

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore  
Facoltà di  
Scienze Bancarie  
Finanziarie e Assicurative

G.PRESTI - M.RESCIGNO

**“IL CONFLITTO DI INTERESSI  
NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO:  
DIAGNOSI E TERAPIE”**

Intervento tenuto nell'ambito del Seminario su:  
***“Nuove prospettive per l’intermediazione finanziaria  
nell’evoluzione del contesto economico”***  
Castello dell’Oscano - Perugia, 23 marzo 2007

QUADERNO N. 235

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore  
Facoltà di  
Scienze Bancarie  
Finanziarie e Assicurative

G.PRESTI - M.RESCIGNO

## **“IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DIAGNOSI E TERAPIE”**

Intervento tenuto nell'ambito del Seminario su:  
***“Nuove prospettive per l’intermediazione finanziaria  
nell’evoluzione del contesto economico”***  
Castello dell’Oscano - Perugia, 23 marzo 2007

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1  
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1  
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria  
dell’Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: [assbb@bpci.it](mailto:assbb@bpci.it)  
sito web: [assbb.it](http://assbb.it)

**Prof. Gaetano PRESTI,**

Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

**Prof. Matteo RESCIGNO,**

Ordinario di Diritto Commerciale Internazionale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Piacenza

## **Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento: diagnosi e terapie.**

1. L'emersione di situazioni di conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento, specie ad opera delle banche, ha caratterizzato, sul piano empirico, nel nostro paese e all'estero le principali vicende del c.d. "risparmio tradito". Il problema rappresenta certamente uno dei principali nervi scoperti del sistema. Il considerando 29 della Mifid ne traccia efficacemente i termini, riferibili in massima parte all'impresa di investimento bancaria: *"La gestione sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano simultaneamente ha aumentato le possibilità che vi siano conflitti tra queste diverse attività e gli interessi dei clienti. E' pertanto necessario prevedere regole volte a garantire che tali conflitti non si ripercuotano negativamente sugli interessi dei loro clienti"*. Ancora di recente, in uno dei suoi primi interventi pubblici, l'attuale Governatore della Banca d'Italia ha sottolineato che "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"<sup>1</sup>.

Il mercato dunque è in cerca di regole sul conflitto di interessi: ne è prova il fatto che il quadro normativo recente in Italia è stato ed è caratterizzato da una fase di marcata e complessa evolu-

---

<sup>1</sup> Draghi, *Integrazione dei mercati finanziari, intermediazione del risparmio*, Intervento Forex, Cagliari 4 marzo 2006.

zione, sia in sede comunitaria, sia in sede nazionale. In questi mesi si va compiendo l'attuazione della direttiva Mifid (2004/39/CE e della correlata direttiva di secondo grado 73/2006/CE), con la l. 6 febbraio 2007, n.13 e con la predisposizione, da parte del dipartimento del Tesoro, delle correlate ipotesi di modifica del Tuf<sup>2</sup>: passo al quale altri e ben più concreti interventi seguiranno da parte delle Autorità di Vigilanza (si veda il progettato nuovo testo degli artt. 6, comma 2-bis e 21, comma 1-bis Tuf).

V'è dunque da riflettere su “diagnosi e terapia” del conflitto di interessi, e un punto di partenza utile è una sintetica ricognizione della evoluzione normativa in materia, intesa in senso ampio. Da essa infatti emergono due linee di tendenza dei modelli di regolamentazione, frutto anche delle riflessioni degli economisti:

- a) la prima è l'identificazione preventiva delle concrete fattispecie in cui sia ravvisabile un conflitto di interessi;
- b) la seconda è la preferenza, nella scelta delle modalità di intervento della regolamentazione di “terapia”, per:
  - b<sub>1</sub>) l'adozione di modelli organizzativi volti a prevenire o limitare l'insorgenza di situazioni di conflitto o l'incidenza di tali potenziali situazioni sull'attività di intermediazione finanziaria;
  - b<sub>2</sub>) la posizione di un dovere di trasparenza nei confronti dell'investitore in ordine alla situazione di conflitto di interessi.

Le due linee di tendenza sono dotate di indubbia coerenza interna: la precisazione della tassonomia dei conflitti di maggior rilievo e frequenza nel settore dell'intermediazione finanziaria, specie in relazione al suo esercizio ad opera di una banca, è funzionale ad una disciplina che concentri il suo intervento sull'organizzazione dell'intermediario e, sia pur con qualche necessaria precisazione, sulle regole di trasparenza della situazione di conflitto di interessi .

---

<sup>2</sup> L'ipotesi di modifica del d.lgs. 58/98 (il Tuf) elaborata dal Dipartimento del Tesoro per il recepimento della Mifid può esser letta su Il Sole 24 ore del 3 marzo 2007, p.39.

La deformazione professionale del giurista, la prospettiva, per così dire, “patologica” nella quale è portato a considerare gli istituti, tanto più marcata quando si evochi la figura del conflitto di interessi, conduce, tuttavia, a rammentare nel novero delle “terapie” anche il binomio “invalidità” (o “divieto”) degli atti compiuti in conflitto di interessi e “responsabilità” del soggetto che agisce in conflitto di interessi (binomio che appunto accompagna la tradizione civilistica e commercialistica delle regole sul conflitto di interessi). Anche di esse, in rapporto alla diagnosi, si deve dar conto.

Alcune avvertenze preliminari, forse scontate e tuttavia opportune, meritano di esser sottolineate:

- la regolamentazione del conflitto di interesse non è solo una questione di tutela del risparmiatore “debole” (*l'equità*), ma riguarda, per usare le parole del Tuf, la affidabilità e reputazione esterna del mercato, sia in linea generale, sia per il singolo operatore (*l'efficienza*);
- il conflitto di interessi non è per definizione “inevitabile”<sup>3</sup> o il costo necessario da gestire in nome delle “sinergie” generate dalla polifunzionalità delle banche. Si può discutere se l'assetto normativo che si va delineando in sede comunitaria muova ormai da questo presupposto, ma, come la storia trascorsa o recenti esperienze insegnano, non è l'unica soluzione possibile;
- le regole sul conflitto di interessi possono variare a seconda che si tratti della prestazione di servizi di investimento ovvero di gestione collettiva del risparmio (alla quale potrebbe equipararsi la gestione individuale di portafoglio).

**2.** L'attuale formulazione dell'art. 21 Tuf impone al comma 1, lett. a) ai soggetti abilitati il dovere di “*comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse*”

---

<sup>3</sup> Si veda, per una affermazione dell'inevitabilità del conflitto di interessi nelle grandi imprese di investimento multifunzione, il *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, 1° Set of Mandates, January 2005, p.44, reperibile su [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org).

*dei clienti e per l'integrità dei mercati*" e alla lett. c) di "organizzarsi in modo tale da ridurre **al minimo i conflitti di interesse** e, in situazione di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza e equo trattamento". Regole sostanzialmente identiche, anche nel linguaggio, sono previste, per le SGR, dall'art. 40, comma 1, lett. a) e b).

Le norme citate fungono, come è noto, da clausola generale del sistema: altre disposizioni, legislative e regolamentari, predeterminano fattispecie tipiche di conflitto e impongono ai soggetti abilitati determinati comportamenti in presenza di situazioni di conflitti di interesse. Tuttavia, la presenza di un dovere generale di agire nell'interesse del cliente e di ridurre al minimo i conflitti di interessi permette all'interprete di non risolvere integralmente all'interno delle concrete specificazioni del precetto generale le regole di comportamento: si può affermare così, in linea di principio, che gli oneri di rilevazione o i doveri di comportamento dell'intermediario possano, in ragione delle particolari fattispecie, andare anche al di là di quanto previsto dalle disposizioni di "dettaglio".

Queste ultime, affidate in via principale alle autorità di vigilanza, non si caratterizzano, nel panorama attuale, per un grado particolarmente marcato di analiticità. Talvolta ripetitive dei principi generali (art. 27, co.1, e 49 Reg. Intermediari che impongono agli intermediari finanziari, alle SGR e alle SICAV di vigilare per l'individuazione dei conflitti di interessi) esse possono così riassumersi:

- a) quanto ai comportamenti che gli intermediari devono tenere una volta che essi abbiano, nella prestazione di un servizio di investimento, "direttamente o indirettamente" un interesse in conflitto, l'art. 27 Reg. Intermediari applica, in linea generale, la regola del "*disclose or abstain*". In difetto di *disclosure* le operazioni che venissero compiute esporrebbero l'interme-

diario, a seconda delle scelte interpretative preferite, a responsabilità risarcitoria ovvero all'invalidità dell'operazione<sup>4</sup>; ove il conflitto sia rivelato, la tutela del cliente viene affidata al precetto formale del consenso espresso per iscritto all'operazione in conflitto (regola formale che può essere però assolta anche da formulari prestampati)<sup>5</sup>. Tale regola si applica anche alla gestione dei portafogli individuali con i limiti e le precisazioni fissate nell'art. 45 Reg. Intermediari. Così, per i conflitti derivanti da rapporti di gruppo o prestazione congiunta di più servizi, essi vanno descritti nel contratto e vi deve essere l'espressa autorizzazione del cliente; sono posti limiti massimi all'investimento in presenza di conflitto a seconda della tipologia dei titoli, superabili solo con il consenso alla singola operazione; in caso di conflitti derivanti da rapporti di affari propri o di società del gruppo, è sufficiente la menzione della natura dei conflitti e l'espressa autorizzazione del cliente nel contratto di gestione;

b) in tema di gestione collettiva del risparmio, l'art. 49 Reg. Intermediari apre alle operazioni in conflitto di interessi “*a condizione che sia comunque assicurato*

---

<sup>4</sup> Per una sintesi sul dibattito giurisprudenziale e dottrinario in merito alle forme di sanzione che la giurisprudenza ha elaborato a fronte delle violazioni delle regole di comportamento da parte degli intermediari, si vedano, anche per ulteriori riferimenti, SALODINI, *La tutela dei risparmiatori di fronte ai giudici*, in AGE, 2006, p. 175 ss.; PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in Riv. soc., 2005, p. 1012 ss.

<sup>5</sup> Le pronunce giurisprudenziali sono, nel giudizio della dottrina, abbastanza vaghe sul contenuto dell'obbligo di *disclosure* (così, p.es., SALODINI, *op. cit.*, p. 181). Talvolta si pone l'accento sulla necessità di una informativa specifica e concreta (Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *Corr. giur.*, 2005, p. 1271 ss.), talaltra si pone attenzione sull'evidenza grafica della clausola di avviso del conflitto e sulla necessità di apposita sottoscrizione (Trib. Parma, 7 febbraio 2005 e 22 settembre 2004 entrambe in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)). Fra i contributi specifici sulla fattispecie del conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento si veda la nota a Trib. Mantova, 18 marzo 2004, di MAFFEIS, *Conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, II, p. 452 ss.; MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur.comm.*, 2006, p. 945 ss.

*un equo trattamento degli OICR avuto anche riguardo agli oneri connessi alle operazioni da eseguire” e prevedendo forme di tutela particolare nel caso in cui il conflitto si manifesti con soggetti che prestino servizi a favore delle società di gestione a condizioni contrattuali confliggenti con gli interessi degli OICR gestiti (art. 49, co. 2) e in materia di rapporti fra società di gestione (art. 52, lett. c);*

- c) ipotesi tipiche di operazioni in conflitto di interessi e di comportamenti cogenti a carico degli intermediari finanziari si ritrovano nei provvedimenti della Banca d’Italia. Si richiede così agli intermediari di indicare nelle segnalazioni alla vigilanza quali sistemi organizzativi sono stati adottati per assicurare una gestione indipendente nell’interesse del cliente (anche se non vengono consigliati o imposti sistemi). Si prevedono, poi, limiti: a) all’investimento in strumenti finanziari emessi dalla società di gestione del risparmio o in beni direttamente o indirettamente ceduti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR o da una società del gruppo (fissandosi il divieto assoluto); b) all’investimento in strumenti finanziari di emittenti appartenenti al gruppo di cui fa parte la SGR (limiti quantitativi rispetto al complessivo patrimonio gestito); c) all’acquisto di strumenti finanziari collocati da società del gruppo di appartenenza della SGR (limiti quantitativi rispetto all’ammontare del collocamento).

Al di fuori, delle ipotesi specifiche appena ricordate, il sistema collega ad una nozione generale di conflitto di interessi la disciplina da applicarsi, sia sotto il profilo della disciplina contrattuale, sia sotto il profilo delle scelte organizzative volte a prevenire e gestire il conflitto.

Si alloca dunque principalmente sull’impresa di investimento il compito di individuare le fattispecie rilevanti di conflitto di interessi, di scegliere e porre in essere gli strumenti



organizzativi volti a prevenirli e a gestirli, di applicare le regole specifiche di comportamento legate alla sussistenza di una ipotesi di conflitto di interessi.

Ne derivano, nell'ottica dell'efficienza, due profili di possibile criticità:

- a) il primo relativo all'aumento del tasso di discrezionalità delle scelte delle imprese di investimento in ordine alla gestione del conflitto di interessi, discrezionalità che, nel peggiore degli scenari, implica l'aumento del rischio di scelte opportunistiche;
- b) il secondo relativo alla difficoltà delle imprese di investimento, che pure vogliano adottare comportamenti virtuosi, di trovare nella regolamentazione indicazioni il più possibile precise sia in ordine all'individuazione delle fattispecie tipiche di conflitto di interesse, sia delle modalità della loro gestione. E' impossibile, e forse anche vano, pure per il regolatore più attento, redigere il catalogo completo delle ipotesi di conflitto di interessi e conseguentemente degli strumenti della sua gestione; è vero però che nella gestione e ancor più nella centrale funzione di controllo interno dei comportamenti, la tipizzazione preventiva delle ipotesi di conflitto assicura quantomeno – e non è poco – all'impresa di adeguare il proprio assetto organizzativo ad uno standard di base sufficientemente certo. E, può aggiungersi, aumenta il tasso di prevedibilità degli esiti dei controlli successivi (vuoi dell'Autorità di vigilanza, vuoi dell'Autorità giudiziaria) nella fase patologica. In sintesi: la tipizzazione crea un'area sicura in cui gestori e controllori, interni ed esterni, possono muoversi.

Quanto invece all'equità e dunque alla tutela del cliente in vicende patologiche, regole più precise nell'individuare ipotesi tipiche di conflitto ne rendono più agevole l'accertamento: l'inversione dell'onere della prova che dovrebbe

assistere le azioni risarcitorie dei risparmiatori può non essere in grado di fornire un valido ausilio in sede giudiziaria all'identificazione delle ipotesi di conflitto e alla valutazione se determinate circostanze possano rientrarvi. La preventiva valutazione da parte della normativa regolamentare di ipotesi tipiche di conflitto, invece, può rappresentare un elemento di semplificazione dei possibili contenziosi, ponendo a carico dell'intermediario – più vicino certamente ai dati della realtà altrimenti non accessibili al risparmiatore – l'onere di dimostrare l'insussistenza in concreto di ipotesi tipiche di conflitto e attenuando la discrezionalità del giudice nel decidere se una determinata fattispecie possa o meno integrare in astratto una situazione di conflitto di interessi. Lo stesso può dirsi in ordine all'individuazione dei sistemi organizzativi che l'impresa deve assumere allo specifico fine di prevenire o gestire il conflitto e alla verifica del loro rispetto in concreto.

Infine sul piano della tecnica legislativa muovere da un catalogo di fattispecie permette di poter meglio sfruttare il pregio principale della “delegificazione” della normativa in materia: quello di avere la capacità di apprendere dalla tipologia della realtà (e in particolare della patologia della realtà) i luoghi e le modalità di intervento della disciplina e, indipendentemente dalla capacità della clausola generale di sistema di ricomprenderli nel suo ambito di applicazione, di inserirli rapidamente nel novero delle ipotesi tipiche e, come si è detto, di elaborare sistemi di prevenzione e gestione calibrati sulla fattispecie tipica.

**3.** La normativa in materia è in piena evoluzione e nel ripercorrerla si avvertono indici contraddittori. Se da un lato si tende ad una più precisa individuazione delle fattispecie di conflitto di interessi e, in certa misura, dei meccanismi di gestione dei conflitti, dall'altro i segnali più recenti mostrano un calo di questa tensione. Conviene ripercorrere le tappe di questa evoluzione tuttora *in fieri*.

In materia un ruolo di “apripista” è stato svolto dalla disciplina regolamentare attuativa della direttiva 2003/6/CE nel Regolamento Emittenti. Gli artt. 69 ss. Reg. Emittenti impongono comportamenti di *disclosure* a chi svolge attività di raccomandazione al pubblico di investimento in strumenti finanziari allorquando essi abbiano in “interesse” ovvero un “conflitto di interesse” che potrebbe compromettere l’obiettività dell’informazione<sup>6</sup>.

L’identificazione “casistica” delle fattispecie si colloca su tre piani distinti:

- a) ogni circostanza o rapporto che possa compromettere l’obiettività del soggetto che rilascia la raccomandazione va indicata nella stessa, con particolare riferimento al caso di rilevanti interessi finanziari in uno o più strumenti finanziari oggetto della raccomandazione o un rilevante conflitto di interesse derivante da rapporti con l’emittente (art. 69-*quater*, Reg. Emittenti)
- b) più specificamente, specie nell’art. 69 *quinquies* Reg. Emittenti, vengono elencate numerose fattispecie identificate come fonte di un interesse o di un conflitto di interesse che devono essere rese note in modo chiaro e visibile. Il catalogo dell’art. 69-*quinquies* si presenta ricco e interessante; vi sono ricompresi:
  - rapporti partecipativi superiori al 2% del capitale sociale fra il c.d. soggetto pertinente (chi fornisce le raccomandazioni) e l’emittente e viceversa;
  - interessi finanziari rilevanti detenuti dal soggetto pertinente in relazione all’emittente;
  - il fatto che il soggetto pertinente operi come *market maker* o fornitore di liquidità dell’emittente;
  - rapporti contrattuali fra soggetto pertinente ed emittente relativo alla prestazione di servizi di finanza

---

<sup>6</sup> La tendenza a rendere rilevante la nozione di “interesse” in luogo di “conflitto di interessi” si ritrova anche in altri settori dell’ordinamento: si pensi all’art. 2391 c.c. riferito agli amministratori di s.p.a.

- aziendale, ovvero relativo alla stessa produzione della raccomandazione;
- circostanze relative alla remunerazione dei soggetti che abbiano partecipato alla preparazione della raccomandazione ovvero all'acquisto di azioni dell'emittente;
- c) infine si impone di comunicare al pubblico in termini generali i meccanismi organizzativi e amministrativi, ivi comprese le barriere allo scambio di informazioni poste in essere all'interno del soggetto abilitato per prevenire ed evitare conflitti di interesse in rapporto alle raccomandazioni.

4. Passaggi chiave dell'evoluzione normativa sul conflitto di interessi nell'ambito dell'attività delle imprese di investimento sono la Mifid e la correlata direttiva esecutiva (2006/73/CE) emanata dopo i pareri del CESR<sup>7</sup>, in via di recepimento nel nostro ordinamento.

La Mifid prevede all'art.13 (3) che un'impresa di investimento (norma che, a differenza dell'art. 18, dovrebbe applicarsi ex art. 66 anche alle società di gestione), deve porre in essere misure organizzative al fine di prevenire i conflitti di interessi come definiti all'art. 18. Quest'ultimo ai commi 1 e 2 prevede:

- a) che gli stati membri devono richiedere alle imprese di investimento di adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interessi, che possono sorgere nella prestazione dei servizi di investimento o accessori, fra le stesse, i loro amministratori, dipendenti e agenti o comunque soggetti direttamente o indirettamente collegati e i loro clienti o fra clienti;
- b) che, ove gli strumenti di tipo organizzativo adottati dalle imprese di investimento per gestire il conflitto di inte-

---

<sup>7</sup> Si fa riferimento al già citato *Technical Advice* del gennaio 2005 e al successivo *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, 1° Set of Mandates where the deadline was extended and 2° Set of Mandates dell'aprile 2005.

ressi non siano sufficienti ad assicurare, ragionevolmente, la prevenzione del rischio di danni ai clienti, l'impresa di investimento deve comunicare con chiarezza la natura generale e/o le cause del conflitto di interessi al cliente prima di intraprendere operazioni per suo conto.

Il CESR (*The Committee of European Securities Regulators*) è stato incaricato dalla Commissione di esprimere un parere tecnico proprio in ordine a quanto previsto all'art. 18, co. 3 e così di suggerire le misure per fissare i criteri più appropriati per determinare:

- a) le tipologie di conflitti di interesse la cui esistenza possa ledere gli interessi dei clienti, attuali e potenziali, dell'impresa di investimento;
- b) i passi che le imprese di investimento potrebbero ragionevolmente intraprendere per identificare, prevenire, gestire e rendere noti i conflitti di interesse.

Nel primo di tali pareri il CESR, per quanto dichiarato, non voler tentare di compilare una dettagliata lista di ipotesi di conflitto di interessi, sottolinea l'opportunità che l'impresa di investimento adotti tutte le necessarie misure per identificare determinate ipotesi di conflitto di interessi in situazioni specifiche. Tali ipotesi sono individuate con un grado di dettaglio ampiamente superiore a quello presente oggi nel nostro sistema; compaiono così, per esempio, riferimenti alla tematica dei c.d. *inducements* (e cioè agli incentivi ulteriori rispetto alle semplici commissioni) ai soggetti che agiscono con i clienti in relazione all'effettuazione di determinate operazioni, che molto spesso ricorrono nei casi patologici relativi alla prestazione dei servizi di investimento e che sono la spia di situazioni di conflitti che non si risolvono nel mero fatto che i dipendenti dell'azienda sono indotti, per ottenere gli incentivi, a sollecitare determinati tipi di investimento in luogo di altri; si fa menzione dei rischi di conflitti di interesse derivanti dagli intrecci fra attività svolte dall'impresa di investimento o soggetti del gruppo cui essa appartiene con particolare riferimento

alle attività di gestione di portafoglio e di *corporate finance business*. Il CESR sulla base di questa impostazione casistica – che espressamente non pregiudica la possibilità di identificare altre aree di conflitto – propone una serie di misure volte a evitare l’insorgenza di tali situazioni, fondate essenzialmente, come si diceva:

- a) sulla creazione a livello strutturale e organizzativo di sistemi di barriere informative e di separazione fra soggetti portatori di possibili conflitti, anche queste non affidate, come attualmente è nel diritto italiano, alla mera autonomia delle imprese;
- b) sul dovere di *disclosure* delle possibili situazioni di conflitto.

Anche il secondo parere del CESR, incentrato principalmente sull’*investment research* elaborato da imprese di investimento propone l’introduzione di regole di individuazione e prevenzione di conflitti basate sull’enucleazione di fattispecie tipiche, a carattere anche più particolareggiato rispetto alle regole già ricordate in tema di raccomandazioni di investimento al pubblico e che anzi vengono definite come complementari ad esse.

Sulla base di tali pareri la direttiva 73/2006/CE ha previsto una normativa di maggior dettaglio. Così, annunciati da una lunga serie di considerando<sup>8</sup>: l’art. 22:

- a) riprendendo, in via più sintetica e generale, le ipotesi già delineate dal CESR nel primo parere, pone agli stati membri il dovere di assicurarsi che le imprese di investimento adottino come “criterio minimo” di individuazione del conflitto di interessi potenzialmente dannoso per il cliente quello di considerare se l’impresa di investimento (o i soggetti c.d rilevanti, o persone aventi legami di controllo diretto o indiretto con l’impresa) si trovi, per qualsiasi ragione (ma principalmente in relazione all’esercizio dei servizi di investimento), nelle seguenti situazioni:

---

<sup>8</sup> In particolare vengono in rilievo i considerando dal 24 al 31.

- che l'impresa realizzi un guadagno finanziario o eviti una perdita a spese del cliente;
  - che l'impresa abbia un interesse distinto da quello del cliente nell'operazione realizzata o nel servizio prestato;
  - che l'impresa abbia un incentivo finanziario o di altra natura nel privilegiare un cliente rispetto ad altri clienti;
  - che impresa e cliente svolgano la stessa attività;
  - che l'impresa riceva un incentivo (denaro, beni e servizi) da soggetto diverso dal cliente per lo svolgimento del servizio, che non siano le commissioni e le competenze previste per quel servizio;
- b) prevede che gli stati membri impongano alle imprese una politica di gestione del conflitto, formulata per iscritto, e commisurata alle dimensioni e all'organizzazione dell'impresa. Politica che deve consentire l'individuazione delle circostanze generatrici di un conflitto di interessi potenzialmente lesivo per il cliente e definire le procedure da adottare per gestire i conflitti. In particolare l'art. 22, comma 3, prevede che gli stati membri assicurino un adeguato grado di indipendenza dei soggetti che svolgono attività professionali e che implicino la sussistenza di un conflitto di interessi potenzialmente lesivo per il cliente. E tra le procedure da seguire e le misure da adottare per la gestione dei conflitti assicurando il grado di indipendenza richiesto si individuano:
- le c.d. barriere impeditive o limitative dello scambio di informazioni tra i soggetti che compiono attività a rischio di conflitto, se tale scambio è potenzialmente lesivo del cliente;
  - la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui funzioni implicino l'esercizio di attività a rischio di conflitto;
  - l'*eliminazione* di legami diretti fra le retribuzioni o redditi di soggetti che esercitano attività differenti a rischio di generare un conflitto;
  - l'*impedimento o la limitazione* di influenze indebite sui soggetti che esercitano i servizi di investimento;

- l'*impedimento o il controllo* di esercizio simultaneo di servizi di investimento differenti ove ciò nuoccia alla corretta gestione del conflitto.

L'insufficienza di tali misure autorizza gli stati membri a imporre *misure supplementari*.

- c) si occupa delle forme della *disclosure* del conflitto di interessi richiedendo che essa sia effettuata su supporto durevole e che, considerata la natura del cliente, sia sufficientemente dettagliata da consentire a tale cliente di prendere una decisione informata sul servizio di investimento, tenuto conto del contesto in cui sorge il conflitto.

Infine l'art. 23 prevede l'istituzione di un "*registro dei servizi o delle attività che danno origine a conflitti di interesse pregiudizievoli*".

5. Il regolatore italiano, successivamente alla Mifid, è intervenuto sul tema in modo un po' disorganico, stretto fra la necessità di dare una risposta ai gravi casi di default di emittenti quotati, ove i rischi del conflitto di interessi dell'impresa di investimento sono emersi in modo netto, e l'obbligo di attuare le direttive comunitarie (tuttora in corso). E' interessante ripercorrere in ordine cronologico gli interventi normativi: si ha modo infatti di cogliere con chiarezza il variare delle soluzioni adottate e, sul piano dell'analisi, le pluralità delle possibili scelte a disposizione del legislatore.

Il primo intervento si è avuto con la l. n. 262/2005. E' stato introdotto l'art. 6, comma 2-bis Tuf – poi abrogato, come si dirà subito - che attribuiva alla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, il potere di "*disciplinare i casi in cui, al fine di prevenire conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento, anche rispetto alle altre attività svolte dal soggetto abilitato, determinate attività debbano essere prestate da strutture distinte e autonome*", lasciando ipotizzare la possibilità di interventi anche più incisivi dei "*chi-*



*nese walls*” all’interno della impresa di investimento. Inoltre, all’art. 9, si delegava il Governo ad adottare uno o più decreti legislativi diretti a disciplinare i conflitti di interessi nella gestione dei patrimoni degli organismi collettivi del risparmio, dei prodotti assicurativi e di previdenza complementare e nelle gestioni su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi. Nell’indicare i criteri direttivi di tale delega si prevedeva che i limiti all’investimento fondati su situazioni riconducibili al conflitto di interessi non riguardassero solo gli strumenti finanziari emessi da società facenti parte del gruppo cui appartiene il gestore, ma anche quelli emessi da soggetti *“appartenenti a gruppi legati da significativi rapporti di finanziamento con il soggetto che gestisce tali patrimoni o portafogli o con il gruppo al quale esso appartiene”*. Pure si prevedeva il criterio della fissazione di limiti all’impiego, nonché correlati doveri di informazione, di intermediari appartenenti allo stesso gruppo del gestore nello svolgimento dei servizi di gestione. Il legislatore, dunque, mostrava una netta propensione a intervenire anche in senso limitativo della libertà di organizzazione e di investimento al fine di prevenire i rischi derivanti dal conflitto di interessi.

Nel volgere di un anno lo scenario cambia. La l. n. 13/2007, attuativa della direttiva Mifid ha abrogato gli artt. 9 e 10 della l. n. 262/2005 e così anche l’art. 6, comma 2-bis del Tuf appena richiamato. L’art. 10 l. n. 13/2007 ha poi rimodulato le linee di intervento di attuazione della direttiva ad opera del governo, spostando sulla Consob e sulla Banca d’Italia *“il potere di disciplinare con regolamento, in conformità alla direttiva e alle relative misure di esecuzione adottate dalla Commissione Europea, secondo la procedura di cui all’art. 64, paragrafo 2 della medesima direttiva le seguenti materie relative al comportamento che i soggetti abilitati devono tenere: “ 1) le misure e gli strumenti per identificare, prevenire, gestire e rendere trasparenti i conflitti di interesse, inclusi i principi che devono essere seguiti*

*dalle imprese nell'adottare misure organizzative e politiche di gestione dei conflitti*" (...). Nella norma vi è la chiara evocazione del tenore dell'art. 18 Mifid e vi è, soprattutto, l'evidente volontà di attenuare il rigore di principio dell'impostazione dell'art. 9 l. n. 262/2005, quantomeno nel senso di lasciare alle autorità di vigilanza il potere di scegliere, in tutta libertà, diagnosi e terapia del conflitto di interessi senza i vincoli piuttosto chiari che il richiamato articolo, sull'onda – perverso già molto lunga – dei crack finanziari Cirio e Parmalat, aveva posto.

Infine, e per giungere ai giorni nostri, la diversa allocazione del luogo di produzione delle regole destinate a regolare la materia ha trovato conferma nella recentissima bozza di testo di decreto legislativo del Dipartimento del Tesoro di modifica del Tuf in attuazione, appunto, della Mifid. Gli interventi rilevanti sono così sintetizzabili:

- (i) modifica dell'art. 6 Tuf in tema di vigilanza regolamentare. Accanto al principio generale della *“valorizzazione dell'autonomia dei soggetti abilitati”* (comma 1, lett. a) e alla conferma della previsione da parte della Banca d'Italia per gli Oicr dei *“criteri e divieti relativi all'attività di investimento, avuto riguardo ai rapporti di gruppo”*, è stato rimosso il riferimento dell'attuale comma 2 lett. b), che attribuiva alla Consob il potere di disciplinare con regolamento il comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori, *“anche tenuto conto dell'esigenza di ridurre al minimo i conflitti di interessi”*; l'abrogato comma 2-bis dell'art. 6 Tuf è stato sostituito con la menzione della generale potestà disciplinare della *“gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti”* nell'ambito nella nuova vigilanza regolamentare congiunta della Consob e della Banca d'Italia,
- (ii) modifica dell'art. 21 sui criteri generali dello svolgimento di servizi e delle attività di investimento

da parte dei soggetti abilitati, con l'introduzione nel comma 1-bis della previsione del dovere di adottare *“ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, [e di gestirli], anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti”* (formula che sostituisce quella attuale per cui i soggetti abilitati devono organizzarsi per ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse);

- (iii) conservazione del riferimento alla violazione delle disposizioni regolanti i conflitti di interesse, come elemento costitutivo del reato di “gestione infedele” (art.167 Tuf);
- (iv) mantenimento dell'attuale disciplina delle SGR.

Dunque alla Consob e alla Banca d'Italia spetta oggi delinere, nell'ambito dei criteri posti, in sostanza, dalla direttiva Mifid e, più specificamente, dalla direttiva di secondo grado 73/2006/CE, le regole della gestione del conflitto di interesse fra investitore e intermediario.

La relazione illustrativa per la consultazione dello schema del decreto legislativo non si sofferma sul tema del conflitto di interessi se non per rimarcare che gli obblighi posti dall'art. 21 non si estendono alle imprese di investimento comunitarie in ossequio al principio, espresso dalla Mifid, che la materia è riservata al regolatore dello stato di origine. Tuttavia, nel delineare i criteri generalissimi di lettura delle finalità della Mifid e del conseguente programmato intervento legislativo (e fors'anche di quello regolamentare) si sottolinea l'esigenza di alleggerimento e “calibratura” dell'intervento regolatore sulla situazione concreta e si valorizza l'autonomia delle imprese nella scelta e definizione dei modelli organizzativi, al fine ridurre i costi della regolazione e aumentarne l'efficienza.

Pure si rimarca il carattere stringente della Mifid che segnerebbe limiti di dettaglio non valicabili dal legislatore nazionale e il passaggio da una *regulatory convergence* ad una *supervisory convergence* che caratterizzerebbe il *focus* della vigilanza, che più che produrre regole cogenti generali, dovrebbe, *a posteriori*, valutare “*l’idoneità in concreto delle soluzioni organizzative procedurali adottate dalle imprese a realizzare gli obiettivi fissati dal legislatore invece della conformità a modelli gestionali predefiniti dal regolatore*”.

L’osservazione è in linea con quanto affermato dal governatore della Banca d’Italia, al Senato<sup>9</sup>, in sede di indagine conoscitiva sulle questioni attinenti l’introduzione della l. 262/2005, dove si rimprovera alla legge, discostandosi dalla Mifid, d’aver introdotto “regole che mirano a prevenire i conflitti di interesse vincolando in modo stringente l’autonomia organizzativa e operativa degli intermediari”, e si prefigura un intervento che lasci alle imprese di identificare i conflitti e porre in essere le misure organizzative per prevenirli, mentre le Autorità avrebbero un potere di verificare l’efficacia delle misure adottate e di stabilire adeguati obblighi di trasparenza.

E tuttavia la stessa relazione con chiarezza afferma che vincoli e obiettivi devono esser posti dal regolatore, pur nella libertà di adozione del modello gestionale da parte delle imprese. Nel nostro caso, gli obiettivi sono la individuazione, la prevenzione e la gestione del conflitto di interessi pregiudizievole per l’efficienza del mercato e per l’equo e corretto trattamento degli investitori; i vincoli attengono alle regole di comportamento che, in presenza di conflitti di interesse, possono imporsi alle imprese. Può dubitarsi allora che l’intervento della Banca d’Italia e della Consob possa limitarsi a ripetere l’obiettivo (come in modo oscillante sino ad ora è stato

---

<sup>9</sup> Si veda l’audizione del Governatore della Banca d’Italia del 26 settembre 2006 presso la sesta commissione permanente del Senato, Finanze e Tesoro, nell’ambito dell’indagine conoscitiva sull’attuazione della l. 262/2005, alla pag. 11 del documento reperibile sul sito [www.bancaditalia.it/interventi\\_comunicati/integov/](http://www.bancaditalia.it/interventi_comunicati/integov/).

fatto) senza intervenire anche preventivamente sul piano dei vincoli e così, per riprendere il titolo di questo contributo, della diagnosi e della terapia e può esser utile interrogarsi in modo complessivo sulle possibili opzioni che il futuro regolatore ha innanzi a sé.

**6.** La fase della diagnosi attiene, come già si diceva, all'individuazione delle fattispecie di conflitto rilevante.

Su un piano generale va chiarito che i doveri di comportamento delle imprese di investimento e l'intervento del regolatore si giustificano già al livello del conflitto di interessi potenziale o, per meglio dire, preventivo/astratto, specie quando si tratta di individuare un conflitto rilevante ai fini dell'adozione di regole organizzative volte alla sua prevenzione e gestione; ma ciò vale anche con riguardo agli strumenti di "repressione", e così agli eventuali divieti o limiti della concreta operatività o delle sanzioni per la violazione delle regole. Non v'è, altrimenti detto (se non sul piano del mero risarcimento del danno all'investitore), spazio per considerare rilevante, per il regolatore, il conflitto di interessi solo se esso in concreto si traduce in un danno per l'investitore.

Questa notazione trova conferma nel considerando 24 della direttiva 73/2006 dove il "possibile" svantaggio per il cliente è il criterio sufficiente di individuazione della nozione di conflitto di interessi rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina; trova conferma, ancora, in quei già rilevati segnali, non provenienti solo dalla regolamentazione in materia di servizi di investimento, che alla nozione di conflitto di interessi affiancano, come presupposto sufficiente per giustificare l'intervento regolatore, quello più ampio di "interesse"<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Ad esempio, l'art. 2391 c.c. sulla già ricordata disciplina delle raccomandazioni all'investimento dove il Reg. Emittenti indica come rilevante ai fini dell'informativa al mercato l'esistenza di un interesse di chi effettui le raccomandazioni, senza che possa introdursi alcuna sottile distinzione fra interesse compatibile o interesse configgente o il già ricordato art. 2391 c.c..

Nell'ambito della tutela del risparmio, specie in un sistema come quello italiano caratterizzato dalla compresenza di importanti fenomeni di conglomerati finanziari e dalla estrema rarità di imprese di investimento e società di gestione del risparmio che non siano emanazione di soggetti bancari<sup>11</sup> (con la conseguente esaltazione, per fare solo il principale degli esempi, dei rapporti di credito fra banche ed emittenti strumenti finanziari), subordinare, per esempio, regole di trasparenza alla sottile distinzione fra interessi confliggenti e interessi compatibili appare ingiustificato; certamente non giustificato sarebbe interpretare restrittivamente il concetto di conflitto di interesse potenziale, che va riferito alla mera astratta possibilità che la situazione di conflitto arrechi danno al cliente.

Sempre sul piano generale va osservato che non può postularsi differenza di trattamento a seconda che la banca operi secondo il modello universale polifunzionale ovvero quello del gruppo bancario. Altrimenti detto l'autonomia giuridico-patrimoniale delle società componenti il gruppo bancario non è, di per sé, strumento atto a garantire, sotto il profilo organizzativo, la prevenzione delle situazioni di conflitto. Ciò è normativamente compreso, per esempio, nella direttiva 73/2006: l'art. 22, comma 1, per esempio, con chiarezza e

---

<sup>11</sup> Interessante in materia è l'ultimo intervento del Governatore della Banca d'Italia (Draghi, *Crescita e stabilità nell'economia e nei mercati finanziari*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi all'incontro organizzato a Torino il 3 febbraio 2007 da AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX): "Lo scorso anno in questa sede richiamai l'attenzione sulla necessità di garantire l'indipendenza delle società di gestione del risparmio dai gruppi bancari e assicurativi che le controllano e che ne distribuiscono i prodotti. Questo può avvenire attraverso rigorosi presidi di *governance* o, se insufficienti, attraverso decisioni che incidano sugli assetti proprietari. L'attuale integrazione tra produzione e distribuzione dei prodotti finanziari limita le possibilità di sfruttare le economie di scala presenti nell'attività di *asset management*; attenua la pressione concorrenziale; accresce i rischi di conflitti di interesse; rappresenta in definitiva un limite allo sviluppo del settore e alla tutela del risparmiatore. Occorre che gli operatori, in particolare le banche, rendano autonome le società di gestione del risparmio; permettano la concorrenza nella distribuzione dei prodotti, al fine di ridurre i costi per i risparmiatori. Come in altri campi, l'iniziativa del mercato è preferibile a quella del legislatore; in sua assenza sarà inevitabile l'intervento normativo o regolamentare".

comprensibilmente prevede che “qualora l’impresa appartenga ad un gruppo” la politica di gestione del conflitto deve tener conto anche delle “*circostanze, di cui l’impresa dovrebbe essere a conoscenza, che potrebbero causare un conflitto di interesse risultante dalla struttura e dalla attività degli altri membri del gruppo*”: modo garbato di dire che allocare la varie attività a rischio di conflitto in varie società autonome di gruppo non è certo sufficiente per evitare il conflitto o per gestirlo efficientemente.

Passando all’individuazione di fattispecie specifiche di conflitto di interessi, e così a quella tassonomia o tipizzazione dei conflitti alla quale si faceva cenno in principio come opportuna linea di tendenza della normativa, va nuovamente ricordato che su questa strada si sono mossi il Reg. Emittenti della Consob in relazione all’attività di raccomandazione e analisi all’investimento in strumenti finanziari e, per le imprese di investimento, in sede comunitaria il CESR prima e la direttiva 73/2006 poi. Si è così individuata una serie di macrofattispecie tipiche di conflitto di interessi – di cui si è già dato conto - che dovrebbe esser presa in considerazione dalle imprese di investimento come ipotesi tipiche di conflitto rilevante, con la conseguente necessità, in loro presenza, di adottare le misure organizzative e di trasparenza per la loro gestione.

Dalle macrofattispecie si è poi cercato di passare a tipizzazioni più stringenti. Può così segnalarsi, per lo sforzo di individuare una casistica accurata al riguardo e per lo stretto collegamento con le elaborazioni normative di matrice comunitaria, il 24° rapporto dell’European Bank Report, che individua 12 ipotesi di conflitto di interessi individuate nell’ambito di tre macro aree (gestione del portafoglio, attività di ricerca, attività creditizia)<sup>12</sup>. L’analisi “storica” ed economica dei più recenti

---

<sup>12</sup> Si veda il 24° Rapporto EBR, 15 luglio 2005, “*La gestione dei conflitti di interesse nell’industria finanziaria europea: tutela degli investitori, correttezza ed efficienza dei mercati finanziari*”, reperibile sul sito [www.ebrnet.it](http://www.ebrnet.it).

crack nostrani e d'oltre oceano che hanno provocato la dispersione dell'investimento del pubblico risparmio ha confermato puntualmente l'emersione di situazioni di alcune di queste ipotesi di conflitto di interessi nel comportamento tenuto dalle banche nello svolgimento delle attività di investimento<sup>13</sup>.

Appare utile dar conto di questi risultati.

Con riferimento all'area dell'attività creditizia, ipotesi di conflitto, definite addirittura "classiche" (poiché talune di esse hanno dato origine al *Glass-Steagall Act* del 1933):

- a) la Banca che fornisce credito ad un emittente e svolge anche attività di gestione del risparmio, con la possibilità che per sostenere l'emittente, sul quale ha informazioni maggiori del mercato, sia indotta a favorire il collocamento degli strumenti finanziari per permettere il rimborso del credito (oltre che per ottenere un profitto);
- b) la variante definita "perversa" di tale conflitto e cioè quella relativa all'ipotesi in cui la banca organizza e aiuta l'emittente a collocare strumenti finanziari (bond o azioni) per rientrare, con la relativa liquidità dei propri crediti, spostando sul mercato il rischio dell'insolvenza;
- c) la Banca creditrice che svolge attività di ricerca ed è indotta, per sostenere la società debitrice, a esprimere giudizi favorevoli sugli strumenti finanziari della stessa.

Con riferimento all'area della gestione di portafoglio (ma anche quella della semplice negoziazione, specie se accompagnata dalla consulenza) le ipotesi di conflitto venute in evidenza sono:

- a) l'interferenza fra attività di gestione di portafoglio e quella di negoziazione per conto della banca che può condurre a trasferire sul cliente titoli rischiosi o da sostenere nel portafoglio della banca, o ancora nel portafoglio della banca per effetto di organizzazione di un

---

<sup>13</sup> Sulla storia dell'esperienza statunitense si veda, per più ampi riferimenti, PETRELLA, *I servizi finanziari e la gestione dei conflitti di interesse negli Stati Uniti: un'analisi economica* (in corso di pubblicazione).



- collocamento (il cui completamento può generare profitto per la banca o comunque evitare difficoltà);
- b) l'interferenza che può sorgere fra l'attività di gestione di portafoglio o di negoziazione e l'esistenza di rapporti di consulenza o di altro tipo per l'emittente che induca, al fine di mantenere tali relazioni, a favorire il collocamento nei portafogli dei clienti i titoli degli emittenti;
  - c) l'interferenza fra l'attività di collocamento di propri prodotti e quella di gestione del portafoglio che, con riferimento all'attività di negoziazione accompagnata a informale consulenza, è accresciuta dalla previsione di incentivi patrimoniali ai dipendenti che "piazzi" alla clientela *retail* prodotti della banca.

Simili, infine, sono i conflitti che possono porsi nell'area della ricerca o della consulenza (specie ora che anch'essa è destinata a diventare attività riservata alle imprese di investimento) dove l'interferenza con relazioni contrattuali con l'emittente dei titoli (collocamento, consulenza) oggetto delle analisi può portare a valutazioni eccessivamente favorevoli, danneggiando la clientela.

7. Ogni valutazione delle possibili terapie che il regolatore dovrebbe adottare a fronte dell'emersione del conflitto di interessi deve muovere dalla consapevolezza della possibilità varietà della tassonomia delle ipotesi di conflitto di interesse e dallo stretto collegamento fra tipizzazione delle fattispecie e disciplina degli obblighi da porsi a carico delle imprese di investimento.

Muoviamo dagli strumenti che le norme comunitarie individuano come principali: le misure organizzative per identificare, prevenire e gestire il conflitto e la *disclosure* dello stesso.

La trattazione congiunta di questi due strumenti ha una precisa ragione sotto il profilo giuridico. Chi legga il combi-

nato disposto dei primi due commi dell'art. 18 della Mifid e il primo parere del CESR troverà nell'Explanatory Text alle misure che si reputano opportune ai sensi dell'art. 18 comma 3 della Mifid (poi recepite nella direttiva 73/2006) una linea di ragionamento di questo tipo<sup>14</sup>.

Il conflitto di interessi – e in particolare quello determinato dalla multifunzionalità delle imprese di investimento, e così in particolare delle banche – è inevitabile e a questa inevitabilità il legislatore deve, per così dire, “rassegnarsi”. Il conflitto non va eliminato ma va “gestito”: dunque la soluzione più coerente con questo fine è, appunto, l'adozione da parte delle imprese di misure organizzative che consentano all'impresa di individuare, prevenire, gestire il conflitto: più precisamente ancora le imprese debbono gestire il conflitto per prevenire che l'inevitabile conflitto incida negativamente sugli interessi del cliente (art. 13 Mifid). Tuttavia, riconosce il comma 2 dell'art. 18 Mifid, e con esso il CESR, se le misure organizzative non sono sufficienti allo scopo soccorrere l'obbligo di *disclosure* del conflitto; pur se, saggiamente, il considerando 27 della direttiva 73/2006 – usando un eufemismo – precisa che non “è consentito un eccessivo affidamento sulla comunicazione senza una adeguata considerazione di come tali conflitti possano essere adeguatamente gestiti”.

Ma l'inevitabilità del conflitto di interessi non è nella natura delle cose o del mercato: esperienze antiche (il già ricordato *Glass-Steagall Act*) e recenti (le riforme israeliane) testimoniano che il legislatore può, ove il conflitto risulti troppo rischioso per l'efficienza e l'equità del mercato, vietare che una banca possa svolgere (direttamente o nell'ambito del gruppo) alcune attività di intermediazione finanziaria. E che

---

<sup>14</sup> Si veda *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, 1° Set of Mandates, January 2005, cit., pp.41-42.

dunque si sceglie consapevolmente di far diventare il conflitto inevitabile e si sceglie, invece di eliminarlo, di aprirsi al rischio o alla certezza (emblematico è il riferimento normativo alla limitazione al minimo del conflitto di interessi e all'obbligo di *disclosure*) che possa manifestarsi e incidere negativamente sull'efficienza del mercato e dell'operatore, e sull'equità. Del resto, se si pensa che la misura organizzativa principe è quella delle barriere informative fra le varie aree preposte alle attività nel cui ambito possono crearsi i conflitti, si comprende bene che il regolatore chiede alle imprese di creare al loro interno gli effetti di una preclusione di commistione di attività che egli non ha ritenuto di imporre. Appare sfuggente la razionalità dell'impostazione e debole la distinzione che pure emerge dalla norma fra conflitto inevitabile ed evitabile nocimento del cliente: salvo voler ravvisare la *ratio* della scelta nella volontà di soppesare rischi del conflitto e ipotetiche sinergie (che dovrebbero però venir meno per effetto delle misure organizzative).

Questa però è la scelta del legislatore che merita dunque di essere analizzata come tale. Il principale strumento organizzativo evocato è, si diceva, il sistema delle muraglie cinesi informative e soggettive fra le varie *business unit* in relazione alle quali può insorgere una delle descritte situazioni di conflitto di interessi. L'adozione del modello organizzativo adeguato ad individuare e gestire il conflitto in un quadro di indicazioni generali appare lasciata, in linea di principio, all'autonomia delle imprese. Vi sono tuttavia segnali in senso più stringente. Il Cesr, per esempio, individua come aree da tenere separate tramite *chinese walls* informative e soggettive quelle del *proprietary trading*, del *portfolio management* e del *corporate finance business, including underwriting or selling in an offerings of securities and advising on mergers and acquisition*; l'art. 22, comma 3 lett. c) della direttiva 73/2006, prevede che si impediscano legami retributivi fra le due aree o la partecipazione simultanea di un soggetto rilevante a servizi di investimento distinti.

Sono stati sollevati dubbi sull'effettiva capacità in concreto delle muraglie cinesi di separare l'attività di negoziazione e di gestione del patrimonio della clientela dalle restanti attività dell'impresa di investimento. Nello stesso tempo è evidente che tale sistema presuppone anche l'adozione di ulteriori adeguati assetti organizzativi che impediscano il sorgere di collegamenti indiretti fra le stesse (come si è detto, per esempio, il divieto di determinare i compensi dei soggetti operanti in certe aree dai risultati realizzate da altre; influenze indebite soggettive) nonché di meccanismi che rendano costante ed efficiente il controllo sul rispetto di tali barriere. E può ribadirsi che questi dubbi appaiono implicitamente condivisi dalla stessa direttiva nel momento in cui prende atto che la *disclosure* debba intervenire quando l'impresa stimi che i meccanismi organizzativi da essa doverosamente adottati non siano in grado di evitare i rischi che dal conflitto possano derivare per il cliente.

Di fronte a questa impostazione il regolatore nazionale deve assumere almeno due scelte di fondo:

- a) se indicare, in via autoritativa, misure organizzative minime volte ad assicurare che l'impresa di investimento, anche e soprattutto in relazione alla sua concreta polifunzionalità ed eventualmente in misura variabile a seconda del tipo di fattispecie a rischio di conflitto, ottemperi al dovere previsto dalla direttiva e dal Tuf nella nuova versione che si annuncia;
- b) determinare le modalità concrete di adempimento del dovere di *disclosure* del conflitto di interessi.

In ordine alla prima scelta, si sono già illustrati i segnali di una certa tendenza a non intervenire (o a non intervenire con eccessiva rigidità) nelle scelte organizzative delle imprese di investimento, intendendosi invece valorizzare l'autonomia di queste ultime. Tuttavia, come si ricordava, esistono indici normativi – il cui antecedente è proprio l'art.

18, comma 3 della Mifid – che autorizzano, da parte del regolatore nazionale, la definizione delle misure che si possono ragionevolmente richiedere alle imprese di investimento per rilevare, prevenire, gestire o divulgare i conflitti di interesse quando prestano vari servizi di investimento e servizi accessori o una combinazione di entrambi; il già ricordato elenco dell'art. 22, comma 3, della direttiva 73/2006 ne è la miglior riprova, prevedendo non solo generali indicazioni sulle misure organizzative da adottare ma anche interventi limitativi o impeditivi di determinate situazioni particolarmente a rischio e stabilendo anche la previsione di misure supplementari. La particolare rischiosità della materia, inoltre, consiglia di non sopravvalutare lo strumento della verifica *ex post* del modello organizzativo liberamente adottato dall'impresa.

In tale ambito l'intervento del regolatore non potrà, come già accaduto per la disciplina delle raccomandazioni all'investimento, esimersi dal fornire alle imprese, prendendo spunto dall'art. 21 della direttiva 73/2006, sulla base delle elaborazioni ed esperienze già maturate, una individuazione delle fattispecie ritenute portatrici del conflitto di interessi potenzialmente lesivo al fine di diminuire la discrezionalità in materia delle imprese di investimento e al fine di dare a queste ultime una traccia adeguata per l'adozione concreta delle misure organizzative per la loro prevenzione e gestione.

**8.** Passando alle scelte in tema di *disclosure* del conflitto, varie sono le problematiche che vengono in evidenza: il rapporto fra adozione delle scelte organizzative e valutazione della loro idoneità a ovviare ai rischi di nocimento del cliente (che, almeno stando alla lettera della Mifid, dovrebbe essere il presupposto dell'insorgenza dell'obbligo di *disclosure* del conflitto); il momento in cui sorge l'obbligo di comunicazione in rapporto, soprattutto, alle attività di investimento che non si risolvono nella semplice negoziazione; il grado di specificità della *disclosure*.

Il tema, va subito detto, si sottrae ad ogni sussunzione nella disciplina dell'art. 19 della Mifid, e più in generale nella regolamentazione generale dei doveri di comportamento da rispettare da parte dell'impresa al momento della prestazione dei servizi di investimento. Non a caso l'art. 19, comma 6 della Mifid condiziona l'esonero delle imprese dal rispetto degli obblighi di informazione o di verifica dell'adeguatezza dell'investimento al rispetto, fra l'altro, delle previsioni dell'art. 18 in tema di conflitto di interessi e così, tra l'altro, dei doveri di *disclosure* del conflitto.

Taluni dei profili sottolineati sono stati affrontati dalla direttiva 73/2006, almeno sul piano dei criteri generali. Quanto all'ampiezza della *disclosure*, l'art. 22, comma 4 adotta lo standard di un'informazione tale da consentire l'adozione di una decisione informata sul servizio di investimento o accessorio. E' da attendersi che l'intervento del regolatore si ispiri ai criteri che, per esempio, sono stati già seguiti nella disciplina dei comportamenti di chi effettui raccomandazioni all'investimento in strumenti finanziari. Atteso che chi raccomanda al pubblico un investimento è tenuto ad una *disclosure* piuttosto ampia, anche sui mezzi di prevenzione del conflitto di interessi, non potrà sostenersi razionalmente che, invece, quando si scenda sul piano della specifica attività di intermediazione finanziaria *vis a vis* con l'investitore o sul piano della concreta attività di gestione collettiva del risparmio, il regolatore si accontenti di una comunicazione della semplice esistenza di un conflitto di interessi. Per esempio, la banca che raccomandi l'acquisto di uno strumento finanziario dovrebbe render noto quali siano i rapporti creditizi con la stessa; lo stesso dato non dovrebbe invece esser reso noto quando un risparmiatore discuta dei suoi investimenti all'ufficio titoli di una banca e si veda proporre dall'addetto l'acquisto di un determinato strumento finanziario oppure nell'ambito di una gestione individuale o collettiva.

In tale quadro, nuovamente la tipizzazione delle ipotesi di conflitto aiuta a conferire un grado di effettività reale (pur se, certo, non dirimente dei problemi) all'obbligo di comunicazione del conflitto di interessi nell'ottica della tutela del cliente.

Identificare come espresse ipotesi di conflitto di interessi fattispecie che sono venute o vengono ad emersione nelle principali vicende patologiche avvenute sui mercati finanziari permette anche di render noto senza infingimenti alle imprese di investimento che, per esempio, determinate opzioni di *marketing* finanziario (si pensi al già citato caso degli *inducements*) ovvero la compresenza – anche a livello di gruppo – di rapporti finanziari o contrattuali di diversa natura fra imprese di investimento ed emittenti, specie in casi limite (il già citato caso dello spostamento sul mercato del rischio dell'insolvenza dell'emittente), rappresentano un caso tipico di conflitto di interessi o di interesse dell'impresa nell'operazione che divulgati al cliente nel momento in cui vanno si presta in suo favore un servizio di investimento.

Altrimenti detto, l'obbligo di *disclosure* non dovrebbe essere letto nel senso che lo stesso possa dirsi assolto con strumenti meramente formali e tradursi in una mera aggiunta di documenti cartacei, generici e omnicomprensivi, che l'intermediario fornisce all'investitore e che questi non è in grado né di decifrare né di apprezzare. Se, in concreto, questo sarà lo standard di *disclosure* si potrà effettivamente parlare – come si è detto – di un “decisivo arretramento” della tutela comunitaria rispetto a quella attuale italiana dove la comunicazione del conflitto di interessi dovrebbe precedere ogni singola operazione nell'ambito della prestazione dello specifico servizio di investimento<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> L.ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 854.

9. L'analisi può andare oltre. Ci si deve porre la domanda se l'adozione di misure organizzative volte alla prevenzione, individuazione e gestione dei conflitti, e obblighi di loro *disclosure* possono essere gli unici strumenti che il regolatore deve porre a tutela dell'efficienza e dell'equità in presenza di una situazione di conflitto di interessi. Si è già visto che lo stesso legislatore comunitario ritiene che le misure di tipo organizzativo non possono svolgere efficacemente questa funzione: l'inevitabile conflitto, se c'è il rischio che in concreto possa volgersi a danno del cliente, deve essere rivelato.

Ma la rivelazione del conflitto può valere come esenzione da responsabilità dell'impresa di investimento e, soprattutto, sotto un profilo di politica legislativa può essere ritenuto lo strumento al quale affidare la "reputazione" del mercato e la "sanzione" di chi agisce in conflitto? Altrimenti detto: può dirsi affidante un mercato che, di fronte al conflitto di interessi, risolve la protezione dell'investitore nella sua capacità di lettura della *disclosure* dello stesso e – secondo il modello applicato, per esempio, nel Regolamento Intermediari – nel consenso all'operazione a seguito della *disclosure*?

E' possibile sia dubitare della risposta positiva a questa domanda, sia porre alcuni interrogativi nel caso in cui invece si voglia ritenere che questa sia la scelta che il legislatore comunitario e nazionale adotteranno.

Sotto il primo profilo, proprio di fronte alla varietà della tipologia delle situazioni di conflitto di interesse che la pratica e la malpratica delle imprese di investimento hanno rivelato, è giusto interrogarsi se questi dati della realtà debbano indurre a cogliere l'occasione per una differenziazione degli interventi a seconda delle diverse tipologie di conflitto, al fine di tutelare effettivamente il mercato dall'ingiusto sacrificio dell'interesse dei risparmiato-



ri rispetto a quello dell'impresa di investimento.

Tralasciando l'aspetto delle possibili restrizioni a "monte" sul piano dei limiti alle attività che possono essere svolte da parte di chi presti servizi di investimento (per il quale la scelta normativa comunitaria appare orientata in senso negativo), riteniamo – e qui potrebbe cogliersi una differenziazione fra servizio di negoziazione e gestione patrimoniale - che l'attuale sistema consenta, nell'ambito quantomeno della disciplina degli Oicr (si veda la formulazione dell'art. 6 Tuf, comma 2, lett. c nn.1 e 2 della bozza di modifica del dipartimento del Tesoro), di tenere conto, nel fissare limiti e divieti all'investimento, delle fattispecie di conflitto di interessi che la realtà ha mostrato come più suscettibili di tradursi in un grave pregiudizio dei risparmiatori. V'è da chiedersi se analoga soluzione non debba estendersi anche alla gestione individuale di portafogli di investimento, recuperando, ad esempio, nella disciplina regolamentare quei principi ai quali il legislatore si era ispirato dettando l'abrogato art. 9 della l. n. 262/2003, là ove opportunamente – alla luce delle esperienze concrete – si delegava il governo a porre limiti all'investimento da parte degli intermediari quando gli strumenti finanziari fossero emessi, per esempio, da soggetti *“appartenenti a gruppi legati da significativi rapporti di finanziamento con il soggetto che gestisce tali patrimoni o portafogli o con il gruppo al quale esso appartiene”*, così individuando, fra le molte ipotizzabili forme di conflitto di interessi, una delle più ricorrenti e pericolose fra quelle che riguardano lo svolgimento della attività di investimento da parte di una banca.

C'è seriamente da riflettere, infatti, sulla strutturale capacità del sistema di *chinese wall* di evitare in concreto il rischio, che chi svolge le scelte di investimento nell'attività di gestione collettiva e individuale, ovvero l'attività di consulenza o negoziazione alla clientela retail, venga a

conoscenza dei rapporti che possono indurre la banca a far prevalere il proprio interesse su quello del cliente. Allo stesso tempo la *disclosure* inerente la situazione di conflitto, inapplicabile per definizione rispetto alla gestione collettiva del risparmio, anche con riguardo alle gestioni individuali ovvero alle operazioni di negoziazione, rappresenta – per le ipotesi più gravi e rischiose di conflitto – uno strumento che finisce per spostare sul soggetto non professionista l'onere di valutazione di situazioni. Con l'aggiunta della considerazione che, attese le modalità concrete con le quali viene solitamente fornita l'informazione e raccolto l'eventuale consenso specifico all'operazione in conflitto di interessi, sarebbe viziato da un certo grado di ipocrisia il confidare che l'informazione del conflitto sia lo strumento corretto di riequilibrio dell'asimmetria informativa tra impresa di investimento e cliente.

Ancora, per esempio, con riferimento alla complessa e rilevante problematica degli *inducements* che tocca da vicino e direttamente le politiche di *marketing* finanziario all'interno della banca, la determinazione degli obiettivi da raggiungere e gli incentivi legati a tale raggiungimento, è lo stesso CESR che esprime l'avviso che alle imprese di investimento dovrebbe essere consentito offrire o ricevere *inducements* nella prestazione dei servizi alla clientela solo se non sono tali da porre a rischio l'osservanza del dovere della banca di agire nel miglior interesse del cliente, così ponendo un principio di comportamento imperativo. E la Consob, tempo or sono, aveva in una proposta di modifica del Reg. Intermediari appunto previsto la possibilità per gli intermediari di offrire o ricevere, in connessione alla prestazione di un servizio di investimento, denaro, beni o servizi diversi dalle normali commissioni e spese solo se e nella misura in cui questi possano ragionevolmente contribuire alla prestazione del servizio a favore degli investitori (oggi la direttiva 73/2006 considera invece la fattispecie

come ipotesi di conflitto di interessi)<sup>16</sup>.

Se, invece, vuol ritenersi che la disciplina della trasparenza del conflitto (unita a quella dell'adozione di misure organizzative idonee alla gestione dello stesso) divenga una sorta di "lasciapassare" o di esenzione da responsabilità per il compimento di una attività di investimento per la clientela in conflitto di interessi, è evidente che il grado di serietà, di severità e di specificità dei comportamenti richiesti dovrà essere modellato dal regolatore in modo coerente con il beneficio che in termini di responsabilità viene accordato all'impresa. E in modo appropriato dovrà essere costruita la regola di sanzione e di responsabilità che dovrebbe conseguire alla violazione del dovere dell'adozione di adeguate misure organizzative per la gestione del conflitto e di *disclosure* dello stesso. In particolare dovrebbe risultare chiaro che in un giudizio di responsabilità per violazione del dovere di non agire in conflitto di interessi sarà onere della banca dimostrare l'adozione formale e il rispetto sostanziale delle misure organizzative per la gestione dei conflitti; dovrebbe essere preferita una lettura non formalistica delle regole di comportamento della banca non solo per quel riguarda il rispetto del contenuto della *disclosure* sul conflitto di interessi, ma anche per quanto concerne le modalità concrete con le quali tale *disclosure* avviene, come del resto dovrebbe accadere ogni volta che la tutela del cliente viene attenuata o esclusa in base all'adozione di uno standard formale da parte dell'impresa di investimento.

---

<sup>16</sup> Il riferimento è al documento di consultazione del 4 agosto 2003 relativo alla bozza di riforma del Reg. Intermediari e in particolare all'ipotesi di modifica dell'art. 27, in tema di conflitto di interessi, ove si proponeva l'inserimento al comma 8 della seguente regola: "*Gli intermediari possono offrire o ricevere, in connessione alla prestazione di un servizio di investimento, denaro beni o servizi diversi dalle normali commissioni e spese, solo se, e nella misura in cui questi possano ragionevolmente contribuire alla prestazione del servizio a favore degli investitori*".

E qui il discorso finirebbe per spostarsi sul piano più generale delle regole sulla responsabilità dell'impresa di investimento e sull'efficienza dei sistemi, anche di tipo processuale, che dovrebbero assicurare un adeguato grado di tutela all'investitore e fondare, su un piano istituzionale, una reputazione di affidabilità di un determinato mercato finanziario. Le riflessioni, così, dovrebbero spostarsi sulle regole e sui meccanismi di risoluzione dei conflitti fra investitore e cliente, anche collettivi, di cui il recente schema di decreto legislativo di modifica del Tuf inizia a tener conto<sup>17</sup>: e le situazioni di conflitto di interessi in genere incidono sulla posizione della clientela in maniera tendenzialmente indiscriminata e trascendono ampiamente le vicende della singola operazione di negoziazione.

In un momento in cui le autorità di vigilanza sono chiamate a porre un importante tassello della disciplina dei mercati finanziari come quello relativo alle regole sul conflitto di interessi delle imprese di investimento il giurista può rivolgere almeno due richieste:

- la prima di non considerare, come ebbe a dire un protagonista, in negativo, dello scandalo Enron, che “*what used to be a conflict is now a synergy*”;
- la seconda che oggi, in un'epoca di abbandono delle consolidate sicurezze nelle quali il *welfare state* ci aveva abituato a confidare, l'investimento sui mercati mobiliari, in forme istituzionali (fondi pensione) e indi-

---

<sup>17</sup> Il riferimento è alla proposta di introduzione del capo V (artt. 32-*bis* e -*ter*) sulla tutela degli interessi collettivi degli investitori, alla quale si estende la disciplina prevista agli artt. 139 e 140 cod. cons., e così l'affidamento alle associazioni dei consumatori della possibilità di promuovere una sorta di limitata *class action*, nonché l'applicazione delle procedure di conciliazioni previste dall'art. 141 cod. cons., in attesa di quelle previste all'art. 27 l. n. 262/2005. Sul tema, di estrema importanza, sia permesso rinviare, per un discorso generale, a M.RESCIGNO, *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano. Profili generali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 407 ss.. Si veda anche R.LENER, *Le “class actions” scomparse*, in *AGE*, 2006, p. 129 ss.

viduali, condiziona non solo la sorte del superfluo ma anche la certezza del necessario per tutte le mutevoli stagioni della vita; non è troppo scandalo chiedere, almeno nelle ipotesi dove l'esperienza indica che la gravità del conflitto si traduce troppo spesso nel rassegnato conto delle perdite, un controllato sacrificio della libertà del mercato.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE  
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Aletti Montano & Co.  
Asset Banca S.p.A.  
Assiom  
Associazione Nazionale Banche Private  
Associazione Nazionale per le Banche Popolari  
Banca Agricola Popolare di Ragusa  
Banca Aletti & C. S.p.A.  
Banca Antoniana - Popolare Veneta  
Banca di Bologna  
Banca della Campania S.p.A.  
Banca Carige S.p.A.  
Banca Carime S.p.A.  
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.  
Banca Cassa di Risparmio di Tortona S.p.A.  
Banca Centrale della Repubblica di San Marino  
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.  
Banca della Ciociaria S.p.A.  
Banca Commerciale Sammarinese  
Banca Esperia S.p.A.  
Banca Fideuram S.p.A.  
Banca del Fucino  
Banca di Imola S.p.A.  
Banca Intesa S.p.A.  
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.  
Banca di Legnano S.p.A.  
Banca Lombarda Private Investment S.p.A.  
Banca delle Marche S.p.A.  
Banca MB S.p.A.  
Banca Mediolanum S.p.A.  
Banca del Monte di Parma S.p.A.  
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.  
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.  
Banca della Nuova Terra S.p.A.  
Banca di Piacenza  
Banca del Piemonte S.p.A.  
Banca Popolare dell'Alto Adige  
Banca Popolare di Ancona S.p.A.  
Banca Popolare di Bari  
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.  
Banca Popolare di Cividale  
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.  
Banca Popolare dell'Emilia Romagna  
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio  
Banca Popolare di Garanzia  
Banca Popolare di Intra  
Banca Popolare Italiana  
Banca Popolare di Marostica  
Banca Popolare del Materano S.p.A.  
Banca Popolare di Milano  
Banca Popolare di Novara S.p.A.  
Banca Popolare di Puglia e Basilicata  
Banca Popolare Pugliese  
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.  
Banca Popolare Sant'Angelo S.p.A.  
Banca Popolare di Sondrio  
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.

Banca Popolare di Todi S.p.A.  
Banca Popolare Valconca  
Banca Popolare di Vicenza  
Banca Regionale Europea S.p.A.  
Banca di Roma S.p.A.  
Banca Sammarinese di Investimento  
Banca di San Marino  
Banca di Sassari S.p.A.  
Banca Sella S.p.A.  
Banco di Brescia San Paolo CAB S.p.A.  
Banco di Desio e della Brianza  
Banco Popolare di Verona e Novara  
Banco di San Giorgio S.p.A.  
Banco di Sardegna S.p.A.  
Barclays Bank Plc  
Caboto S.p.A.  
Capitalia S.p.A.  
Carichieti S.p.A.  
Carifano S.p.A.  
Carifermo S.p.A.  
Cassa Lombarda S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.  
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Bra S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Forlì S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.  
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino  
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.  
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.  
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.  
Cedacri S.p.A.  
Centrale dei Bilanci  
Centrobanca S.p.A.  
Credito Artigiano S.p.A.  
Credito Bergamasco S.p.A.  
Credito Emiliano S.p.A.  
Credito di Romagna S.p.A.  
Credito Sammarinese S.p.A.  
Credito Siciliano S.p.A.  
Credito Valtellinese  
CSE - Consorzio Servizi Bancari  
Deutsche Bank S.p.A.  
Euro Commercial Bank S.p.A.  
Farbanca S.p.A.  
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo  
Federcasse  
Findomestic Banca S.p.A.

Friulcassa S.p.A.  
Interbanca S.p.A.  
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane  
MCC S.p.A.  
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.  
Meliorbanca S.p.A.  
Rasbank S.p.A.  
Sanpaolo Banca dell' Adriatico S.p.A.  
Sanpaolo Banco di Napoli S.p.A.  
Sanpaolo IMI S.p.A.  
Sedicibanca S.p.A.  
SIA-SSB S.p.A.  
UBI Banca  
UGC Banca S.p.A.  
Unibanca S.p.A.  
Unicredit Banca S.p.A.  
Unicredito Italiano S.p.A.  
Veneto Banca

*Amici dell'Associazione*

Arca SGR S.p.A.  
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno  
Borsa Italiana S.p.A.  
Centro Factoring S.p.A.  
Finsibi S.p.A.  
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.  
Kpmg S.p.A.  
Intesa Casse del Centro  
Sofid S.p.A.



## ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO  
[www.assbb.it](http://www.assbb.it)

- N. 200 «I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE»  
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002
- N. 201 “L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI”  
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002
- N. 202 “PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA”  
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO”  
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003
- N. 204 “PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE”  
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003
- N. 205 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI”  
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003
- N. 206 “IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO”  
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003
- N. 207 “ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE NEL CREDITO E NELLA FINANZA”  
G. Vigorelli - F. Cesarini - Dionigi Card. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208 “STRUTTURA E OPERATIVITÀ DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO”  
P. Abbadessa - F. Panetta - M. Sarcinelli - M. Onado - novembre 2003
- N. 209 “BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI”  
T. Bianchi - aprile 2004
- N. 210 “LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA DEL RISPARMIATORE”  
G. Alpa - giugno 2004
- N. 211 “L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE”  
F. Cesarini - G. Gobbi - R. Lupi - luglio 2004
- N. 212 “EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI”  
M. Anolli - B. Bianchi - M. Venturino - luglio 2004
- N. 213 “LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA”  
G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004

- N. 214 **“I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE: EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI”**  
F. Panetta - C. Fioravanti - G. Auletta Armenise - P. Gualtieri - luglio 2004
- N. 215 **“ALZATEVI, ANDIAMO!”**  
L. Ormaghi - S. E. Dionigi Tettamanzi - P. F. Casini - luglio 2004
- N. 216 **“DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA”**  
G. Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi - dicembre 2004
- N. 217 **“ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI”**  
G. Vigorelli - P. Giarda - M. T. Salvemini - dicembre 2004
- N. 218 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004”**  
G. Morcaldo - S. Rossi - D. Delli Gatti - M. Arpe - luglio 2005
- N. 219 **“METODOLOGIE DI EROGAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE: STATO DELL'ARTE E TENDENZE EVOLUTIVE”**  
F. Galmarini - C. Venesio - luglio 2005
- N. 220 **“IL CONTROLLO DEI RISCHI: NUOVI STRUMENTI E NUOVE REGOLE”**  
R. Locatelli - S. Laviola - D. Alfonsi - luglio 2005
- N. 221 **“BANCHE E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE”**  
M. Perini - E. Piol - luglio 2005
- N. 222 **“RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO DEI DERIVATI FINANZIARI”**  
T. Bianchi - F. M. Frasca - M. Faroni - G. Gorno Tempini - luglio 2005
- N. 223 **“LE NUOVE NORME CONTABILI E GLI EFFETTI SULLE BANCHE E SULLE IMPRESE”**  
T. Bianchi - A. Giussani - luglio 2005
- N. 224 **“SUI CONFLITTI D'INTERESSE NELLE BANCHE, CON DIVAGAZIONE”**  
M. Sarcinelli - dicembre 2005
- N. 225 **“CONCORRENZA E CONCENTRAZIONI NEL SISTEMA BANCARIO”**  
M. Grillo - dicembre 2005
- N. 226 **“NUOVI SCENARI PER IL SISTEMA BANCARIO TRA CAMBIAMENTI MACROECONOMICI E INNOVAZIONI NORMATIVE”**  
V. Desario - marzo 2006
- N. 227 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E IL RECUPERO DI COMPETITIVITÀ DELL'ITALIA E DELL'EUROPA”**  
G. Morcaldo - D. Delli Gatti - marzo 2006
- N. 228 **“IL QUADRO ECONOMICO DI RIFERIMENTO E LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE”**  
M. Morelli - F. Viola - maggio 2006
- N. 229 **“I RIFLESSI DELLA NUOVA DISCIPLINA DI TUTELA DEL RISPARMIO SUI RAPPORTI TRA BANCHE E CLIENTI”**  
T. Bianchi - C. Pisanti - M. Sella - G. Forestieri - maggio 2006

- N. 230**      **“I MERCATI BANCARI DELL’EUROPA ORIENTALE:  
OPPORTUNITÀ E RISCHI”**  
C. Salvatori - giugno 2006
- N. 231**      **“IL SISTEMA FINANZIARIO E I DIVARI ECONOMICI  
TERRITORIALI”**  
G. Gobbi - C. Ciccolella - M. Jacobini - ottobre 2006
- N. 232**      **“TENDENZE DELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA  
IN TEMPI DI GLOBALIZZAZIONE”**  
P. Ranci - C. Mc Carthy - maggio 2007
- N. 233**      **“L’IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI”**  
M. Anolli - G. Petrella - C. Faissola - G. Cammarano - maggio 2007
- N. 234**      **“IL FEDERALISMO FISCALE IN ITALIA: FATTI E PROBLEMI”**  
M. Bordignon - F. Ambrosiano - A. Zanardi - A. Staderini - maggio 2007

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria  
dell’Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: [assbb@bpci.it](mailto:assbb@bpci.it)

Finito di stampare Maggio 2007