

**I conflitti di interesse degli intermediari finanziari. *Agency Theory*,
tecniche preventive di gestione del conflitto e tutela dell'integrità ed efficienza
dei mercati finanziari**

di Valentina Viti*

16 giugno 2021

Sommario: 1. La prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari finanziari ed il conflitto di interessi. Prospettazione del piano di indagine. – 2. Il conflitto di interessi e la *Agency Theory*. – 3. Le tecniche normative di gestione dei conflitti. Considerazioni in punto di modalità operative e criticità. – 4. L'intermediazione finanziaria nella prestazione dei servizi di investimento fra tratti tipici dei rapporti di agenzia e peculiari caratteristiche strutturali. – 5. La disciplina dei conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento. Un'evoluzione verso la valorizzazione della componente discrezionale e fiduciaria del rapporto. – 6. Efficienza del mercato finanziario e regolazione dei conflitti di interesse.

1. La prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari finanziari ed il conflitto di interessi. Prospettazione del piano di indagine

I più o meno recenti scandali finanziari che hanno caratterizzato i mercati internazionali e che non hanno risparmiato il sistema italiano hanno posto bene in luce la centralità del tema del conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento¹. Le vicende giudiziarie nostrane hanno, in particolare, mostrato come in

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

¹ In argomento, fra i molti contributi, cfr., L. ZITIELLO, *La giurisprudenza sul cosiddetto <<risparmio tradito>>*, Raccolta ragionata delle sentenze sul contenzioso tra banche e clienti relativo ai recenti casi di default, Torino, 2005; V. SANGIOVANNI, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno e resp.*, 2006, 8-9, p. 887; G. GOBBO e C.E. SALODINI, *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, II, p. 5 e ss.; M. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007; ID., *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in F. Capriglione (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, p. 187 e ss.; G. PRESTI e M. RESCIGNO, *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, in M. Anolli, A. Banfi, G. Presti e M. Rescigno (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Bologna, 2008, p. 11 e ss.; B. INZITARI e V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008; G. BERSANI,

tale ambito la gran parte delle azioni intentate dai risparmiatori si siano fondate e si fondino sulla contestazione di provati o presunti abusi di situazioni di conflitto di interessi riconducibili all'attività e ai comportamenti illeciti degli intermediari finanziari². Fondamentale, pertanto, non solo per la tutela degli investitori, ma anche al fine di preservare la fiducia degli stessi nel mercato ed, in tal modo, garantire l'integrità di quest'ultimo, risulta la previsione di meccanismi di funzionamento del sistema volti ad assicurare il più possibile che l'erogazione dei servizi di investimento avvenga in modo corretto e trasparente³.

Con il presente scritto si vuole condurre un'indagine che abbia riguardo al modo in cui il problema dei conflitti di interesse fra intermediari finanziari e clienti è stato affrontato nel nostro ordinamento giuridico da un punto di vista normativo.

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 individuazione delle possibili tecniche normative di gestione dello stesso e per una riflessione critica sulla loro efficacia.

Ci si addentrerà quindi nella evidenziazione dei tratti connotanti i rapporti di intermediazione finanziaria e del conseguente particolare atteggiarsi in essi del conflitto di interessi per poi procedere ad una ricognizione in chiave diacronica della disciplina italiana in tema di conflitti degli intermediari, ricognizione che sarà alla base di una

La responsabilità degli intermediari, Torino, 2008; F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Torino, 2009; A. PERRONE, A. VOIELLO e V. DRAGONE, *La giurisprudenza sul c.d. <<risparmio tradito>>: un'analisi quantitativa*, in A. Perrone (a cura di), *I soldi degli altri*, Milano, 2008, p. 83 e ss.; F. BOCHICCHIO, *Attività bancaria e risparmio gestito: sussiste un conflitto di interessi? Il problema e le suggestioni*, in F. Galgano e F. Roversi-Monaco (a cura di), *Le nuove regole del mercato finanziario*, Padova, 2009; F. MAIMERI, *La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi*, in *Il risparmio*, 2010, 1, p. 58; A. PERRONE e M. MUSITELLI, *La giurisprudenza milanese sul <<risparmio tradito>>: alcuni dati recenti*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 158 e ss. Per un discorso macroeconomico in tema di conflitti di interesse nelle operazioni di investimento cfr., G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, 2011, p. 119 e ss.

² Nel presente lavoro, anche alla luce di tale dato, il tema dei conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento verrà affrontato concentrando l'attenzione sulle situazioni di conflitto degli intermediari finanziari e sulla disciplina per esse prevista, tralasciando altri possibili ambiti di rilevanza della problematica indagata come quello bancario o della gestione collettiva del risparmio.

³ Che l'interesse assegnato alle cure degli intermediari finanziari e presidiato dalla relativa regolamentazione, anche in materia di conflitti di interesse, sia non solo quello individuale dell'investitore, ma anche quello alla affidabilità ed efficienza del mercato è sostenuto, fra gli altri, da G. PRESTI e M. RESCIGNO, *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 14; D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, p. 67 e ss.; R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato, natura del <<potere>> dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in A. Gorassini e R. Tommasini (a cura di) *I maestri del diritto civile*. Salvatore Pugliatti, Napoli, 2016, p. 472; Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, Napoli, 2019, p. 55 e ss. In giurisprudenza, fra le altre, cfr., Cass., 15 marzo 2001, n. 3753, in *Foro it.*, 2002, I, c. 858; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Giur. it.*, 2004, p. 2125; Trib. Firenze, 18 febbraio 2005, in *Redazione Giuffrè*, 2005.

valutazione circa l'adeguatezza e l'efficacia della normativa anche alla luce delle premesse delineate nella prima parte del lavoro.

Le pagine conclusive dello scritto saranno, infine, dedicate ad alcune riflessioni più generali sul rapporto fra normazione dei conflitti di interesse nell'intermediazione finanziaria e tutela dell'efficienza complessiva dei mercati finanziari, riflessioni che, in un quadro volto a considerare il tema dei conflitti degli intermediari in un'ottica di interconnessione fra la prospettiva "micro" e quella "macro", porteranno a soffermare l'attenzione sul diverso livello di intervento e di incidenza rispetto alle due richiamate dimensioni per cui, nella gestione e nel governo di tali conflitti, la disciplina italiana, sulla spinta del contesto europeo, ha negli anni optato.

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 terzi⁴.

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 essenziali⁵. 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

⁴ 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*, cit., p. 42 e ss.

⁵ 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.

opposto che lo stesso, agendo nel perseguimento di interessi contrari a quelli del *principal*, arrechi ad esso un danno⁶.

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 parti⁷, elemento a cui spesso si accompagna una c.d. asimmetria cognitiva⁸. 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 parti⁹. 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 rapporti¹⁰.

⁶ 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.

⁷ In tal senso F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.

⁸ Cfr., Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 44.

⁹ 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.

¹⁰ 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.

Altro tratto ricorrente nei rapporti collaborativi è rappresentato dalla discrezionalità di cui gode l'*agent* nello svolgimento dell'incarico ad esso assegnato¹¹. Si tratta di un elemento caratterizzante tali rapporti in quanto strettamente correlato al tratto dell'asimmetria informativa¹². 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*¹³.

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 interessi¹⁴, individuabile e riconducibile alla 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*¹⁵. L'abuso del conflitto,

¹¹ 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.

¹² 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*>>.

¹³ 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 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.

¹⁴ 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.

¹⁵ 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*,

che per la teoria economica è la naturale conseguenza della tendenza dei soggetti alla massimizzazione della propria utilità¹⁶, giuridicamente si traduce nel compimento di una condotta in violazione del principio di buona fede oggettiva¹⁷, ponendosi l'utilizzo 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 carico¹⁸.

Così inquadrato, da un punto di vista giuridico, il problema dei conflitti di interesse nei rapporti di agenzia¹⁹, diviene per lo studioso del diritto fondamentale

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.

¹⁶ 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.

¹⁷ 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.; F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015; 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 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.

¹⁸ 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>>.

¹⁹ 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

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. Considerazioni in punto di 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 senso²⁰.

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, fondamentalmente rapportate alla previsione di divieti di agire in determinate circostanze, alla prescrizione di stringenti obblighi informativi in favore della parte debole del rapporto contrattuale o, ancora, alla previsione della necessità di preventive istruzioni o autorizzazioni da parte del *principal* per il compimento di determinate operazioni. Il tratto comune di questa prima tipologia di interventi sarebbe quello di muoversi nella direzione di limitare la discrezionalità nell'azione 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 generale²¹.

Per altro verso si è evidenziata la prospettabilità 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

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.

²⁰ 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.

²¹ F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.

funzione deterrente, la commissione delle medesime²². 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 correttezza²³.

Una analisi circa l'efficacia delle descritte tecniche normative orientata alla rilevazione di possibili problematicità riscontrabili nelle stesse – analisi che si mantenga su un piano prettamente giuridico²⁴ e che consenta eventualmente di esprimere una preferenza per l'una o per l'altra tecnica – non può non condurre a constatare 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 situazioni di conflitto, se senz'altro, attraverso un siffatto *modus operandi*, riescono a garantire una maggiore sicurezza delle transazioni²⁵, 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

²² 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.

²³ 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.

²⁴ 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.

²⁵ 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.

soggetto munito di particolare *expertice* e competenze specifiche²⁶. 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 utilità²⁷.

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 responsabilità²⁸. 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. Se, quanto a tale profilo, il prospettato rischio di deresponsabilizzazione dell'*agent* verrebbe chiaramente a ridursi riconoscendo al *principal* la possibilità di agire rispetto a condotte abusive commesse nonostante il rispetto delle prescrizioni formali imposte, seri dubbi permangono in merito alla reale efficacia ed adeguatezza dei suddetti obblighi informativi nella prevenzione dei conflitti caratterizzanti i rapporti fiduciari. Come opportunamente sottolineato, alla luce delle stesse caratteristiche delle relazioni di agenzia, nelle quali un soggetto si rivolge ad un altro soggetto con lo scopo precipuo di affidarsi alla particolare competenza di quest'ultimo, l'imposizione e l'adempimento di obblighi di trasparenza difficilmente riesce a minimizzare l'asimmetria informativa e cognitiva tra le parti e a consentire al titolare dell'interesse

²⁶ F. SARTORI, *Il conflitto di interessi nel diritto dei contratti. Prospettive di analisi economica*, cit., p. 284 e ss.

²⁷ 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.

²⁸ 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.

di valutare a pieno l'agire di controparte disincentivandone effettivamente comportamenti abusivi²⁹.

Quanto 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 generali³⁰. 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 efficace apparato rimediale, 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*³¹. 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

²⁹ 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».

³⁰ 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.

³¹ 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.

nell'ambito di tali rapporti sovente risulta difficile quantificare il pregiudizio subito dal danneggiato, come può risultare difficile quantificare gli stessi vantaggi, spesso indiretti, ottenuti dall'*agent*³². 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 interessi³³, è chiaro come in ordinamenti, come il nostro, fortemente ancorati al riconoscimento di una funzione compensativa del risarcimento³⁴, 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 riferimento³⁵.

Il quadro appena descritto in punto di caratteristiche e criticità delle prospettate tecniche normative di gestione dei conflitti di interesse nei 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 ritenuti propri delle tecniche *ex ante*, in virtù di un presumibile ed auspicabile allentamento degli stessi conseguente alla suddetta combinazione, e,

³² 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>>.

³³ 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).

³⁴ Si ritiene di potersi parlare di una funzione compensativa del risarcimento 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.

³⁵ 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.

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.

Lo stesso descritto quadro, tuttavia, deve, ad avviso di chi scrive, condurre anche ad interrogarsi e a verificare la superabilità di alcune delle rilevate problematicità attraverso possibili affinamenti e rimodulazioni delle tecniche normative prese in considerazione. Avendo, in particolare, riguardo alle tecniche di gestione dei conflitti *ex ante* e all'evidenziato problematico rapporto fra prevenzione degli abusi del conflitto e limitazione dell'autonomia decisionale dell'*agent*, l'interrogativo che si vuole formulare attiene alla configurabilità di tale ultima correlazione come necessaria ovvero alla concepibilità di 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 importante riscontro sul punto, come si illustrerà nel prosieguo dello scritto, può, anzi, deve rinvenirsi proprio nella disciplina dei conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento, oggetto di studio del presente lavoro, la quale, nella sua evoluzione diacronica, fornisce rilevanti indicazioni in merito alla individuazione dei termini in cui la supposta conciliabilità tra tecniche normative *ex ante* e discrezionalità nell'operato dell'*agent* sia prospettabile.

4. L'intermediazione finanziaria nella prestazione dei servizi di investimento fra tratti tipici dei rapporti di agenzia e peculiari caratteristiche strutturali

Volendo addentrarsi nell'analisi dei tratti connotanti i rapporti di intermediazione finanziaria e nella conseguente indagine sul tema dei conflitti di interesse negli stessi, non può non constatarsi come le evidenziate caratteristiche dei rapporti di agenzia, che hanno portato nelle pagine precedenti a porre in luce una sorta di immanenza fisiologica delle situazioni di conflitto nell'ambito dei medesimi, si presentino in modo marcato nella prestazione dei servizi di investimento. Il carattere fiduciario della relazione tra cliente ed intermediario, chiamato ad esercitare un potere decisionale preordinato al perseguimento dell'interesse del primo, si evince e si lega ad una discrezionalità che, per quanto modulata in ragione del tipo di servizio prestato³⁶, indubbiamente

³⁶ Per una disamina sulla diversa ampiezza della discrezionalità dell'intermediario nella prestazione dei vari tipi di servizio da questo erogati cfr., AL. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 71 e ss. (ed ivi ulteriori riferimenti bibliografici), in cui se, da un lato, si evidenzia come ampi siano i margini di autonomia decisionale della società di investimento nell'attività di gestione di portafogli e nella consulenza finanziaria, dall'altro lato, si sottolinea come non possa non ravvisarsi una componente discrezionale anche nei servizi di investimento c.d. esecutivi, quali l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, la ricezione e trasmissione

caratterizza l'attività degli intermediari finanziari, collegandosi tanto all'impossibilità di determinare, al momento dell'instaurazione del rapporto, il preciso contenuto delle obbligazioni di questi ultimi³⁷, quanto alla necessità per il cliente di affidarsi all'esperienza e alle competenze professionali degli stessi. Accanto all'elemento della discrezionalità, ed in stretta interconnessione con esso, chiaramente riscontrabile, soprattutto nei rapporti con gli investitori *retail*, è il ricorrere di asimmetrie informative e cognitive tra le parti, in tali relazioni acuite dalle peculiari caratteristiche dei beni che ne sono oggetto e dalla natura dei servizi prestati³⁸. Il cliente, infatti, generalmente non è in possesso delle informazioni tecniche su titoli ed emittenti e, anche laddove all'uopo informato dall'intermediario, tendenzialmente non vanta quelle competenze che possano permettergli di valutare gli effettivi rischi legati all'investimento ed il conseguente valore del bene oggetto dello stesso³⁹.

Dalle evidenziate caratteristiche dei rapporti di intermediazione finanziaria deriva e si delinea una situazione in cui all'investitore risulterà estremamente difficile, se non impossibile, un controllo efficace dell'operato dell'intermediario nella sua rispondenza al contratto e al proprio interesse, con conseguente possibilità – tipica dei rapporti di agenzia – che insorgano conflitti di interesse legati alla prospettabilità da parte dell'agente dell'opportunità di perseguire un interesse confliggente con quello del cliente e di ricavare da ciò maggiori vantaggi senza essere scoperto.

Il descritto possibile profilarsi di situazioni di conflitto di interessi tende, tuttavia, ad assumere nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, un carattere molto più ricorrente che non in altri rapporti collaborativo-fiduciari, tanto da aver spinto

di ordini o il servizio di collocamento, ove comunque all'intermediario sarà richiesto di effettuare delle scelte con riguardo, ad esempio, alla sede di negoziazione, all'individuazione della controparte, al tempo di esecuzione o al prezzo a cui dare esecuzione all'ordine.

³⁷ Sul punto si vedano le osservazioni di R. COOTER e B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, cit., p. 1048. Sottolinea come l'iniziale indeterminazione dell'obbligazione dell'intermediario dipenda sia dal fatto che il suo contenuto sia legato all'incertezza dell'andamento delle negoziazioni di mercato, sia dagli eccessivi costi che, in virtù di tale incertezza, comporterebbe una predeterminazione puntuale di tutti i possibili poteri conferiti alla società di investimento R. RESTUCCIA, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento tra categorie civilistiche e disciplina di settore*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 3, 2012, p. 20, nt. 29.

³⁸ Lo strumento finanziario ha in sé connotato l'elemento del rischio, che potrà presentarsi in misura più o meno intensa, e, dunque, si attegga quale bene intrinsecamente pericoloso ed "opaco" (cfr., Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 75, e sulle nozioni di "strumento finanziario" e "prodotto finanziario", fra gli altri, G. LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di <<strumento finanziario>>*, Torino, 2009, p. 52 e ss.; A. POMELLI, *I confini della fattispecie <<prodotto finanziario>> nel testo unico della finanza*, in *Giur. comm.*, 2010, II, p. 106 e ss.). Ulteriore elemento di incertezza nella prestazione dei servizi di investimento è legato, poi, al fattore tempo, determinante tanto per poter procedere ad una verifica degli esiti dell'investimento effettuato, quanto per la possibilità che su tali esiti incidano variabili future ed imprevedibili (su tale ultimo aspetto cfr. A. DI GASPARO, *La best execution*, in E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Padova, 2011, p. 1352).

³⁹ Su tali profili cfr., fra gli altri, A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, p. 2 e ss.; A. LUPOI, *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione di investimento*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 1, 2017, p. 69 e ss.

alcuni ad individuare in esso un tratto strutturale dell'attività di intermediazione finanziaria⁴⁰, e ciò in ragione di alcune peculiari caratteristiche di tale attività che, favorendo l'insorgenza di interessi contrapposti fra cliente ed intermediario, si pongono come origine della gran parte dei conflitti connotanti i rapporti in esame. Il riferimento è ai due elementi della natura polifunzionale e della c.d. *dual capacity* degli intermediari finanziari, che, a seguito delle misure di deregolamentazione dei mercati finanziari adottate nel corso degli anni '90, si sono affermati come caratteristiche strutturali dell'attività di prestazione dei servizi di investimento e dei soggetti ad essa abilitati⁴¹.

Quanto al primo di tali elementi, è evidente come l'aver consentito agli intermediari finanziari di erogare tanto i diversi tipi di servizi di investimento quanto servizi di natura bancaria e assicurativa, abolendo la precedente separazione tra banche commerciali ed intermediari finanziari ed avviando un processo di despecializzazione funzionale degli stessi⁴², se, da una parte, ha permesso di garantire un afflusso di liquidità nei mercati azionari⁴³ e di favorire le economie di scala nella produzione dei servizi finanziari⁴⁴, dall'altra parte ha portato all'affermarsi e al consolidarsi di conflitti

⁴⁰ G. STELLA, *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza: principi generali del codice civile e disciplina speciale dei servizi di investimento*, in C. Granelli e G. Stella (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007, p. 4, secondo cui nella disciplina dei servizi di investimento il conflitto di interessi è <<un dato assolutamente normale, strutturale, fisiologico>>. Sulla incidenza del problema del conflitto di interessi quale rilevante aspetto critico della disciplina dell'ordinamento finanziario si vedano le osservazioni di F. CAPRIGLIONE, *Gestioni patrimoniali, asset management, tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2002, p. 461.

⁴¹ Sulla liberalizzazione e deregolamentazione dei mercati finanziari che ha preso avvio nel corso degli anni '90 e sul nesso consequenziale della stessa con il precedente crollo di *Wall Street* del 1987 si vedano le approfondite riflessioni di G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, 2011, p. 119 e ss.

⁴² Precursore rispetto a tale processo è stato il *Financial Service Act* inglese del 1986 (su cui approfonditamente cfr., G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., p. 121 e ss.), con il quale, nell'ambito di una più ampia opera di deregolamentazione e destrutturazione del mercato azionario, si è permesso alle banche di operare allo *Stock Exchange*. Nell'ordinamento statunitense l'abrogazione del *Glass Steagall Act* del 1932, che sanciva la netta separazione tra banche commerciali ed intermediari finanziari, è formalizzata nel 1999 con il *Gramm Leach Bliley Act*, anche conosciuto come *Financial Modernization Act*, con cui si è riconosciuta la legittimità del gruppo bancario polifunzionale, consentendo a banche commerciali e compagnie assicurative l'operatività diretta nei mercati finanziari. In Europa, e, dunque, nel nostro ordinamento, la natura polifunzionale degli intermediari ha trovato un riscontro positivo nella disciplina dei conglomerati finanziari contenuta nella Direttiva 2002/87/CE, recepita con il d.lgs. n. 142 del 2005, e nella successiva Direttiva 2011/89/UE, recepita con il d.lgs. n. 53 del 2014.

⁴³ Che l'obiettivo dell'abolizione del divieto per le banche commerciali di operare sui mercati finanziari sia stato quello di rimuovere un ostacolo alla fluida circolazione della liquidità negli stessi è evidenziato da G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., p. 120 e ss.

⁴⁴ In tal senso M.G. ORLANDO, *Il conflitto di interessi nell'intermediazione finanziaria*, in www.dirittodelrisparmio.it, Osservatorio del Diritto, p. 1, la quale sottolinea come la polifunzionalità degli intermediari abbia offerto il vantaggio di una accentuata diversificazione produttiva e del conseguente consolidarsi di posizioni di mercato che hanno consentito agli istituti di credito di fronteggiare una forte concorrenza internazionale.

di interesse strutturali⁴⁵ che, in molti casi, hanno indotto gli intermediari a spostare sui clienti o sul mercato i rischi di insolvenza dei propri debitori o a preferire l'interesse di un cliente a discapito di quello di un altro⁴⁶.

Quanto alla seconda richiamata caratteristica strutturale rappresentata dalla c.d. *dual capacity* delle società di investimento, non può non constatarsi come l'aver consentito a queste ultime di svolgere attività di *proprietary trading*, rendendo loro possibile l'assunzione della duplice posizione di *dealer*, agente in conto proprio quale venditore/acquirente dello strumento finanziario negoziato, e, contestualmente, di *broker*, operante per conto di terzi nelle medesime negoziazioni⁴⁷, abbia notevolmente contribuito a rendere il conflitto di interessi un fenomeno intrinsecamente radicato nell'intermediazione finanziaria. L'abbandono della regola della *single capacity* degli intermediari, da una dottrina efficacemente collegato alla volontà di attribuire a tali soggetti un potere di intervento volto ad ammortizzare l'eventuale andamento negativo delle contrattazioni e ad evitare così rischi di eccessive oscillazioni dei corsi azionari⁴⁸, ha aperto la strada ad un inevitabile consolidamento delle situazioni di conflitto di

⁴⁵ Ciò è riconosciuto ed affermato nelle stesse fonti europee, laddove nel considerando n. 56 della Direttiva 2014/65/UE (c.d. Mifid II), che riprende il considerando n. 29 della precedente Direttiva 2004/39/CE (c.d. Mifid I), si collega esplicitamente l'aumento delle possibilità di insorgenza di conflitti di interesse nell'intermediazione finanziaria alla <<gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano simultaneamente>>.

⁴⁶ Tra i casi più ricorrenti di situazioni di conflitto di interessi degli intermediari finanziari originate dalla natura polifunzionale degli stessi si annoverano le ipotesi della società di investimento che, avendo fornito credito ad una emittente e svolgendo contestualmente attività di gestione del risparmio, possa essere indotta a favorire il collocamento dei titoli dell'emittente finanziata per assicurare il rimborso del proprio credito; le ipotesi della banca creditrice che svolge contemporaneamente attività di ricerca e che, per sostenere la società sua debitrice, possa essere spinta a rilasciare valutazioni eccessivamente favorevoli sugli strumenti finanziari di quest'ultima con danno dei risparmiatori e del mercato; ancora, le ipotesi della società di investimento che svolga contestualmente attività di gestione di portafoglio o di negoziazione e attività di consulenza o di altro tipo per una società emittente e che possa essere indotta a favorire il collocamento nei portafogli dei clienti dei titoli di quest'ultima al fine di mantenere le relazioni contrattuali con essa esistenti.

⁴⁷ La regola della *single capacity*, volta ad impedire all'intermediario di ricoprire al contempo il ruolo di *dealer* e di *broker*, viene superata con il *Financial Service Act* inglese del 1986, con cui si consente a tale soggetto di scegliere se agire in conto proprio o per conto di terzi nelle negoziazioni con la controparte. La stessa regola viene formalmente eliminata nell'ordinamento statunitense con l'abrogazione del *Glass Steagall Act*. Nel nostro ordinamento l'agire in contropartita diretta da parte dell'intermediario finanziario è ritenuto da una giurisprudenza ormai consolidata uno dei servizi di investimento al cui esercizio tale soggetto <<è autorizzato, al pari della negoziazione per conto terzi, come si evince dalle definizioni contenute nell'art. 1 del d.lgs. n. 58 del 1998>>, per cui <<l'esecuzione dell'ordine in conto proprio non comporta, di per sé sola, l'annullabilità dell'atto ai sensi degli artt. 1394 o 1395 c.c.>>, in tali termini si esprime, fra le altre, Cass., 9 giugno 2016, n. 11876, in *Redazione Giuffrè*.

⁴⁸ Pone bene in luce il collegamento tra il superamento della regola della *single capacity* e la riflessione sul crollo della borsa di New York del 1987, in occasione del quale il divieto imposto agli intermediari <<di agire in proprio anche come *dealer* aveva impedito che potessero far ricorso a titoli in cassa per contrastare la tendenza ribassista alla caduta dei prezzi>>, G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., p. 120 e ss., il quale evidenzia come l'opzione per la *dual capacity* degli intermediari finanziari abbia segnato il passaggio ad un mercato fuori borsa di *market maker* in grado di stabilire regole e modalità di formazione dei prezzi, imponendo prezzi, non negoziati, di rivendita al dettaglio tarati su prezzi all'ingrosso formati tra gli stessi *broker/dealer* in modo opaco ed artefatto.

interesse tra intermediari finanziari e clienti, situazioni di conflitto chiaramente più rilevanti in quei mercati e per quei titoli sganciati dal riferimento a listini ufficiali di borsa, come nell'ipotesi del mercato *over the counter* dei derivati⁴⁹.

L'evoluzione del nostro ordinamento in tema di disciplina dei conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento, di cui ci si occuperà nelle pagine seguenti, può, ad avviso di chi scrive, considerarsi il riflesso di una opportuna considerazione ad opera del legislatore europeo e di quello nazionale delle evidenziate ed affermate caratteristiche di tale attività, dovendosi nutrire pochi dubbi sul fatto che alla base dei più recenti approdi normativi vi sia la presa d'atto della difficoltà, se non dell'impossibilità, di eliminare in radice delle situazioni di conflitto che hanno in definitiva assunto i tratti di un connotato fisiologico-strutturale dei rapporti di intermediazione finanziaria⁵⁰.

5. La disciplina dei conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento. Un'evoluzione verso la valorizzazione della componente discrezionale e fiduciaria del rapporto

Il primo provvedimento normativo con cui il nostro legislatore si è preoccupato di disciplinare i conflitti di interesse degli intermediari finanziari è rappresentato dalla legge n. 1 del 2 gennaio 1991, contenente la prima regolamentazione organica dell'attività di intermediazione finanziaria, nel cui art. 6, lett. g), si prevedeva il divieto per i soggetti autorizzati all'esercizio di tale attività di <<effettuare operazioni con o

⁴⁹ L'agire in contropartita diretta può, ad esempio, indurre l'intermediario finanziario, specialmente nel caso di strumenti finanziari per cui non sono facilmente verificabili le condizioni di mercato, a vendere ai propri clienti titoli illiquidi o particolarmente rischiosi, tenuti in cassa, cercando, fra l'altro, di ottenere il prezzo più alto possibile.

⁵⁰ La tematica, nell'evoluzione diacronica della relativa disciplina e nei diversi suoi ambiti applicativi, è stata sempre più ampiamente indagata in dottrina. Si vedano, all'uopo, fra gli altri, i contributi di F. SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari finanziari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, p. 208 e ss.; G. VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, p. 456 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. 59 e ss.; D. MAFFEIS, *Forme organizzative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione di servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 585 e ss.; ID., *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, p. 71 e ss.; A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, p. 739 e ss.; R. LENER, *Il conflitto di interessi nella gestione di patrimoni, individuali e collettivi*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, p. 429 e ss.; 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.; A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 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.; 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.

per conto della propria clientela>> in presenza di un proprio interesse conflittuale nelle stesse, a meno che il cliente, informato per iscritto della natura e dell'estensione dell'interesse dell'intermediario, non avesse <<preventivamente ed espressamente acconsentito per iscritto>> al compimento dell'operazione⁵¹. Si inaugurava, in tal modo, una tecnica di gestione dei conflitti volta a prevenire il compimento di condotte abusive da parte degli intermediari attraverso la sequenza divieti di azione – obblighi informativi – necessità di autorizzazioni preventive del cliente. Una soluzione normativa che, per quanto ben presto rivelatasi particolarmente rigida ed ingessante l'attività di prestazione dei servizi di investimento⁵², trovò successivamente continuità nella vigenza della disciplina ante Mifid del t.u.f.⁵³.

Quest'ultima normativa, che all'art. 21, comma 1, lett. c), prevedeva l'obbligo per le imprese di intermediazione finanziaria di organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in caso di conflitto, di agire assicurando comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento, era completata da una disciplina secondaria, di cui al Regolamento Consob n. 11522 del 1998, che attribuiva ancora un ruolo centrale agli obblighi informativi, ponendo in capo agli intermediari un divieto di effettuare operazioni in cui avessero un interesse in conflitto con quello del cliente, salvo che quest'ultimo, edotto per iscritto della situazione conflittuale, avesse autorizzato sempre per iscritto l'operazione⁵⁴.

⁵¹ Alcune specificazioni su tale divieto e sulle modalità della comunicazione scritta al cliente erano contenute nella disciplina secondaria, in cui si prevedeva anche un preliminare obbligo per gli intermediari di vigilare <<per l'individuazione dei potenziali conflitti di interesse>> (art. 4 della Delibera Consob del 2 luglio 1991, n. 5387 e successivamente art. 4 del Regolamento Consob del 19 dicembre 1994, n. 8850).

⁵² Sulla rigidità di tale sistema, imperniato sulla necessità per il cliente di fornire di volta in volta l'autorizzazione per consentire il compimento dell'operazione, al cospetto di una <<dinamicità insita nel rapporto contrattuale>>, cfr., R. RESTUCCIA, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento tra categorie civilistiche e disciplina di settore*, cit., p. 6, il quale sottolinea anche come la regola dell'art. 6, lett. g, della l. n. 1 del 1991 non ponesse al riparo l'investitore dalle conseguenze negative di un investimento compiuto dall'intermediario in conflitto di interessi <<seppur con il consenso preventivo rilasciato dal cliente>>, riconducendosi a tale consenso un effetto deresponsabilizzante per l'intermediario.

⁵³ Va menzionata anche la breve parentesi del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, il c.d. decreto Eurosim, il quale, in recepimento della Direttiva 93/22/CEE, all'art. 17, comma 1, lett. c), stabiliva l'obbligo per gli intermediari di organizzarsi <<in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento>>. Sulla falsariga di tale disposizione si porrà successivamente la disciplina ante Mifid del T.U.F. Sulla normativa di cui al d.lgs. n. 415 del 1996 cfr., F. CAPRIGLIONE (a cura di), *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, Padova, 1997.

⁵⁴ L'art. 27, comma 2 del Regolamento Consob n. 11522/1998 disponeva testualmente che <<gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione>>.

Il descritto modello di regolamentazione, che, oltre ad aver mostrato, come accennato, tutta la propria rigidità nell'ingessare notevolmente l'attività degli intermediari, ha dimostrato evidentemente, alla luce dei diversi scandali finanziari nazionali ed internazionali verificatisi agli inizi del nuovo millennio, anche la propria inadeguatezza nel prevenire efficacemente condotte abusive legate a situazioni conflittuali, ha subito significative modifiche con il recepimento nel nostro ordinamento delle due direttive Mifid⁵⁵.

Da tale recepimento è derivata una disciplina in base alla quale attualmente i soggetti abilitati all'esercizio dell'attività di intermediazione finanziaria sono chiamati ad adottare idonee misure organizzative al fine di identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con o tra i loro clienti e al fine di prevenire o gestire tali conflitti in modo da evitare che i medesimi incidano negativamente sugli interessi di questi ultimi (art. 21, comma 1 *bis*, lett. a) e b), t.u.f.)⁵⁶. 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.) prima di dar corso all'operazione⁵⁷.

Le riferite norme del t.u.f., che hanno riprodotto quanto previsto nei commi 1 e 2 dell'art. 23 della direttiva Mifid II, trovano specificazione nella normativa secondaria europea e nazionale ed, 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. È nella disciplina secondaria che sono, fra l'altro, indicate procedure e misure organizzative minime che l'intermediario dovrà

⁵⁵ Si tratta della Direttiva 2004/39/CE (c.d. Mifid I), successivamente modificata ed implementata dalla Direttiva 2006/31/CE e dalla Direttiva 2006/76/CE, e della Direttiva 2014/65/UE (c.d. Mifid II), adottata dal Parlamento Europeo e dal Consiglio il 15 maggio 2014. Per un ampio e generale approfondimento sul recepimento delle direttive Mifid nel nostro ordinamento si veda il lavoro di F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, nonché ID., *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2015, 2, p. 72 e ss.

⁵⁶ È bene sottolineare come gli interventi operati sulla base delle due richiamate direttive, la Mifid I e la Mifid II, si pongano in una sostanziale linea di continuità, dovendosi rilevare come, in tema di conflitti di interesse degli intermediari finanziari, 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*, in *Riv. soc.*, 4, 2018, p. 1100 e ss.

⁵⁷ 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.

adottare per evitare abusi di conflitti nello svolgimento della sua attività, pur rimanendo lo stesso libero di implementare le medesime, tenendo conto della natura e delle dimensioni della sua impresa, per addivenire alle soluzioni più efficienti. Tra tali misure possono richiamarsi 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, ancora la predisposizione di *wacht* 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 conflitti⁵⁸.

Risulta, ad avviso di chi scrive, fondamentale focalizzare l’attenzione sul cambio di impostazione derivato in materia dalle modifiche conseguenti alle direttive Mifid. Il quadro normativo precedente al recepimento della Mifid I era chiaramente incentrato sull’utilizzo di quegli strumenti formal-preventivi che in precedenza abbiamo avuto modo di annoverare fra le tecniche *ex ante* volte a gestire i conflitti attraverso una limitazione dell’autonomia decisionale dell’*agent*⁵⁹. Si poneva, infatti, in capo all’intermediario un divieto generalizzato 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’investimento. Ne risultava un modello di gestione dei conflitti fondato su divieti ed obblighi di astensione, in cui un ruolo centrale venivano ad assumere obblighi informativi preordinati all’ottenimento di autorizzazioni da parte del cliente necessarie per il compimento dell’operazione⁶⁰.

⁵⁸ Per tali ed altre misure, riferite a tutti i servizi di investimento, si vedano le lett. a), b), c), d) ed e) del par. 3 dell’art. 34 del Regolamento delegato (UE) n. 565 del 2017. Con riferimento, invece, solo ad alcune tipologie di attività svolte dall’intermediario si richiamano le regole di organizzazione dettate dagli artt. 36, 37, 38, 39, 40, 41 e 42 del Regolamento delegato (UE) n. 565 del 2017, nonché dall’art. 65 del Regolamento Intermediari. Si segnala, inoltre, il recente riferimento, ad opera dell’art. 8 del Regolamento della Banca d’Italia 5 dicembre 2019 e del richiamo in esso contenuto agli Orientamenti EBA 2018 sulla *governance* interna, all’adozione, nell’ambito delle politiche aziendali di gestione dei conflitti di interesse degli intermediari, di procedure e misure volte ad evitare il c.d. *interlocking*, ovvero l’assunzione da parte dei membri degli organi di amministrazione di <<incarichi amministrativi in enti concorrenti>> (linea guida n. 113, sezione 12, titolo IV, EBA/GL/2017/11). Previsione che va evidentemente nella direzione di raccordare la definizione delle politiche di gestione dei conflitti da parte degli intermediari con il divieto di cumulo di cariche introdotto per il settore finanziario dall’art. 36 del c.d. decreto “Salva Italia” e letto dalle autorità di regolazione competenti all’insegna di un’interpretazione volta ad attribuire rilievo al profilo della tutela della concorrenza in concreto, anche attraverso l’individuazione di soglie quantitative di salvaguardia (cfr. Banca d’Italia, Consob, Ivass, Linee Guida, Criteri per l’applicazione dell’art. 36 del d.l. “Salva Italia” (c.d. “divieto di *interlocking*”), pubblicate il 20 aprile 2012 ed il successivo Aggiornamento dei Criteri per l’applicazione dell’art. 36 del d.l. “Salva Italia”, pubblicato il 21 dicembre 2018. In argomento in dottrina, fra gli altri, V. FALCE, <<Faro Antitrust sui manager con più incarichi>>, in *Il Sole24 Ore*, 4 marzo 2012; F. GHEZZI, <<La nuova disciplina dei legami personali in Italia>>, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2012, 2, p. 197 e ss.)

⁵⁹ Cfr., *supra*, il par. 3 del presente lavoro.

⁶⁰ G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, 2011, p. 122, evidenzia un declassamento della soluzione dei conflitti di interesse nell’intermediazione finanziaria <<da problema macro-strutturale del funzionamento del mercato>>, connesso alla generale capacità operativa

Con le direttive Mifid il legislatore europeo, prendendo molto probabilmente atto dell'inevitabilità di situazioni di conflitto di interessi insite nelle stesse caratteristiche strutturali dell'attività di intermediazione finanziaria⁶¹, si è orientato verso un'opzione normativa in cui è venuta a cadere la centralità degli obblighi informativi, che sono stati degradati a meramente eventuali, ed in cui ad assumere un ruolo preminente sono obblighi di tipo organizzativo con cui si impone all'intermediario di prevenire o gestire le situazioni di conflitto in modo da evitare che le stesse pregiudichino gli interessi del cliente⁶².

È fondamentale cogliere a pieno nella sua essenza il descritto passaggio nella disciplina dei conflitti di interessi degli intermediari finanziari. In essa si è 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 ad un modello di regolamentazione propenso a consentire all'intermediario di compiere l'operazione pur in presenza di conflitto e senza bisogno di comunicazione al cliente, imponendo tuttavia a tale soggetto l'adozione di misure organizzative idonee ad evitare che il suddetto conflitto sfoci in abuso 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

riconosciuta agli intermediari (*dual capacity*), <<a problema micro-comportamentale bilaterale >> risolto attraverso la tecnica giuridica contrattuale.

⁶¹ Nel senso di rinvenire un collegamento tra le modifiche introdotte con le direttive Mifid e la presa d'atto della inevitabilità dei conflitti di interesse nell'intermediazione finanziaria, cfr. B. INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto di interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2009, 7, p. 976 e ss., il quale evidenzia come l'evoluzione della normativa di settore sia stata influenzata dalla valutazione del conflitto di interessi nell'intermediazione finanziaria <<alla stregua di una situazione fisiologicamente inevitabile>>. In direzione analoga, A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, cit., p. 9, la quale sottolinea come il cambio di disciplina nel senso della valorizzazione delle regole di organizzazione sia da ricollegarsi ad un aperto apprezzamento del conflitto di interessi quale <<sostrato strutturale delle attività degli intermediari e dei mercati>>.

⁶² In merito all'impostazione adottata con le direttive Mifid si vedano S. SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, cit., p. 121 e ss.; L. ZITIELLO (a cura di), *La MiFID in Italia. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007; V. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 499; A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, cit., 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*, cit., 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.; M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. Capriglione (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, II, Padova, 2010, p. 809 e ss.; ID., *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in F. Capriglione (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, cit., p. 187 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*, cit., 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*, cit., 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.

misure adottate non siano in grado di scongiurare il rischio di comportamenti opportunistici⁶³.

Per quanto le modifiche apportate alla disciplina dei conflitti degli intermediari a seguito dell'adozione delle direttive Mifid abbiano suscitato reazioni da parte della dottrina non sempre favorevoli al nuovo approccio accolto⁶⁴, si ritiene di dover sottolineare come il percorso più recentemente intrapreso dal legislatore europeo e da quello nazionale presenti due rilevanti aspetti di apprezzabilità fra loro intrinsecamente connessi e strettamente legati al discorso in precedenza svolto in punto di tecniche di gestione dei conflitti di interesse nei rapporti di agenzia.

La attuale normativa sui conflitti di interesse dei prestatori di servizi di investimento è, innanzitutto, la dimostrazione della possibilità di ricorrere nei rapporti di agenzia ad interventi preventivi di condotte opportunistiche incidenti in minor misura sull'autonomia decisionale dell'*agent* nello svolgimento dell'incarico ad esso conferito.

⁶³ 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.

⁶⁴ Diverse le voci critiche rispetto all'impostazione inaugurata con la Mifid I, in merito cfr., S. FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, p. 136 e ss., secondo cui le regole organizzative potrebbero comportare una deresponsabilizzazione degli intermediari, ove fosse ritenuto sufficiente il rispetto delle procedure per esonerare gli stessi da responsabilità in caso di danno al cliente. Il pericolo di una deresponsabilizzazione dell'intermediario finanziario ad opera del nuovo approccio adottato è evidenziato anche da F. DENOZZA, *I conflitti di interesse nei mercati finanziari*, cit., p. 166, da F. LUCARELLI, *Introduzione*, in AA.VV. (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Napoli, 2010, p. 21, che ritiene che il legislatore comunitario abbia voluto tutelare gli intermediari per evitare di bloccarli eccessivamente nelle loro attività e da L. INCORVATI, *Banche e risparmio: le rigidità della MiFID ingabbiano i clienti*, in *ilsole24ore.com*, secondo cui l'investitore in sede di giudizio non potrà agevolmente dimostrare che il danno subito è connesso all'agire dell'intermediario se effettivamente questi risulta aver agito secondo le regole previste dalla disciplina di derivazione comunitaria. Altri profili di contestabilità sono stati rilevati da R. RAZZANTE, *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, cit., p. 63, che sottolinea come sia impossibile ritenere, vista l'indefinibile mole di potenziali conflitti tra intermediari e clienti, che il legislatore o che l'intermediario possano individuare le situazioni dalle quali proteggere il cliente. Rileva come la nuova disciplina non garantisca il massimo grado di terzietà e indipendenza nella tutela dell'investitore, avendo delegato le attività di individuazione delle ipotesi di conflitto e di valutazione di adeguatezza delle misure organizzative adottate allo stesso intermediario M.G. ORLANDO, *Il conflitto di interessi nell'intermediazione finanziaria*, cit., p. 10. Un problema di arretramento della tutela dell'investitore viene evidenziato anche da G. PRESTI e M. RESCIGNO, *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento: diagnosi e terapie*, in *assbb.it*. Critica l'opinione di A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, cit., p. 20, la quale ritiene che il risparmiatore sia stato <<traghetato dall'incompiuto mito illuminista della trasparenza al mito efficientista della compliance, rischiando di far rimpiangere l'antico e spregiato 'paternalismo burocratico'>>. Diversa l'opinione di Al. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 82, secondo cui il nuovo sistema ha dato prova di una buona riuscita, in quanto <<per un verso, ha portato ad un innalzamento del livello di attenzione degli intermediari verso le aree aziendali a rischio (...) e, per altro verso, ha continuato ad individuare nelle *rules of conduct* il criterio normativo per risolvere la disputa giudiziale tra l'intermediario ed il cliente danneggiato>>.

Risulta, ad avviso di chi scrive, chiaro, infatti, come le due modalità di intervento succedutesi nella disciplina in discorso si differenzino sostanzialmente proprio per il diverso approccio nel rapporto con l'elemento della discrezionalità riconosciuta a tale soggetto. 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 discrezionali. 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 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 azione e degli obblighi informativi in favore di una valorizzazione degli obblighi organizzativi va chiaramente nella direzione di preservare maggiormente l'autonomia decisionale dei soggetti abilitati cercando al tempo stesso di assicurarne l'indipendenza⁶⁵.

Queste considerazioni consentono di dare una risposta all'interrogativo posto in precedenza, con riguardo ai rapporti di agenzia in generale, circa la possibilità di prefigurare interventi normativi di amministrazione dei conflitti di interesse meno impattanti in termini limitativi sul tratto essenziale della discrezionalità dell'*agent*. La apprezzabilità della attuale regolamentazione in materia di intermediazione finanziaria si ricollega, dunque, alla messa in campo di una modalità di intervento *ex ante* sui conflitti che, attenuando la compressione della capacità operativa del gestore, tende a preservare i vantaggi per il cliente insiti nella discrezionalità riconosciuta a tale soggetto e a favorire una conciliazione fra prevenzione degli abusi e salvaguardia dell'autonomia decisionale dell'intermediario, che si pone in linea con le medesime enunciazioni di principio accolte nel t.u.f. a seguito del recepimento della Mifid I⁶⁶.

⁶⁵ La tendenza ad incidere in minor misura sulla discrezionalità caratterizzante le relazioni di agenzia 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.*, 2016, 1, p. 64 e ss.

⁶⁶ Con il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, di recepimento della Direttiva 2004/39/CE e della normativa secondaria allegata, tra i principi contenuti nel t.u.f. è stato introdotto quello della <<valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati>> (art. 6, comma 1, lett. a).

La seconda correlata ragione per cui il cambio di impostazione avutosi con le Mifid nella disciplina dei conflitti degli intermediari si ritiene debba essere positivamente valutato è riconducibile alla riduzione del rilievo dell'informazione e dell'interazione fra prestatore dei servizi di investimento e cliente sulle scelte relative alle operazioni in conflitto in favore della valorizzazione dell'elemento fiduciario caratterizzante le relazioni in discorso. Il passaggio da un sistema imperniato su regole di trasparenza ad un sistema in cui, rese queste ultime residuali, centrali divengono regole di organizzazione è indice della presa d'atto da parte del legislatore della scarsa efficacia degli obblighi informativi nella soluzione dei conflitti di interesse caratterizzanti i rapporti fiduciari. Viene abbandonata, in altri termini, l'idea che attraverso l'informazione si riesca a garantire la tutela del risparmiatore e l'adozione da parte dello stesso di scelte di investimento consapevoli⁶⁷ e si attribuisce la dovuta rilevanza alla natura fiduciaria di rapporti in cui un soggetto, il cliente (soprattutto quello *retail*), si rivolge ad un altro soggetto, incaricandolo della gestione di un proprio interesse, con lo scopo di affidarsi alla competenza e capacità decisionale di quest'ultimo e non di ricevere da esso informazioni preordinate ad una scelta razionale⁶⁸. La marginalizzazione degli obblighi di trasparenza, evidente nel nuovo impianto della disciplina dei conflitti di interesse degli intermediari⁶⁹, si muove chiaramente in questa direzione, rispondendo all'apprezzabile intento di rinvenire strumenti più adeguati – in quanto maggiormente confacenti alle caratteristiche del rapporto – nella prevenzione delle possibili condotte abusive delle imprese di

⁶⁷ Idea, invece, anche recentemente abbracciata dalla giurisprudenza. In diverse pronunce si continua a sostenere, infatti, che gli obblighi informativi imposti all'intermediario sono finalizzati non solo a consentire di individuare e proporre le forme di investimento più appropriate al profilo dell'investitore, ma anche ad assicurare che quest'ultimo sia posto nelle condizioni migliori per valutare autonomamente le soluzioni proposte ed effettuare così una scelta consapevole, cfr., fra le altre, Cass., 17 novembre 2016, n. 23417, in *De Jure*; Cass., 16 novembre 2018, n. 29607, in *De Jure*.

⁶⁸ La dottrina ha ben evidenziato come difficilmente il risparmiatore, per quanto informato anche in modo dettagliato dall'intermediario, sia realmente consapevole dello strumento finanziario in cui sta investendo, dei rischi connessi all'operazione di investimento e della reale natura del conflitto di interessi denunciato. Sul punto si vedano, fra gli altri, C.A. RUSSO, *Il caso Parmalat: tra conflitto di interesse del lead manager e tutela risarcitoria*, in *Giur. comm.*, 2007, II, p. 1252 e ss.; 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.

⁶⁹ La marginalizzazione delle regole di trasparenza nella disciplina dei conflitti di interesse degli intermediari e la volontà legislativa di incentrare tale disciplina principalmente su regole di organizzazione, risultante dalla predisposizione di regole volte ad imporre la comunicazione della situazione del conflitto solo allorché l'intermediario ritenga che le misure organizzative adottate non siano sufficienti ad evitare il rischio di nocumento agli interessi del cliente, trova conferma anche nella normativa secondaria ove è previsto che l'eccessivo ricorso all'informazione nei confronti di quest'ultimo integra una carenza della politica sui conflitti di interesse dell'impresa di investimento (art. 34, comma 5, Regolamento delegato (UE) n. 565/2017) sanzionabile in via amministrativa ai sensi degli artt. 190 e 191 *bis* del t.u.f.

investimento, volti principalmente a responsabilizzare il fiduciario nella gestione dell'interesse a lui affidato e nell'esercizio della sua autonomia decisionale in merito alle scelte di investimento da effettuare per conto del cliente.

Il riscontro positivo che in queste pagine si è espresso nei confronti dell'attuale normativa sui conflitti di agenzia nell'intermediazione finanziaria, motivato dalle modalità operative delle tecniche di gestione *ex ante* del conflitto per cui con essa si è optato e dalla considerazione delle peculiari caratteristiche della medesima attività di prestazione dei servizi di investimento, se, da un lato, porta a guardare con favore ad una linea di tendenza volta ad eliminare eccessivi formalismi e rigidità nell'azione dei fiduciari e a lasciare agli stessi maggiori margini di operatività, dall'altra parte, si ritiene si associ ancor di più alla necessità della predisposizione di un adeguato apparato rimediale, che sia in grado di intervenire efficacemente *ex post* rispetto a comportamenti opportunistici posti in essere dagli intermediari. Alla valorizzazione dell'autonomia decisionale di questi ultimi dovrà, in altri termini, accompagnarsi un sistema di controllo sulle condotte da essi perpetrate che, interagendo con le regole di organizzazione dettate in chiave preventiva degli abusi, assicuri che dal nuovo quadro normativo derivi una effettiva responsabilizzazione delle imprese di investimento e non l'effetto inverso di una loro deresponsabilizzazione derivante dal formale rispetto degli obblighi organizzativi imposti. Il dibattuto tema della responsabilità degli intermediari per il compimento di condotte abusive, in tal modo solo accennato e che per la sua complessità non potrà essere approfondito nel presente lavoro, dovendosene rinviare lo sviluppo ad altra sede, comporterà nel suo svolgimento un'indagine, per un verso, chiaramente veicolata dagli strumenti civilistici generali, anche alla luce della carenza di specifiche indicazioni nella disciplina di settore sul punto dei rimedi, e, per altro verso, condotta facendo applicazione di principi e criteri generali (che lo stesso t.u.f. richiama nell'art. 21)⁷⁰, che consentano una valutazione del comportamento dell'intermediario non limitata alla sola verifica circa l'ottemperanza da parte dello stesso alle previste prescrizioni organizzative e formali.

6. Efficienza del mercato finanziario e regolazione dei conflitti di interesse

Si ritiene opportuno svolgere, a conclusione del lavoro, delle riflessioni più generali sulla tematica indagata che, prendendo le mosse da alcuni elementi evidenziati nello scritto e da una lettura attenta alla loro concatenazione storica e logica, offrano una visione in grado di contemplare e raccordare gli aspetti "micro" e "macro" involti nella medesima tematica.

⁷⁰ Il comma 1, lett. a) dell'art. 21 del t.u.f. prevede, in particolare, che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento i soggetti abilitati debbano <<comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati>>.

Si è avuto modo di constatare, nelle pagine precedenti, come, in conseguenza delle misure di deregolamentazione dei mercati finanziari adottate nel corso degli anni '90, si sia assistito, a livello internazionale, ad un allentamento del rigore in merito ad alcune preesistenti limitazioni generali della capacità operativa degli intermediari finanziari, propendendosi, a partire da un certo momento storico, per il riconoscimento di una natura polifunzionale di tali soggetti e per l'attribuzione agli stessi della c.d. *dual capacity*, volta a consentire un loro possibile duplice posizionamento nelle contrattazioni in qualità di *dealer* e di *broker*⁷¹.

La direzione così intrapresa se, da una parte, è stata giustificata, come visto, dalla ritenuta possibilità di ricavare da una siffatta estensione della capacità operativa degli intermediari alcuni effetti positivi sulla gestione dei mercati finanziari, in particolare in termini di potenziamento dell'afflusso di liquidità negli stessi, di agevolazione delle economie di scala nella produzione dei servizi finanziari e di possibilità di interventi con effetto di ammortizzatore sull'andamento dei corsi azionari ad opera dei medesimi intermediari⁷², dall'altra parte, ha portato ad un consolidamento e ad una accettazione del conflitto di interessi quale elemento fisiologico-strutturale nell'attività di intermediazione finanziaria. Le situazioni di conflitto connotanti i rapporti fra società di investimento e clienti, perlopiù riconducibili, come in precedenza evidenziato, alle due richiamate caratteristiche strutturali affermatesi nella prestazione dei relativi servizi da parte delle prime, sono in tal modo divenute insite nell'attività degli intermediari finanziari, profondamente radicate in essa quali elementi "naturali" della stessa⁷³.

Si è opportunamente ed efficacemente rilevato come la scelta di una siffatta opzione normativa e l'evidenziato quadro derivatone abbiano determinato come conseguenza, si potrebbe dire necessaria, il declassamento della soluzione dei conflitti tra intermediari e clienti <<da problema macro-strutturale del funzionamento del mercato a problema micro-comportamentale, da risolversi contrattualmente>>⁷⁴. In una situazione in cui la risposta al conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento non è stata più ricercata sul piano "macro" di <<una regolazione generale e astratta (...) dei rischi sistemici indotti dalla confusione dei ruoli>>⁷⁵ e di una limitazione generale della capacità operativa degli agenti, tale risposta si è necessariamente spostata ed incentrata sul piano "micro" della gestione dei singoli rapporti intermediario-cliente, attraverso l'imposizione al primo di obblighi

⁷¹ Su tali profili si veda *supra*, il paragrafo 4 del presente lavoro.

⁷² Si rinvia in merito all'approfondito lavoro di G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., p. 120 e ss.

⁷³ Rileva come nella prestazione dei servizi di investimento possa dirsi <<normale>> che l'intermediario agisca in conflitto di interessi, in quanto è proprio nell'ambito delle potenziali fonti di conflitto che si prospettano le migliori opportunità di investimento R. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, p. 431; ID., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, cit., p. 313.

⁷⁴ In tali termini G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., p. 122.

⁷⁵ G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., p. 122.

comportamentali, quali ad esempio gli obblighi di informativa, esplicitanti rilievo nell'ambito della relazione negoziale bilaterale. La centralità che, come visto, nella disciplina *ante* Mifid sui conflitti di interessi degli intermediari finanziari rivestiva la sequenza divieti di azione-obblighi di trasparenza-necessità di autorizzazione fornisce un evidente riscontro di come effettivamente, in quegli anni, l'attenzione si sia principalmente rivolta alle singole transazioni concluse e al loro governo, e ciò necessariamente in un'ottica di garanzia dell'efficienza complessiva dei mercati finanziari, oltre che di tutela del cliente delle società di investimento. Di fronte alla consapevole rinuncia ad una regolazione preventiva e generale di contrasto dei conflitti di agenzia nell'intermediazione finanziaria, ci si è rivolti ad una gestione di tali conflitti che, quasi per forza di cose, ha affidato la realizzazione dell'obiettivo macroeconomico del corretto ed efficiente funzionamento del sistema generale ad interventi esplicitanti su un piano micro-contrattuale, aventi immediatamente di mira l'efficienza dei singoli rapporti negoziali⁷⁶. Convergenti con tale prospettiva si mostrano le opinioni di quanti, da più parti, hanno sottolineato il collegamento tra la disciplina contrattuale europea in materia di intermediazione finanziaria e la tutela dell'interesse generale all'integrità del mercato⁷⁷, riconducendo, alcuni di costoro, espressamente la figura dell'intermediario finanziario a quella del titolare di un ufficio di diritto privato cui è affidato il compito

⁷⁶ Seppur nell'ambito di un discorso riferito ai problemi della società per azioni, in termini senz'altro più generali, F. DENOZZA e A. STABILINI, *Due visioni della responsabilità sociale dell'impresa, con una applicazione alla società benefit*, Intervento presentato all'8° Convegno "Il diritto commerciale verso il 2020: i grandi dibattiti, i grandi cantieri aperti", tenutosi a Roma il 17 e 18 febbraio 2017, p. 3 e ss., evidenziano come il passaggio dall'attenzione per il funzionamento del mercato complessivo alla centralità della transazione sia proprio di tutto lo stile giuridico neoliberale, per il quale <<essenziale>> è <<governare le singole transazioni>>, in quanto <<se si riesce ad indirizzare i soggetti verso la stipulazione delle transazioni più efficienti, la somma di tali transazioni genererà complessivamente efficienza, senza necessità di alcun intervento sulla configurazione generale del mercato>>. La principale critica che tali A. muovono ad una siffatta impostazione è riferita al fatto che <<una cattiva astrazione delle singole transazioni>> rispetto alla totalità di cui sono parte può indurre, come a loro parere rivelatosi nella crisi del 2007-2008, <<a sottovalutazione e addirittura a ignoranza dei problemi generali di funzionamento del sistema>>.

⁷⁷ Tale collegamento è rilevato, fra gli altri, da R. LENER e P. LUCANTONI, *Art. 21. Criteri generali*, in M. Fratini e G. Gasparri (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Torino, 2012, t. 1, p. 376, ove si legge che <<l'istanza di tutela del contraente c.d. debole mira, sul piano negoziale, a riequilibrare la posizione di asimmetria informativa tra le parti e a contenere i costi di agenzia connessi all'attività di investimento e, nella prospettiva macroeconomica, a garantire la corretta allocazione del risparmio e l'efficienza dei mercati finanziari>>; C. RABITTI BEDOGNI, *art. 21, comma 1, lett. a e b*, in C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria*, Milano, 1998, p. 170; A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, p. 760; G. PRESTI e M. RESCIGNO, *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 14; con più generale riferimento a tutta la disciplina contrattuale europea, cfr., N. LIPARI, *Introduzione*, in ID. (a cura di), *Diritto privato europeo*, Padova, 1997, p. 14, secondo cui <<la comunità utilizza strumentalmente le regole contrattuali allo scopo di conformare l'attività d'impresa a comuni regole del gioco, creando la disciplina giuridica del mercato>>. Il nesso tra la protezione dell'interesse del singolo contraente ed il perseguimento dell'interesse generale all'integrità dei mercati è stato ben evidenziato anche in giurisprudenza, cfr., fra le altre, Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Giur. comm.*, 2008, II, 3, p. 604; Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Giust. civ.*, 2008, 12, p. 2775; Cass., 19 febbraio 2018, n. 3962, in *Giust. civ. Mass.*, 2018.

di perseguire, oltre che l'interesse del cliente, quello del sistema ad una gestione efficiente delle risorse finanziarie immesse nello stesso⁷⁸.

Data una siffatta ricostruzione dei profili "micro" e "macro" involti ed interconnessi nella tematica del conflitto di interessi nell'intermediazione finanziaria, si ritiene, ad avviso di chi scrive, di dover constatare come il cambio di impostazione operato con le direttive Mifid nella gestione del suddetto conflitto acquisti un particolare rilievo anche rispetto alle osservazioni svolte in queste ultime pagine.

Il punto all'uopo non trascurabile attiene alla modifica, rispetto alla disciplina *ante* Mifid, delle modalità con cui nell'attuale normativa si cerca di giungere all'efficiente governo delle transazioni tra cliente ed intermediario e di perseguire il corretto funzionamento del sistema complessivo. Come evidenziato in precedenza, da una impostazione volta ad amministrare i conflitti di interesse attraverso una preminenza di regole ed obblighi comportamentali aventi rilievo ed esplicazione nell'ambito del rapporto negoziale bilaterale risparmiatore-società di investimento si è passati ad un sistema che, rendendo tali regole residuali, si affida ad una gestione del conflitto imperniata principalmente su obblighi organizzativi, imposti agli intermediari finanziari "a monte" rispetto alle singole negoziazioni. Obblighi che, dunque, non si collocano più su un piano contrattuale bilaterale, inserendosi in una fase, precedente all'instaurazione e allo svolgimento del rapporto con il cliente, attinente alla più generale individuazione e predisposizione della struttura organizzativa ed operativa dell'intermediario⁷⁹.

Il descritto cambio di impostazione deve, ad avviso di chi scrive, segnalarsi per i riflessi che da esso derivano nel quadro di una visione attenta all'interazione fra le prospettive "micro" e "macro" nella disciplina della prestazione dei servizi di investimento ed apprezzarsi, entro una siffatta visione, per l'adozione di un livello di intervento rispetto al problema dei conflitti di interesse degli intermediari finanziari più adeguato e rispondente alle caratteristiche e alle cause di tali situazioni di conflitto. Alla base della più recente opzione normativa si vuole, in particolare, intravedere l'opportuna considerazione ad opera del legislatore europeo e nazionale del fatto che il formarsi di situazioni di conflitto nell'intermediazione finanziaria derivi principalmente da condizioni di tipo sistemico connesse a variabili macrostrutturali, considerazioni da cui è scaturito un approccio al problema teso a prediligere un livello

⁷⁸ Si veda R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato, natura del "potere" dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in AA.VV. (a cura di), *I Maestri italiani del diritto civile*. Salvatore Pugliatti, Napoli, 2016, p. 472; D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in ID. (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014, p. 3 e ss.; ID., *La natura e la struttura dei contratti d'investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, p. 67 e ss.

⁷⁹ Cfr. G. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, cit., p. 217, il quale sottolinea come il trattamento dei conflitti di interesse sia stato posto su un piano procedimentalizzato nel quadro dell'attività dell'intermediario sulla base di uno schema di gestione organizzativa e a monte dei conflitti di interesse.

di intervento che potremmo definire “intermedio” tra le dimensioni “micro” e “macro” richiamate. È ciò che si riscontra nella scelta di affrontare il tema dei conflitti di agenzia allontanandosi dalla prospettiva particolare dell'imposizione di regole comportamentali nello svolgimento del singolo rapporto negoziale ed orientandosi verso un'azione volta ad incidere sul più ampio piano della definizione degli assetti organizzativo strutturali delle società di investimento. In tale scelta si rinviene, in definitiva, l'apprezzabile tentativo di fare ricorso ad un tipo di approccio che, per il livello di intervento a cui tende a collocarsi, mostri una maggiore efficacia di risposta rispetto ad un problema, quello dei conflitti degli intermediari, inscindibilmente connesso a profili generali di struttura e di funzionamento del mercato finanziario.