

**2 0 0 8**



**Seminario  
interdisciplinare  
sul tema  
Etica, economia e  
diritto**

**Genova, 9 gennaio 2009**

**EQUITÀ ED EFFICIENZA NELLA  
FORMULAZIONE DELLE NORME  
GIURIDICHE (IL CASO DEL CONFLITTO  
DI INTERESSI DEGLI INTERMEDIARI)**

**SOMMARIO:**

1. Etica, economia e diritto: il dibattito su equità ed efficienza nella formulazione delle norme giuridiche ( <i>fairness v. welfare</i> ).....	2
2. <i>Segue</i> . Prima tesi estrema: soltanto il criterio di Pareto deve essere tenuto presente dal legislatore.....	3
3. <i>Segue</i> . Seconda tesi estrema: il criterio di Pareto confligge con i valori di libertà. ....	4
4. <i>Segue</i> . Posizioni intermedie .....	5
5. La disciplina dei conflitti di interesse nei servizi di investimento: premessa. ....	7
6. <i>Segue</i> . Dalla legge SIM alla Direttiva ISD e al suo recepimento in Italia. ....	9
7. <i>Segue</i> . La direttiva MiFID e il suo recepimento in Italia .....	11
8. Il caso limite: la comunicazione del conflitto di interessi elimina sempre la responsabilità dell'intermediario? .....	12
<i>Riferimenti bibliografici</i> .....	14

**1. Etica, economia e diritto: il dibattito su equità ed efficienza nella formulazione delle norme giuridiche (fairness v. welfare)**

In Italia il dibattito sul ruolo dell'etica nel diritto societario e dei mercati finanziari è oggi assai ampio e verte su molteplici temi, quali ad esempio la possibilità di esercizio dell'impresa per il perseguimento di fini etici<sup>1</sup>, l'utilità dei c.d. codici etici<sup>2</sup>, il valore dell'informazione non finanziaria<sup>3</sup>; l'etica della finanza<sup>4</sup>.

In questo quadro, una discussione di grande interesse, di cui si dà conto qui di seguito, ha a che fare con un elemento di *policy* legislativa suggerito dall'analisi economica del diritto. Il dilemma è il seguente: se il legislatore, nella formulazione delle norme giuridiche, debba perseguire il solo fine di allocare nel modo più efficiente le risorse, ovvero debba tenere in considerazione elementi che attengono all'etica: in particolare le categorie della "giustizia" e della "equità" (come variamente definite nell'ambito di tale discussione)<sup>5</sup>. Su questi temi è in atto un ampio confronto nella letteratura statunitense, del quale si ha notizia anche in Italia<sup>6</sup>.

Il nodo della discussione è la validità del criterio di efficienza Paretiana per la valutazione delle norme giuridiche. Secondo tale criterio, quando ciascun individuo preferisce un'alternativa *x* a un'alternativa *y*, allora l'alternativa *x* risulta socialmente preferibile.

---

1 In argomento, su posizioni divergenti, BUONOCORE, *Etica degli affari e impresa etica*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 181; ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, 113 ss..

2 Sui quali è assai critico ROSSI, *Il conflitto*, cit., 71 ss.

3 Cfr. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 585

4 CAPRIGLIONE, *Cultura della responsabilità ed etica della finanza*, in CONTE (a cura di), *La responsabilità sociale dell'impresa*, Bari, 2008, 138.

5 Cfr. *infra*, par. 2-4.

6 DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 331.



Schematizzando, il dibattito vede coinvolti studiosi su posizioni “conseguenzialiste” e su posizioni “deontologiche” (*consequentialists v. deontologists*)<sup>7</sup>. Le loro tesi possono essere sintetizzate con riferimento al ruolo da assegnare al criterio di Pareto. Vi sono dunque due tesi “estreme” e varie tesi “intermedie”.

Si riporterà poi un esempio paradigmatico di attività legislativa in un settore nel quale la tensione tra efficienza ed equità è particolarmente avvertita: la regolamentazione dei servizi di investimento e in particolare del conflitto di interessi degli intermediari<sup>8</sup>.

## **2. Segue. Prima tesi estrema: soltanto il criterio di Pareto deve essere tenuto presente dal legislatore.**

La prima tesi estrema è rappresentata dagli studi di Kaplow e Shavell. Essi hanno sostenuto, in particolare in un noto articolo del 2001<sup>9</sup>, che le scelte di *policy* devono essere effettuate esclusivamente sulla base del criterio del benessere individuale. Essi analizzano gli argomenti dei principali sostenitori delle tesi basate sull’equità, quali ad esempio Rawls, Kant e Fried. Secondo Kaplow e Shavell, ogni considerazione basata su valori morali quali equità e giustizia conduce, in certi casi, al risultato di ridurre il benessere individuale di ciascuno. Gli autori formulano una serie di esempi nel campo dei *torts*, dei contratti, del diritto processuale e dell’*enforcement* delle norme, per dimostrare il loro assunto contrario alle posizioni dei c.d. *fairness advocates*. Nel campo dei contratti, in particolare, si prendono in esame contratti completi e incompleti e i possibili rimedi risarcitori, in forma specifica o per equivalente (*specific performance, reliance damages*,

---

7 Un’ampia rassegna delle posizioni di studiosi consequentialists e .deontologists in DORFF, *Why welfare depends on fairness: a reply to Kaplow and Shavell*, 75 S. Cal. L. Rev. 847 (2001)

8 *Infra*, par. 5-8.

9 KAPLOW – SHAVELL, *Fairness Versus Welfare*, 114 Harv. L. Rev., 961 (2001); gli autori difendono le proprie tesi, nell’ambito della successiva ampia discussione scientifica, in KAPLOW – SHAVELL, *Fairness versus Welfare: Notes on the Pareto Principle, Preferences, and Distributive Justice*, 32 J. Legal Stud., 331 (2003)

*expectations damages*). In varie ipotesi le soluzioni che principi di *fairness* suggerirebbero hanno come risultato un'inefficiente allocazione delle risorse. In altre parole, una violazione del criterio di Pareto<sup>10</sup>. Secondo gli autori dare spazio a criteri di equità significa accettare la conclusione che ogni individuo possa vedere peggiorata la sua posizione. Essi ritengono che le nozioni di equità proposte in letteratura – nonostante le tesi dei *deontologists* trovino molte adesioni – non giustifichino affatto l'abbandono dei criteri consequenzialisti<sup>11</sup>.

### **3. *Segue*. Seconda tesi estrema: il criterio di Pareto confligge con i valori di libertà.**

La seconda posizione estrema nega in radice la validità del criterio di Pareto come strumento per la valutazione del benessere sociale. L'accento è posto sui valori di libertà individuale, il cui rispetto viene ritenuto incompatibile con esso.

Questa posizione è ben rappresentata da un celebre esempio formulato da Sen nel 1970. Sen immagina la situazione di due individui (1 e 2) alle prese con la lettura di un libro scandaloso (nell'esempio, *L'amante di Lady Chatterley*). Ci sono tre alternative: solo 1 lo legge ( $x$ ), solo 2 lo legge ( $y$ ), nessuno lo legge ( $z$ ). L'individuo 1 è un puritano e dunque preferirebbe che nessuno leggesse il libro, ma se deve scegliere tra  $x$  e  $y$  sceglie  $x$ . L'individuo 2 preferirebbe che ciascuno potesse leggere il libro, piuttosto che nessuno lo leggesse; comunque tra  $x$  e  $y$  sceglie  $x$ . L'autore ragiona sulle preferenze individuali e dimostra che se si dà spazio a valori di libertà la soluzione sulla base del criterio di Pareto è impossibile. Infatti dovendo scegliere tra  $x$  e  $y$  va scelta la soluzione  $x$ , poiché per entrambi gli individui essa è preferita a  $y$ . Peraltro per i valori di libertà non si può imporre la lettura all'individuo 1, quindi  $z$  va preferito a  $x$ . Ancora: l'individuo 2 deve avere la possibilità di leggere il libro, quindi  $y$  è da preferire a  $z$ . Se però  $y$  è preferito a  $z$ , e  $z$  a  $x$ , il risultato è contrario al criterio di Pareto, dal momento che

---

10 KAPLOW – SHAVELL, *Fairness Versus Welfare*, cit., spec. 1102 ss..

11 KAPLOW – SHAVELL, *Fairness Versus Welfare*, cit., 1381 ss..



come si è visto sopra  $x$  sarebbe preferibile rispetto a  $y$ <sup>12</sup>. In successive opere l'autore ha approfondito la critica di tutte le teorie che considerano il benessere sociale come semplice somma di utilità individuali, senza valutazioni sulla qualità di tali utilità. Il ragionamento è volto a dimostrare come in tal modo si possa attribuire identico peso a valori quali il cibo, la casa o la libertà personale ed elementi quali – ad esempio – il piacere che un individuo trae dall'esercitare la tortura<sup>13</sup>.

#### 4. *Segue. Posizioni intermedie*

Molti studiosi, peraltro, hanno cercato un punto di equilibrio tra efficienza paretiana e *fairness*. Questo tentativo è dovuto non solo ai *deontologists*, ma anche ai *consequentialists* e in particolare a cultori dell'analisi economica del diritto, i quali hanno rifiutato la netta posizione di Kaplow e Shavell, sostenendo che possa nuocere alla causa dell'analisi economica del diritto<sup>14</sup>.

Tra i consequenzialisti, una lunga disamina delle posizioni estreme è stata compiuta da Chang<sup>15</sup>. Un punto importante è rappresentato dall'esame delle preferenze individuali. A seconda del modo di intendere le preferenze, infatti, si aumenta o si diminuisce la distanza tra *consequentialists* e *deontologists*. L'esempio delle "preferenze esterne" (*external preferences*) spiega bene il tipo di problemi affrontati. Si tratta delle preferenze di un

---

12 L'esempio è tratto da SEN, *The Impossibility of a Paretian Liberal*, 78 J. Pol. Econ. 152 (1970), 155.

13 SEN, *Utilitarianism and Welfarism*, 76 J. Phil. 463 (1979), a p. 468.

14 Ad esempio in COLEMAN, *The Grounds of Welfare*, 112 Yale L. J. 1511 (2003) si legge a p. 1512: "It should come as something of a surprise, then, that among the most vehement critics of Kaplow and Shavell's project are other advocates of an economic approach to the law. Whereas most deontologists are likely merely to dismiss Kaplow and Shavell as unsophisticated and their arguments as inadequately nuanced, the majority of law-and-economics scholars are anxious to dissociate themselves from a thesis they are convinced is dangerous to the cause".

15 CHANG, *A Liberal Theory of Social Welfare: Fairness, Utility, and the Pareto Principle*, 110 Yale L. J. 173 (2000) e ID., *The Possibility of a Fair Paretian*, 110 Yale L. J. 251 (2000). L'autore commenta precedenti edizioni dell'articolo di Kaplow e Shavell citato a nota 10.

individuo circa non il proprio ma l'altrui godimento di determinate situazioni (ad esempio il diritto allo studio). Le preferenze esterne possono avere a che fare con elementi politici, morali, ma anche razzisti e antisociali. La scelta di includere o meno tali preferenze nella valutazione delle utilità personali condiziona dunque le relative teorie. Chang ritiene possibile riconciliare le posizioni: può esistere un *Paretian Liberal* così come un *Fair Paretian*. La proposta è da un lato di riconsiderare la definizione di valori di libertà di Sen; dall'altro lato di riconsiderare la nozione di equità di Kaplow e Shavell (i quali non avrebbero affatto dimostrato perché l'equità non debba giocare un ruolo nella valutazione delle norme)<sup>16</sup>. Altri hanno preso spunto dalla considerazione per cui la nozione di benessere di Kaplow e Shavell contiene inevitabilmente elementi di *fairness* e hanno proposto di considerare la massimizzazione del benessere soltanto come primo passo per valutare le scelte legislative. A ciò deve però seguire un dibattito su valori morali, che suggerisca quali sacrifici siano permessi o desiderabili<sup>17</sup>. Altre osservazioni a Kaplow e Shavell muovono dalla considerazione per cui in concreto non è attendibile – soprattutto nell'ambito delle teorie "ibride" – un esempio di regolamentazione che conduca a un peggioramento generale del benessere<sup>18</sup>.

Anche tra i *deontologists* vi sono studiosi che hanno messo in luce come la valutazione delle preferenze individuali proposta da Kaplow e Shavell poggi anche su basi di *fairness*. Ogni definizione di "benessere" che ne spiega l'attitudine a valutare le scelte legislative conterrebbe dunque una valorizzazione di equità<sup>19</sup>.

---

16 CHANG, *A Liberal Theory*, cit., 199 ss.

17 DORFF, *Why Welfare Depends on Fairness*, cit. I valori morali di cui nel testo sono elencati a p. 898 come segue: "fairness, justice, mercy, theology, religion and all other values or system of belief".

18 Come invece argomentano Kaplow e Shavell: cfr. CRASWELL, *Kaplow and Shavell on the Substance of Fairness*, 32 *J. Legal Stud.* 245 (2003), 272.

19 COLEMAN, *The Grounds of Welfare*, cit., 1541-1542.



## 5. La disciplina dei conflitti di interesse nei servizi di investimento: premessa.

Un punto di emersione della tensione tra efficienza ed equità è il diritto dell'intermediazione mobiliare. Proprio le due categorie dell'efficienza e dell'equità fin qui discusse sono state richiamate – senza una graduazione di importanza tra le stesse – in un intervento del Governatore della Banca d'Italia in tema di regolazione degli intermediari<sup>20</sup>. All'interno della disciplina dei servizi di investimento, come oggi definiti dal d. lgs. 58/1998 (TUF), riveste grande importanza il tema del conflitto di interessi degli intermediari<sup>21</sup>. Le ragioni dell'interesse per il tema sono ampiamente studiate in letteratura. La natura polifunzionale degli attuali intermediari mobiliari – segnatamente le banche – comporta una moltiplicazione di attività degli stessi<sup>22</sup>.

20 “La regolamentazione dei mercati non può e non deve eliminare il rischio per gli investitori, ma deve facilitarne l'allocazione, accrescendo la trasparenza, limitando e gestendo i conflitti di interesse, a difesa dei risparmiatori più deboli. Lo richiedono in pari misura efficienza ed equità”: così DRAGHI, *Integrazione dei mercati finanziari, intermediazione del risparmio*, Cagliari, 4 marzo 2006, disponibile su sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it). Il brano è ricordato anche in un recente volume sull'argomento: cfr. PRESTI - RESCIGNO, *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, in ANOLLI – BANFI – PRESTI – RESCIGNO (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Bologna, 2006, 11.

21 Sui conflitti di interesse degli intermediari cfr. tra i molti LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 749; COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato Cottino*, Padova, 2004, 339; SARTORI, *Il conflitto di interesse tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 191; MAFFEIS, *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine* (nota a Trib. Mantova, 18 marzo 2004), in *Banca borsa*, 2004, II, 452; ID., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 575 e da ultimo il recente volume curato da ANOLLI – BANFI – PRESTI – RESCIGNO, *Banche*, cit. ove ulteriori riferimenti.

22 Sulla “polifunzionalità” degli intermediari cfr. tra i molti MERUSI, *Il conflitto di interessi fra tutela del risparmio e normativa comunitaria*, in *Banca impresa società*, 2008, 183, spec. a p. 190; ANNUNZIATA, «Governance» delle banche e conflitti di interessi. *Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento*, in

All'interesse proprio dell'intermediario (ottenere dal cliente i compensi per i servizi prestati) si possono affiancare interessi diversi. Gli esempi ricorrenti, anche nell'ampio contenzioso degli ultimi anni<sup>23</sup>, sono rappresentati dall'offerta ai clienti di titoli emessi da società debtrici della banca-intermediaria (generalmente a livello di gruppi di società). Altro esempio di conflitto di interessi è l'offerta di obbligazioni della banca emittente non quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, dunque titoli caratterizzati da scarsa liquidità<sup>24</sup>.

I conflitti di interesse sono studiati secondo lo schema dell'*agency*, come esempio di rapporto tra un *principal* (il cliente) e un *agent* (l'intermediario), caratterizzato da un caso di asimmetria informativa.<sup>25</sup> Le scelte del legislatore in questo campo possono variare: ai due estremi stanno, naturalmente, le scelte di non porre alcuna regolamentazione del fenomeno, da un lato; ovvero di vietare del tutto le operazioni in conflitto di interessi, dall'altro lato. In mezzo, si trovano varie soluzioni, che possono consistere in regole di organizzazione o in regole di comportamento. Dunque in misure di carattere organizzativo; politiche di gestione dei

---

AGE, 2004, 177; oltre a ROSSI, *Il conflitto*, cit., 47 ss.; in lingua inglese CRANSTON, *Conflicts of interests in the multifunctional financial institution*, 16 Brook. J. Int'l L 125 (1990)

23 Questa ampia mole di precedenti è stata così commentata in una recentissima monografia: “[i]l mancato rispetto delle regole di condotta che gli intermediari debbono seguire per offrire un’adeguata tutela agli investitori ha dato spunto, nel nostro paese, al caso senza dubbio più significativo di private enforcement del diritto dei mercati finanziari, creando nel giro di un lustro una enorme giurisprudenza in materia”. Così GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 418 – 419. Un’ampia rassegna di casi giurisprudenziali è disponibile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

24 Tra i molti LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa*, 2007, I, 431; CAPRIGLIONE, *Cultura della responsabilità*, cit. 155; GUIO, *Conflitti di interesse nell’industria bancaria. Come limitarne lo sfruttamento*, in *Banca impresa società*, 2004, 455; sui criteri di attribuzione dei rimedi risarcitori ai risparmiatori, proprio alla luce del dibattito di cui ai paragrafi precedenti, cfr. DENOZZA, *Il danno risarcibile*, cit.,

25 In argomento SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 276 ss., ove ultt. rife.; MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 945.



conflitti; obblighi di comunicazione al cliente (*disclosure*); divieti di operare senza il preventivo assenso del cliente.

In particolare, le misure organizzative possono consistere nella creazione di barriere tra i vari comparti dell'impresa "polifunzionale" che esercita allo stesso tempo più attività, in modo tale da ridurre lo scambio di informazioni interno all'impresa. Si vuole impedire che i soggetti in concreto preposti alla prestazione dei servizi di investimento siano a conoscenza di notizie riguardanti altri e diversi settori aziendali. Si tratta delle c.d. muraglie cinesi (*chinese walls*), la cui utilità è comunque oggetto di discussione in dottrina<sup>26</sup>. Anche sugli effetti della *disclosure* non vi è consenso unanime: studi di economia comportamentale mettono in dubbio l'efficienza della soluzione basata sulla comunicazione preventiva del conflitto<sup>27</sup>.

## **6. Segue. Dalla legge SIM alla Direttiva ISD e al suo recepimento in Italia.**

La prima regolamentazione del fenomeno si è avuta, in Italia, con l'art. 6 , lettera g), della legge 1 del 1991 (legge SIM). La disposizione si focalizzava sulla disciplina della comunicazione del conflitto e dell'autorizzazione preventiva del cliente<sup>28</sup>. Questo modello di regolamentazione ha

---

26 Ad esempio, cfr. FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. soc.*, 1995, 623, ove a p. 638 si legge: "l'obbligo di informare il cliente circa l'esistenza di un conflitto di interessi può sorgere solo nella misura in cui colui che opera nella prestazione del servizio di investimento sia, a sua volta, informato dell'esistenza di un tale conflitto; il che dovrebbe essere perlopiù impedito proprio dalla presenza di un *Chinese wall*".

27 Cfr. ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 844, a p. 853, testo e letteratura citata a nota 23 e 24; a p. 848 ss. si trovano inoltre i riferimenti ai documenti elaborati dal Comitato Europeo delle autorità di vigilanza sui mercati mobiliari (CESR.)

28 L'art. 6 lettera g) legge SIM stabiliva infatti che gli intermediari mobiliari "non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse conflittuale nell'operazione, a meno che non abbiano comunicato per iscritto al cliente la natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione, e il cliente non abbia preventivamente ed

ricevuto due tipi di critiche. Da un lato, si è osservato che la richiesta del consenso preventivo per ogni operazione crea un aggravio eccessivo nell'attività nell'intermediario, che si riflette poi sui costi dei servizi prestati. Sotto altra prospettiva, si è criticato il sistema del consenso preventivo perché, una volta ottenuto, renderebbe sostanzialmente immune l'intermediario da responsabilità<sup>29</sup>.

Il successivo passaggio è rappresentato dalla Direttiva n. 93/22/CEE (ISD), la quale all'art. 11 prevedeva che l'intermediario dovesse “sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non [fosse] possibile, a provvedere a che i suoi clienti [fossero] trattati in modo equo”. Dunque, nella regolamentazione europea del fenomeno, l'accento era spostato sulle misure di carattere organizzativo<sup>30</sup>. In Italia la direttiva ISD era stata recepita dapprima con il d. lgs. 415/1996 (c.d. Eurosim), che all'art. 17 comma 1 lettera c) disponeva che “[n]ella prestazione dei servizi previsti dal presente decreto le imprese d'investimento e le banche devono (...) 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”. Il testo della disposizione citata è stato poi trasfuso alla lettera nel TUF (art. 21, comma 1, lettera c). Con il Regolamento intermediari adottato dalla Consob<sup>31</sup> tali prescrizioni sono state attuate più in dettaglio. L'art. 27 comma 2 Regolamento intermediari, peraltro, ha di fatto reintrodotta il meccanismo di *disclosure* preventiva e consenso obbligatorio del cliente<sup>32</sup>. Accanto, è stato

---

espressamente acconsentito per iscritto alla effettuazione dell'operazione”

29 Per tali considerazioni cfr. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 281 ss.

30 Su tale disciplina e sui modelli cui fa riferimento cfr. per tutti SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 283 ss. e COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., 339.

31 Adottato con delibera Consob n. 11522 del 1° luglio 1998.

32 Art. 27, comma 2, Regolamento Consob n. 11522/98: “[g]li 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



introdotto un preciso riferimento alle *chinese walls* nell'art. 56 del citato Regolamento<sup>33</sup>.

### **7. Segue. La direttiva MiFID e il suo recepimento in Italia**

L'evoluzione più recente della disciplina dei conflitti di interesse si deve alla Direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID). Le misure previste dalla MiFID si fondano su quattro pilastri: "(1) doveri di organizzazione; (2) dovere di identificare i conflitti d'interessi; (3) dovere di dichiarazione dei conflitti d'interessi, salvo che i doveri di organizzazione siano sufficienti a prevenire il danno per gli investitori; (4) un generale dovere di onestà ed equità (o meglio correttezza: *fairness* nel testo inglese)"<sup>34</sup>.

La disciplina MiFID ha ricevuto attuazione mediante la modifica dell'art. 21 TUF, il cui testo prevede ora al comma 1-*bis* che gli intermediari, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento "a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi

---

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". Cfr. per tutti SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 291 ss.

33 Art. 56, comma 54, Regolamento consob n. 11522/98: "[g]li intermediari autorizzati, anche al fine di ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi, adottano procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verifichino scambi di informazioni fra i settori dell'organizzazione aziendale che devono essere tenuti separati (...)". Cfr. SARTORI, *op. cit.* a nota 31, 284 ss.

34 Così ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi*, cit., 845. Le disposizioni rilevanti della MiFID sono l'art. 13 par. 3; l'art. 18 paragrafi 1 e 2; l'art. 19 par. 1. Cfr. inoltre gli articoli 12, 22, 24, 25 e 26 della direttiva "di secondo livello" 2006/73.

dei clienti sia evitato”. Le nuove norme secondarie si trovano oggi nel Regolamento congiunto Banca d’Italia – Consob 29 ottobre 2007, in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio<sup>35</sup>. In sintesi, la nuova disciplina prevede l’obbligo per l’intermediario di dotarsi delle misure organizzative idonee per prevenire i conflitti e l’obbligo di comunicazione al cliente delle misure adottate. Il fulcro della disciplina è probabilmente l’art. 23, comma 3, del Regolamento congiunto: “[q]uando le misure adottate (...) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, gli intermediari informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano”. Dunque, vi è sì un obbligo residuale di *disclosure*, ma rispetto alla disciplina precedente manca l’obbligo di raccogliere il consenso del cliente (e di astenersi in difetto di esso)<sup>36</sup>.

#### **8. Il caso limite: la comunicazione del conflitto di interessi elimina sempre la responsabilità dell’intermediario?**

I numerosi precedenti in tema di violazione delle regole di condotta da parte degli intermediari sono caratterizzati pressochè costantemente dalla violazione della regola di adeguatezza, accanto alla violazione delle regole sui conflitti di interesse. E’ dunque difficile ipotizzare il caso-limite in cui l’unico addebito del cliente sia relativo proprio a tale disciplina e non anche ad altri profili di responsabilità<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> Cfr. artt. 23-26 del Regolamento congiunto Banca d’Italia – Consob citato nel testo.

<sup>36</sup> Sulla nuova disciplina secondaria cfr. DI AMATO (a cura di), *I servizi di investimento*, in AMOROSINO (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 89, a p. 110.

<sup>37</sup> Occorre qui ricordare, sul piano dei rimedi, la sentenza Cass. S.U. 19 dicembre 2007, n. 26725 secondo la quale alla violazione delle regole



Una simile ipotesi è stata peraltro formulata come segue, in un commento ad una nota sentenza relativa ad un caso di offerta di obbligazioni argentine, nel quale le violazioni erano state molte e palesi: “il caso difficile (...) si avrà quando un giudice dovesse decidere sulla domanda di risarcimento del danno proposta da un cliente” che, tra l’altro, “fosse stato destinatario della specifica informazione richiesta dalla normativa, anche attinente all’interesse di gruppo dipendente dalla presenza delle obbligazioni argentine in portafoglio (...) e che avesse dato la specifica autorizzazione (...)”<sup>38</sup>.

In altre parole, che cosa accade ove la banca non sia reticente, informi compiutamente il cliente del conflitto di interessi e il cliente decida comunque di compiere l’investimento che si rivela poi dannoso? Si può oggi argomentare che l’assenza dell’obbligo di ottenere l’assenso rende irresponsabile l’intermediario in conflitto d’interessi? La risposta prevalente, quantomeno nella vigenza del vecchio art. 21 TUF, era nel senso di privilegiare la tutela del cliente e dunque tendenzialmente a favore della responsabilità della banca<sup>39</sup>.

---

di condotta da parte degli intermediari consegue la responsabilità contrattuale (o precontrattuale) e l’eventuale risoluzione del contratto. La sentenza ha quindi respinto la tesi della nullità virtuale difesa, tra gli altri, da Sartori. Cfr. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cass, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

38 Così MAFFEIS, *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento*, cit., 463-464.

39 Cfr. in particolare COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., 346, testo e nota 81 (ove ultt. riff.) che peraltro pongono l’accento sulla nozione di “equo trattamento”; SARTORI, *Il conflitto di interesse*; cit., 203 ss.; contra LENER, *op. cit.*, secondo il quale la comunicazione del conflitto esime l’intermediario da responsabilità.

### **Riferimenti bibliografici**

- AMOROSINO (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008
- ANNUNZIATA, «Governance» delle banche e conflitti di interessi. Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento, in *AGE*, 2004, 177.
- ANOLLI – BANFI – PRESTI – RESCIGNO (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Bologna, 2006
- BUONOCORE, *Etica degli affari e impresa etica*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 181
- CHANG, *A Liberal Theory of Social Welfare: Fairness, Utility, and the Pareto Principle*, 110 Yale L. J. 173 (2000)
- ID., *The Possibility of a Fair Paretian*, 110 Yale L. J. 251 (2000)
- COLEMAN, *The Grounds of Welfare*, 112 Yale L. J. 1511 (2003)
- CONTE (a cura di), *La responsabilità sociale dell'impresa*, Bari, 2008, 138
- COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato Cottino*, Padova, 2004
- CRANSTON, *Conflicts of interests in the multifunctional financial institution*, 16 Brook. J. Int'l L 125 (1990)
- CRASWELL, *Kaplow and Shavell on the Substance of Fairness*, 32 J. Legal Stud. 245 (2003)
- DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 331.
- ID., *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 585
- DORFF, *Why welfare depends on fairness: a reply to Kaplow and Shavell*, 75 S. Cal. L. Rev. 847 (2001)
- DRAGHI, *Integrazione dei mercati finanziari, intermediazione del risparmio*, Cagliari, 4 marzo 2006, disponibile su sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).



- ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 844
- FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. soc.*, 1995, 623
- GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008
- GUISSO, *Conflitti di interesse nell'industria bancaria. Come limitarne lo sfruttamento*, in *Banca impresa società*, 2004, 455
- KAPLOW – SHAVELL, *Fairness Versus Welfare*, 114 *Harv. L. Rev.*, 961 (2001)
- EID., *Fairness versus Welfare: Notes on the Pareto Principle, Preferences, and Distributive Justice*, 32 *J. Legal Stud.*, 331 (2003)
- LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa*, 2007, I, 431
- LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 749
- MAFFEIS, *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine (nota a Trib. Mantova, 18 marzo 2004)*, in *Banca borsa*, 2004, II, 452;
- ID., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 575
- MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 945.
- MERUSI, *Il conflitto di interessi fra tutela del risparmio e normativa comunitaria*, in *Banca impresa società*, 2008, 183
- ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003
- SARTORI, *Il conflitto di interesse tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 191;
- ID., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cass. (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
- ID., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004

SEN, *The Impossibility of a Paretian Liberal*, 78 J. Pol. Econ.  
152 (1970)

ID., *Utilitarianism and Welfarism*, 76 J. Phil. 463 (1979),  
468.