. 134 e ss.; F. CAVAZZUTI, *Conflitto di interessi ed informazioni asimmetriche nell'intermediazione finanziaria*, in *Banca impresa società*, 1989, p. 358 e ss.; U. MATTEI, *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di una ipotesi di lavoro*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 247 e ss.

¹⁷ F. SARTORI, *La teoria economica dell'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, p. 607 e ss.; ID., *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.; R. RAZZANTE, *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 51 e ss.

muoversi nella direzione di limitare la discrezionalità dell'*agent*, essendo insiti proprio in tale discrezionalità i rischi di condotte abusive da parte dello stesso e ritenendosi in tal modo di tutelare gli interessi di controparte e del mercato in generale¹⁸.

Per altro verso si è evidenziata la prospettività e la ricorribilità a strumenti finalizzati a governare il conflitto di interessi *ex post*, ovvero ad abuso perpetrato, attraverso un sistema di norme che consenta una efficace valutazione del comportamento tenuto dall'*agent* ed una adeguata risposta allo stesso in virtù di un apparato rimediale di natura civile ed amministrativa in grado di internalizzare le esternalità negative derivanti dalle condotte abusive e di prevenire, attraverso la propria funzione deterrente, la commissione delle medesime¹⁹. Tale tipo di intervento normativo, diversamente dal precedente, consentirebbe di preservare l'autonomia decisionale dell'*agent*, non incidendo chiaramente in senso preventivo-limitativo sulla stessa e spostando il proprio campo di azione ad una verifica successiva della deviazione dalla regola della buona fede e correttezza²⁰.

Volendo procedere ad una analisi critica circa l'efficacia delle descritte tecniche normative, analisi che si mantenga su un piano prettamente giuridico e che consenta eventualmente di esprimere una preferenza per l'una o per l'altra tecnica, due sono le linee direttrici in cui, ad avviso di chi scrive, dovrà venire ad articolarsi il discorso²¹. La prima orientata alla rilevazione di possibili problematicità riscontrabili nei diversi interventi di gestione dei conflitti. La seconda volta a verificare la superabilità di alcune delle rilevate problematicità attraverso un affinamento ed una rimodulazione delle stesse tecniche normative prese in considerazione.

Quanto al primo campo di indagine, non può non constatarsi come entrambe le prospettate modalità di intervento, per come descritte, presentino non trascurabili profili critici. Le c.d. tecniche normative *ex ante*, incentrate sulla previsione di strumenti formali preventivi volti a limitare la discrezionalità dell'*agent* ed in tal modo ad intervenire "a monte" su quella che è considerata la stessa causa dell'insorgere di

¹⁸ F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.

¹⁹ Cfr., F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.; Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 119 e ss.

²⁰ Il descritto intervento normativo *ex post*, secondo F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss., si baserebbe sulle regole della buona fede, consentendo a tale clausola generale di manifestare la propria rilevanza nell'ambito dell'azione giudiziale preordinata all'ottenimento del rimedio risarcitorio.

²¹ In un'ottica prettamente economica la preferenza per l'una o per l'altra tecnica di gestione dovrebbe essere espressa in virtù di una valutazione volta a raffrontare i rispettivi costi e benefici marginali. Fondamentale risulterà, in tal senso, il concetto e la definizione degli *agency costs* quali costi connessi alla predisposizione dei vari strumenti legali e contrattuali finalizzati all'ottenimento del risultato più efficiente possibile e di cui i costi per il controllo ed il monitoraggio dell'attività dell'*agent* sono un rilevante esempio. Nel caso in cui i costi di agenzia risultino particolarmente elevati, a causa dell'importante livello di asimmetria informativa esistente tra le parti, ed in cui, quindi, il ricorso a strumenti formal-preventivi si appalesi come eccessivamente costoso rispetto ai benefici da essi derivanti, risulterà preferibile incentrare la disciplina di gestione del conflitto sulla valorizzazione della discrezionalità dell'*agent* e, in una prospettiva *ex post*, sulla predisposizione di un adeguato sistema di controllo e responsabilità. Viceversa, nel caso in cui il dislivello informativo fra le parti risulti meno rilevante e, conseguentemente, i costi transattivi più contenuti e, soprattutto, accettabili se rapportati ai benefici conseguenti, sarà economicamente preferibile incentivare un modello di gestione dei conflitti fondato su interventi *ex ante* volti a garantire in via preventiva una maggiore sicurezza delle transazioni.

situazioni di conflitto, se senz'altro, attraverso un siffatto *modus operandi*, riescono a garantire una maggiore sicurezza delle transazioni²², non per questo tuttavia assicurano necessariamente la tutela dell'interesse del *principal* e del mercato in cui lo stesso viene ad operare. Ciò soprattutto alla luce di quella riscontrata limitazione dell'autonomia decisionale dell'*agent* dalle medesime tecniche determinata, limitazione che, nel ridurre il rischio di abusi, al tempo stesso va anche a ridurre i benefici che il *principal* consegue da una gestione dei propri interessi autonoma e discrezionale da parte di un soggetto munito di particolare *expertise* e competenze specifiche²³. In altri termini, l'andare ad intaccare la discrezionalità nell'operato dell'*agent* comporta non celabili difficoltà di conciliazione con le medesime caratteristiche del rapporto di agenzia, che è un rapporto che trae origine dalla necessità di affidare ad un soggetto più informato e più competente la gestione di un proprio interesse, munendo lo stesso, in virtù di tali competenze e a fini di efficienza della medesima gestione, di un potere decisionale ampio ed autonomo. Una discrezionalità, dunque, che, pur foriera del rischio di comportamenti opportunistici, risulta preordinata al soddisfacimento dell'interesse del *principal* e rispondente alla sua utilità²⁴.

Ulteriore aspetto critico da alcuni rinvenuto nelle c.d. tecniche normative *ex ante* di amministrazione dei conflitti riguarda i rischi di una possibile deresponsabilizzazione dell'*agent* derivanti da un eccessivo formalismo negoziale, in cui questo tipo di interventi può sconfinare, in grado di risolversi in danno dello stesso *principal* nel momento in cui l'*agent*, per il solo adempimento dei vincoli formali ad esso imposti, dovesse ritenersi esonerato da qualsiasi responsabilità²⁵. Il riferimento, nell'ambito di tale ultimo rilievo, è in gran parte agli obblighi informativi imposti al gestore spesso per ovviare allo squilibrio informativo connotante le relazioni in discorso, obblighi che, per di più, come opportunamente sottolineato, alla luce delle stesse caratteristiche dei rapporti di agenzia e dei mercati in cui questi si svolgono, difficilmente riescono a minimizzare la suddetta asimmetria nella distribuzione delle

²² In tal senso con riguardo agli strumenti di intervento formal-preventivi, U. MATTEI, *Il nuovo diritto europeo tra efficienza ed eguaglianza. Regole dispositive, inderogabili e coercitive*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 4, 1999, p. 618; R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, p. 16.

²³ F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.

²⁴ La discrezionalità nell'operato dell'*agent* risulta rispondente e funzionalizzata all'interesse del *principal* e ad una gestione più efficiente delle sue risorse anche per la riduzione dei costi transattivi che evidentemente comporta, costi transattivi, all'opposto, notevolmente accresciuti nel caso di tecniche normative *ex ante* che incentrano la gestione dei conflitti di interesse sulla previsione di strumenti formal-preventivi.

²⁵ Per tale rilievo si veda F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss. Il prospettato rischio viene, tuttavia, a ridursi notevolmente nel momento in cui si riconosca al *principal* la possibilità di agire contro eventuali condotte abusive perpetrate dall'*agent* pur nel rispetto delle prescrizioni formali ad esso imposte, in tal senso cfr., D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002, p. 212 e ss. e 479 e ss., che, adducendo l'esempio della prestazione dei servizi di investimento, evidenzia come il cliente, anche quando informato della situazione di conflitto, mantenga la possibilità di reagire a comportamenti opportunistici dell'intermediario attraverso i rimedi impugnatori e risarcitori. Sui rischi connessi all'affermarsi di un eccessivo formalismo si veda, più in generale, A.M. MUSY, *Il dovere di informazione*, Trento, 1999, p. 6 e ss.

informazioni tra le parti consentendo al titolare dell'interesse di valutare a pieno l'agire di controparte e di disincentivarne effettivamente comportamenti abusivi²⁶.

Volgendo lo sguardo alla seconda tecnica normativa di gestione dei conflitti, occorre evidenziare come anche la forma di intervento *ex post*, che, come già sottolineato, tende di per sé a preservare la discrezionalità dell'*agent*, non vada esente dal rilievo di alcuni profili di criticità. L'attenzione è stata, in primo luogo, rivolta alle incertezze disciplinari potenzialmente derivanti dall'affidamento ad organi giudicanti o di controllo, deputati ad intervenire a seguito del compimento della supposta condotta abusiva, del compito di rispondere ai bisogni di tutela manifestati dalle parti attraverso l'applicazione di clausole generali²⁷. Si è, in secondo luogo, evidenziata la possibilità che attraverso un intervento *ex post* non si riesca effettivamente a scoraggiare il compimento di comportamenti opportunistici, potendo risultare la funzione deterrente, a cui dovrebbe assolvere un apparato rimediale efficace, incerta nelle ipotesi in cui i vantaggi derivati all'*agent* dal suo inadempimento siano superiori al danno che il soggetto sarà chiamato a risarcire al *principal*²⁸. I dubbi circa la reale capacità delle tecniche di gestione dei conflitti *ex post* di rispondere all'esigenza di disincentivare condotte abusive nei rapporti di agenzia appaiono ulteriormente suffragati dal fatto che nell'ambito di tali rapporti sovente risulta difficile quantificare il pregiudizio subito dal danneggiato, come può risultare difficile quantificare gli stessi vantaggi, spesso

²⁶ Sui doveri informativi quale strumento di riequilibrio fra posizioni contrattuali asimmetriche cfr., fra gli altri, R. COSTI, *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca, impresa e società*, 1989, p. 210 e ss.; C. D'ADDA, *Il governo dei mercati finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 1991, p. 601; A.M. MUSY, *Il dovere di informazione*, cit., p. 6 e ss. Per la precisazione, tuttavia, della difficoltà con cui gli obblighi informativi riescano effettivamente a colmare nei rapporti professionali-fiduciari il gap informativo fra le parti a causa del tecnicismo connotante l'attività gestoria svolta, si veda F. CAFAGGI, *Responsabilità del professionista*, in *Dig. Disc. Priv.*, Torino, 1998, XVII, p. 158; D. VALENTINO, *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, Napoli, 1999, p. 109; F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss., secondo cui «la philosophy of disclosure non dovrebbe essere considerata come uno strumento per trasformare il *principal* (...) in un soggetto in grado di gestire autonomamente le proprie risorse, e ciò poiché sono gli *agents* i soggetti capaci di gestire i rischi di mercato in modo ottimale».

²⁷ Il riferimento è chiaramente alle regole fiduciarie, in *primis* alla clausola di buona fede e correttezza, e alla loro rilevanza nell'ambito delle tecniche normative *ex post* di gestione dei conflitti di interesse, cfr., sul punto, F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.

²⁸ Si tratterebbe di quella che nella letteratura anglosassone viene definita come *efficient breach of contract*, per cui cfr., R.L. BIRMINGHAM, *Breach of Contract, Damage Measures and Economic Efficiency*, 24, *Rutgers L. Rev.*, 1970, p. 273; C.J. GOETZ e R.E. SCOTT, *liquidated Damages, Penalties and the Just Compensation Principle: Some Notes on an Enforcement Model and a Theory of Efficient Breach*, 77, *Colum. L. Rev.*, 1977, p. 554; A.M. POLINSKY, *Risk Sharing Through Breach of Contract Remedies*, 12, *J. Legal Stud.*, 1983, p. 427; D.D. FRIEDMAN, *An Economic Analysis of Alternate Damage Rules for Breach of Contract*, 32, *J. L. & Econ.*, 1989, p. 281; F.S. MC CHESNEY, *Tortious Interference with Contract Versus Efficient Breach: Theory and Empirical Evidence*, 28, *J. Legal Stud.*, 1999, p. 131. Nella letteratura italiana la questione è stata affrontata, fra gli altri, da P. TRIMARCHI, *Sul significato economico dei criteri di responsabilità contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1970, p. 531 e ss.; F. COSENTINO, *Efficienza economica dell'inadempimento e diritto delle obbligazioni: una verifica delle norme sull'inadempimento del contratto*, in *Quadrimestre*, 1988, p. 484 e ss.; P. GALLO, *Errore sul valore, giustizia contrattuale e trasferimenti ingiustificati di ricchezza alla luce dell'analisi economica del diritto*, in *Quadrimestre*, 1992, p. 656 e ss.; R. PARDOLESI, *Regole di default e razionalità limitata: per un (diverso) approccio di analisi economica del diritto dei contratti*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1996, p. 451 e ss.

indiretti, ottenuti dall'*agent*²⁹. Se ciò porta a ritenere necessaria la predisposizione, rispetto al rimedio risarcitorio rapportato al danno cagionato, di sanzioni ulteriori che consentano al complessivo apparato rimediale di rispondere efficacemente al problema del conflitto di interessi³⁰, è chiaro come in ordinamenti, come il nostro, fortemente ancorati al riconoscimento di una funzione compensativa del risarcimento civile³¹, la risposta potrà rinvenirsi nella previsione di rimedi di altra natura, quali sanzioni penali ma, ancor di più, sanzioni amministrative pecuniarie, calibrati in modo tale da assicurare una effettiva deterrenza rispetto a condotte opportunistiche dell'*agent* ed una conseguente adeguata protezione del mercato di riferimento³².

Il quadro appena descritto in punto di caratteristiche e criticità delle prospettate tecniche normative di gestione dei conflitti di interesse nei c.d. rapporti di agenzia si ritiene renda opportuno propendere, in un'ottica di complessiva amministrazione degli stessi, per una ponderata – e di fatto concretamente riscontrabile – combinazione dei due tipi di intervento che permetta, da un lato, di mitigare le rigidità legate agli strumenti formal-preventivi propri delle tecniche *ex ante*, in virtù di un presumibile ed auspicabile allentamento degli stessi conseguente alla suddetta combinazione, e, dall'altro lato, di assicurare che, pur in presenza del rispetto da parte dell'*agent* degli obblighi formali ad esso imposti, vi sia da parte del sistema la capacità di intervenire *ex post* colpendo le condotte abusive in ogni caso perpetrate dallo stesso.

²⁹ Cfr., F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss., il quale evidenzia come la difficoltà di quantificare il danno subito dalla vittima è collegata al fatto che quelli di agenzia sono «rapporti caratterizzati da vaghe promesse che creano incertezze nella prestazione e nella sua quantificazione».

³⁰ Tali rimedi negli ordinamenti di *common law* si mantengono su un piano civilistico e possono essere rinvenuti nel c.d. *disgorgement*, sanzione volta a spogliare il danneggiante in favore del danneggiato di tutto il guadagno derivato dall'azione dolosa (in merito cfr., R. COOTER e B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, 66, *New York University Law Review*, 1991, p. 1051), nonché nei c.d. *punitive damages*, istituto cui spesso ricorrono le corti nordamericane per rispondere a casi di violazione intenzionale dell'elemento fiduciario, che consente una quantificazione del risarcimento in misura superiore anche rispetto al valore del beneficio conseguito con l'azione intenzionalmente pregiudizievole dal danneggiante (R. COOTER, *Punitive Damages for Deterrence: When and How Much?*, 40, *Ala. L. Rev.*, 1989, p. 1143).

³¹ Si ritiene di potersi parlare di una funzione compensativa del risarcimento civile nel nostro ordinamento anche a seguito dei più recenti sviluppi giurisprudenziali che, con riguardo alla questione internazionalprivatistica della esecutività di sentenze straniere comminanti risarcimenti punitivi, hanno portato ad affermazioni circa la finalità non solo riparatoria ma anche deterrente sanzionatoria della responsabilità civile (Cass., sez. un., 5 luglio 2017, n. 16601, in *Foro it.*, 2017, I, c. 2613 e ss.). Come opportunamente sostenuto da alcuni in dottrina (cfr., G. PONZANELLI, *Il risarcimento punitivo: qualche riflessione introduttiva*, in *Giur. it.*, 2018, 10, p. 2275 e ss.) la decisione delle Sezioni unite non è in grado di spostare gli equilibri risarcitori del sistema italiano, non potendo il principio centrale dell'integrale riparazione, principio «che non lascia spazio a punizioni del danneggiante o ad atecniche forme di ingiustificato arricchimento a favore del danneggiato», essere superato dal giudice in assenza di una intermediazione legislativa che, come riconosciuto dalle stesse Sezioni unite, sarà sempre richiesta per la presenza di figure punitive sanzionatorie nel nostro ordinamento.

³² In tal senso, con particolare attenzione ai settori di mercato governati da una Autorità indipendente, F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss. Per un esame dell'apparato rimediale di tipo amministrativo e penale, integrativo dei rimedi civilistici, predisposto dal nostro ordinamento per rispondere al problema dei conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento cfr., Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 138 e ss.

Si vuole, a questo punto, introdurre e sviluppare la seconda linea direttrice in cui verrà ad articolarsi il discorso svolto nel presente lavoro, linea direttrice che, avendo riguardo alle tecniche di gestione dei conflitti *ex ante*, viene a prendere le mosse da quello che è stato senz'altro prospettato come il più rilevante profilo critico riconducibile a tale tipo di intervento normativo, ovvero il problematico rapporto fra prevenzione degli abusi del conflitto e limitazione del potere discrezionale dell'*agent*. L'interrogativo che in merito si vuole formulare attiene alla possibilità di configurare sempre come necessaria tale ultima correlazione, andando ad affermare che tutte le tecniche c.d. preventive, ossia operanti non *ex post* ad abuso compiuto bensì *ex ante* al fine di prevenire tale abuso limitando o gestendo il conflitto, debbano comportare una limitazione dell'autonomia decisionale dell'*agent*. Ci si chiede, in altri termini, se non siano concepibili interventi preventivi in grado di conciliarsi maggiormente con quella discrezionalità che, nell'attività di gestione dell'interesse altrui, rappresenta, come rilevato, un tratto essenziale caratterizzante i rapporti di agenzia e, per quanto causa dell'originarsi di situazioni di conflitto di interessi, preordinato e rispondente alla stessa utilità del *principal*. Un riscontro in merito alla possibilità di dare una risposta positiva all'interrogativo posto, nonché in merito alla individuazione dei termini in cui la supposta conciliabilità sia prospettabile può, anzi, deve rinvenirsi nella nostra più recente legislazione in materia di conflitti di interesse, che, sulla spinta europea, ha mostrato in vari settori di intraprendere il diverso ipotizzato percorso.

4. La tendenza ad una maggiore conciliabilità tra interventi normativi *ex ante* e discrezionalità nell'operato dell'*agent*: la disciplina dei conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento

Tra le normative espressione dell'ultima tendenza e, dunque, della generale possibilità di ricorrere nei rapporti di agenzia ad interventi preventivi di condotte opportunistiche incidenti in minor misura sulla discrezionalità dell'*agent* nello svolgimento dell'incarico ad esso conferito, particolare rilievo deve senza dubbio riconoscersi alla disciplina dei conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento così come modificata a seguito dell'adozione delle due Direttive Mifid³³.

Ai fini del discorso intrapreso risulta fondamentale focalizzare l'attenzione sul cambio di impostazione derivato in materia dalle suddette modifiche. Il quadro normativo precedente al recepimento della Mifid I era chiaramente incentrato sull'utilizzo di quegli strumenti formal-preventivi che abbiamo avuto modo di annoverare fra le tecniche *ex ante* volte a gestire i conflitti attraverso una limitazione dell'autonomia decisionale dell'*agent*³⁴. All'obbligo per l'intermediario di <<organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in

³³ Si tratta della Direttiva 2004/39/CE (Mifid I), successivamente modificata ed implementata dalla Direttiva 2006/31/CE e dalla Direttiva 2006/76/CE, e della Direttiva 2014/65/UE (Mifid II), adottata dal Parlamento Europeo e dal Consiglio il 15 maggio 2014.

³⁴ Quanto alla soluzione dei conflitti tra agenti e risparmiatori G. DI GASPARO, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, 2011, p. 122, evidenzia un declassamento <<da problema macro-strutturale del funzionamento del mercato>>, connesso alla generale capacità operativa riconosciuta agli intermediari (*dual capacity*), <<a problema micro-comportamentale bilaterale >> risolto attraverso la tecnicità giuridica contrattuale.

situazione di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento>> (art. 21, comma 1, lett. c), t.u.f. previgente e art. 56, commi 3 e 4, vecchio Reg. Intermediari) si accompagnava, infatti, un divieto generalizzato in capo allo stesso di effettuare operazioni in cui vi fosse un interesse in conflitto con quello del cliente a meno che quest'ultimo non fosse stato preventivamente informato per iscritto della situazione e non avesse acconsentito espressamente all'operazione (art. 27, comma 2, Reg. n. 11522 del 1998). Risultava evidente in una siffatta impostazione, basata su divieti di agire e necessità di autorizzazioni, la centralità che venivano ad assumere gli obblighi informativi, centralità venuta, invece, a cadere con il recepimento delle richiamate Direttive³⁵.

Da tale recepimento è senza dubbio derivato un quadro normativo significativamente diverso in cui gli obblighi informativi sono stati degradati a meramente eventuali e ad assumere un ruolo preminente sono stati obblighi di tipo organizzativo. In base all'attuale disciplina gli intermediari sono chiamati ad adottare idonee misure organizzative al fine di identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con o tra i loro cliente e al fine di prevenire o gestire tali conflitti in modo da evitare che i medesimi incidano negativamente sugli interessi dei clienti (art. 21, comma 1 *bis*, lett. a) e b), t.u.f.). Solo nel caso in cui le disposizioni organizzative ed amministrative all'uopo adottate non siano sufficienti <<ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato>>, agli intermediari è fatto obbligo di informare in modo chiaro questi ultimi dell'esistenza del conflitto e delle misure adottate per mitigarne i rischi connessi (art. 21, comma 1 *bis*, lett. c), t.u.f.)³⁶ prima di dar corso all'operazione³⁷.

³⁵ In merito all'impostazione adottata con le Direttive Mifid si vedano i commenti di S. SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, p. 121 e ss.; L. ZITIELLO (a cura di), *La MiFID in Italia. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007; A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, I, p. 12 e ss.; F. DENOZZA, *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, in *I servizi del mercato finanziario*, in ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 148 e ss.; S. FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, I, p. 136 e ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Sulle regole di condotta degli intermediari (regole di condotta e regole di organizzazione; clausole generali e disposizioni particolari)*, in *Aa.Vv.* (a cura di), in *I servizi del mercato finanziario*, cit., p. 138 e ss.; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. Soc.*, 4, 2018, p. 1100 e ss.; M. FORTE, *La disciplina dei conflitti di interesse*, in L. Gaffuri e S. Belleggia (a cura di), *I servizi di investimento dopo la Mifid II*, Milano, 2018, p. 126 e ss.; Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 79 e ss.

³⁶ Le riferite norme del t.u.f., che hanno riprodotto quanto previsto nei commi 1 e 2 dell'art. 23 della Mifid II, trovano specificazione nella normativa secondaria europea e nazionale, in particolare negli artt. 33 e ss. del Regolamento delegato (UE) n. 565 del 2017 e negli artt. 92 e 93 del Regolamento Intermediari adottato dalla Consob con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018.

³⁷ Diverse le opinioni in dottrina circa la necessità per l'intermediario di ottenere in tal caso l'autorizzazione del cliente prima di porre in essere l'operazione in conflitto di interessi. Per la non necessità di autorizzazione cfr., A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, cit., p. 12. Per la tesi che, invece, ritiene che l'intermediario debba ottenere il consenso del cliente prima di poter agire cfr., D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina Mifid del conflitto di interessi*, in *Dir. banca mer. fin.*, 2008, I, p. 592; S. SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il 'decreto Eurosime' e prima e dopo la recezione della MIFID)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, p. 301.

Si reputa fondamentale cogliere nella sua essenza il passaggio nella disciplina dei conflitti di interessi degli intermediari finanziari dal precedente sistema a quello attuale. Si è, in tale disciplina, abbandonata un'impostazione incentrata su divieti, obblighi informativi e necessità di autorizzazioni volta ad impedire all'*agent* di agire in una situazione di conflitto di interessi – escludendo così in radice la possibilità di approfittare di tale situazione – salva autorizzazione da parte del cliente, per rivolgersi verso una diversa strategia propensa a consentire all'intermediario di compiere l'operazione pur in presenza di conflitto e senza informare il cliente, imponendo tuttavia a tale soggetto l'adozione di misure organizzative idonee ad evitare che il suddetto conflitto sfoci in abuso³⁸ e prevedendo solo come eventuale l'adempimento di obblighi informativi da ottemperare nel caso in cui il prestatore dei servizi di investimento valuti che le misure adottate non siano in grado di scongiurare il rischio di comportamenti opportunistici³⁹. Risulta, ad avviso di chi scrive, chiaro come le due modalità di intervento succedutesi si differenzino sostanzialmente per il diverso approccio nel rapporto con l'elemento della discrezionalità dell'*agent*. A tecniche formal-preventive che, al fine di limitare il rischio di condotte abusive, erano indirizzate ad ingessare l'attività degli intermediari limitandone con evidenza l'autonomia decisionale e la capacità operativa si sono preferite tecniche incentrate sull'adozione di misure preventivo-organizzative volte a favorire e valorizzare il corretto e responsabile esercizio da parte di tali soggetti dei loro poteri discrezionali⁴⁰. Da un punto di vista delle modalità operative delle tecniche normative di gestione dei conflitti il cambio di passo ha un particolare rilievo, mostrando come all'interno delle c.d. tecniche *ex ante*, volte ad intervenire prima del compimento dell'abuso al fine di prevenirlo, sia configurabile una differenziazione e gradazione quanto ad incidenza delle stesse sull'elemento della discrezionalità dell'*agent*. Tale differenziazione si sostanzia nella

³⁸ Nella disciplina secondaria sono indicate procedure e misure organizzative minime che l'intermediario dovrà adottare per evitare abusi di conflitti nello svolgimento della sua attività, pur rimanendo lo stesso libero di implementare tali misure, tenendo conto della natura e delle dimensioni della sua impresa, per addivenire alle soluzioni più efficienti. Con riferimento a tutti i servizi di investimento si richiamano le procedure e le misure indicate nelle lett. a), b), c), d) ed e) del par. 3 dell'art. 34 del Regolamento delegato (UE) n. 565/2017, tra queste i sistemi delle c.d. "muraglie cinesi" (*chinese walls*), procedure volte ad impedire lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti dell'azienda impegnati in attività che comportano un rischio di conflitto, la predisposizione di *watch* e *restricted list* per il monitoraggio continuativo sulle operazioni e sui soggetti rilevanti preposti all'esercizio di attività o alla prestazione di servizi in potenziale conflitto, o ancora l'adozione di procedure interne volte a regolare le politiche retributive in modo da evitare il formarsi di conflitti. Con riferimento, poi, solo ad alcune tipologie di attività svolte dall'intermediario si richiamano le regole di organizzazione dettate dagli artt. 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42 del Regolamento delegato (UE) n. 565/2017, nonché dall'art. 65 del Regolamento Intermediari.

³⁹ Rimangono nella disciplina attuale limitati a pochi casi particolari i divieti di operare in conflitto di interessi, tra i quali si segnalano quelli individuati negli artt. 24, comma 1 *bis* e 24 *bis*, comma 2, lett. b) del t.u.f., che vietano agli intermediari che prestano rispettivamente i servizi di gestione e i servizi di consulenza su base indipendente di ricevere benefici monetari e non, volti a promuovere la conclusione di operazioni di investimento riguardanti determinati titoli.

⁴⁰ In tale direzione si sono mosse tanto la Mifid I quanto la Mifid II, dovendosi rilevare come, in tema di conflitti, la seconda direttiva abbia innovato il quadro normativo esplicitando che le situazioni di conflitto devono essere non solo identificate e gestite, bensì anche, per quanto possibile, evitate, laddove nel vigore della disciplina precedente il riferimento era solo alla gestione di tali situazioni e non alla loro prevenzione, sul punto cfr., F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, cit., p. 1100 e ss.

contrapposizione tra la situazione del non poter agire in conflitto, salva autorizzazione, e la situazione del poter agire nonostante il conflitto assumendosi la responsabilità di una gestione che ne eviti l'abuso, laddove il declassamento dei divieti di agire e degli obblighi informativi in favore di una valorizzazione degli obblighi organizzativi va chiaramente nella direzione di preservare maggiormente l'autonomia decisionale dell'*agent* cercando al tempo stesso di assicurarne l'indipendenza.

La rilevata ed analizzata tendenza legislativa ad incidere in minor misura sulla discrezionalità caratterizzante le relazioni di agenzia⁴¹ può declinarsi anche in un altro verso, ovvero nella valorizzazione nell'ambito di tali relazioni dell'elemento fiduciario, essenziale alle stesse, a discapito di quello informativo⁴². Il passaggio, nella materia dei servizi di investimento, da un sistema imperniato su regole di trasparenza ad un sistema fondato su regole di organizzazione è espressione della volontà di attribuire la dovuta rilevanza alla natura fiduciaria di rapporti in cui un soggetto, il *principal*-cliente (soprattutto quello *retail*), si rivolge ad un altro soggetto, incaricandolo della gestione di un proprio interesse, con lo scopo di affidarsi alla sua competenza e capacità decisionale e non di ricevere da questo informazioni preordinate ad una scelta razionale⁴³. La riscontrata marginalizzazione degli obblighi di trasparenza nella disciplina dei conflitti di interesse degli intermediari finanziari va, dunque, anche in questa correlata direzione, dovendosi, ad avviso di chi scrive, rintracciare una delle ragioni nella considerazione della maggiore efficacia ed adeguatezza, nella prevenzione dei conflitti caratterizzanti i rapporti fiduciari, di obblighi organizzativi volti a responsabilizzare maggiormente il fiduciario nella gestione dell'interesse a lui affidato e nell'esercizio della sua autonomia decisionale⁴⁴.

Le considerazioni svolte in queste ultime pagine consentono di dare una risposta all'interrogativo in precedenza posto circa la possibilità di prefigurare interventi

⁴¹ Tale tendenza è, ad esempio, riscontrabile anche nella disciplina dei conflitti di interesse nei fondi pensione, con riferimento ai quali si è ugualmente passati da un sistema incentrato su obblighi di informazione e di trasparenza ad una nuova impostazione, inaugurata con il D.M. n. 166 del 2014, fondata su processi e regole organizzative di prevenzione e gestione dei conflitti ed orientata a garantire una maggiore flessibilità, autonomia decisionale e responsabilizzazione dei fondi. Per una approfondita illustrazione di tale disciplina si rinvia a E. NAPOLI, *La nuova disciplina dei conflitti di interesse nei fondi pensione alla luce del D.M. 166/2014: aspetti sostanziali e profili applicativi*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 1, 2016, p. 64 e ss.

⁴² Sulla rilevanza del ruolo della fiducia nel rapporto di intermediazione finanziaria, cfr., Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 12 e ss.

⁴³ Sul punto si vedano A. PERRONE, *Servizi d'investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015, p. 31 e ss.; An. DALMARTELLO, *Prospettive dell'affidamento fiduciario nei servizi d'investimento: i rimedi*, in E. Ginevra (a cura di), *La fiducia e i rapporti fiduciari. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, Milano, 2012, p. 387; L. PURPURA, *L'evoluzione 'fiduciaria' dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi d'investimento alla clientela al dettaglio*, in E. Ginevra (a cura di), *La fiducia e i rapporti fiduciari. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, cit., p. 372.

⁴⁴ Conferma della marginalizzazione delle regole di trasparenza nella disciplina dei conflitti di interesse nell'intermediazione finanziaria e della volontà di privilegiare ed incentrare tale disciplina principalmente su regole di organizzazione deriva anche dalla normativa secondaria in base alla quale l'eccessivo ricorso all'informazione nei confronti del cliente integra una carenza della politica sui conflitti di interesse dell'impresa di investimento (art. 34, comma 5, Regolamento delegato (UE) n. 565/2017), carenza costituente una violazione sanzionabile in via amministrativa ai sensi degli artt. 190 e 190 *bis* t.u.f.

normativi *ex ante* di amministrazione dei conflitti di interessi nelle relazioni di agenzia meno impattanti in termini limitativi sul tratto essenziale della discrezionalità dell'*agent*. Che una siffatta strada sia percorribile è dimostrato dai più recenti sviluppi della legislazione dettata in argomento per alcuni settori di mercato. La apprezzabilità della analizzata regolamentazione in materia di intermediazione finanziaria è, ad avviso di chi scrive, immediatamente conseguente alle modalità di intervento della stessa rispetto alle situazioni di conflitto, modalità in grado di attenuare notevolmente la compressione della capacità operativa del gestore e di favorire una conciliazione fra la prevenzione degli abusi e la salvaguardia dell'autonomia decisionale dell'*agent*. Il riscontro positivo che tale disciplina si ritiene abbia rispetto a quella che nelle pagine precedenti è stata individuata come una delle maggiori criticità delle tradizionali tecniche di gestione dei conflitti *ex ante* induce a guardare con favore ad una linea di tendenza, volta ad eliminare eccessivi formalismi e rigidità nell'azione dei fiduciari e a lasciare maggiori margini di operatività agli stessi, alla quale, tuttavia, dovrà ancor più necessariamente associarsi la predisposizione di un adeguato sistema di controllo e responsabilità in grado di intervenire efficacemente *ex post*.