

SELEZIONE PUBBLICA PER TITOLI E COLLOQUIO PER IL CONFERIMENTO DI N. 1 ASSEGNO DELLA DURATA DI 12 MESI PER LO SVOLGIMENTO DI ATTIVITA' DI RICERCA AI SENSI DELL'ART. 22 DELLA LEGGE 30.12.2010, N. 240 PRESSO IL DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA DELL'UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI BERGAMO (SETTORE CONCORSUALE 12/E3 - DIRITTO DELL'ECONOMIA, DEI MERCATI FINANZIARI E AGROALIMENTARI E DELLA NAVIGAZIONE - SSD IUS/05 - DIRITTO DELL'ECONOMIA)

bandito con Decreto del Rettore Rep. n. 674/2017 del 21.11.2017, pubblicato all'Albo di Ateneo il 21.11.2017

PROGETTO DI RICERCA

“La prestazione dei servizi di intermediazione finanziaria e creditizia e le regole di organizzazione interna degli intermediari”

In ragione della natura c.d. *credence* dei prodotti finanziari e creditizi e delle inevitabili asimmetrie informative fra operatori professionali e clienti, le moderne legislazioni riservano particolare attenzione alla regolamentazione dei servizi di intermediazione mobiliare e creditizia, allo scopo di porre rimedio ai casi di *market failure* e di garantire – almeno in via tendenziale – la tutela degli investitori e la sana e prudente gestione degli intermediari. Non stupisce quindi come fra le prime finalità attribuite alle Autorità di Vigilanza, come pure alla legislazione secondaria o autoregolamentare, trovino spazio: *i*) la tutela degli investitori e la salvaguardia della loro fiducia nel sistema finanziario (cfr. art. 5, TUF); nonché *ii*) la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e la stabilità e competitività del sistema finanziario (cfr. art. 5, TUB).

Il contemporaneo perseguimento delle dette finalità ha richiesto l'adozione di uno strumento di indirizzo privatistico dei rapporti fra intermediari e clienti, capace di contemperare le esigenze di tutela degli investitori con quella di stabilità ed efficienza del mercato ed idoneo a inibire le condotte abusive senza accollare agli intermediari i rischi dell'investimento o del servizio. Tanto per l'intermediazione mobiliare che per quella creditizia, in sintonia con la tradizionale concezione dell'autonomia privata (e della volontà negoziale) nonché con le indicazioni di certi studi di *law and economics*, la scelta è ricaduta, sia in Europa che negli USA, sullo strumento degli obblighi informativi: obblighi ricondotti in sostanza al canone della buona fede e predicati sia in sede precontrattuale che contrattuale.

Tuttavia, questo sistema si è dimostrato - alla prova dei fatti - incapace di assicurare sia una tutela efficace per gli investitori/clienti di fronte a comportamenti scorretti degli intermediari; sia un meccanismo efficiente di tutela, capace di impedire il successo a iniziative opportunistiche degli investitori/clienti e di accollare agli intermediari solo i costi dei loro effettivi inadempimenti. Neppure va sottaciuto quanto questo approccio ometta di dar compiuto rilievo alla natura d'impresa dei contratti per mezzo dei quali sono forniti i servizi di intermediazione. Ancorché la problematica sia nota da tempo, il tema non ha trovato ancora una compiuta soluzione e risulta anzi essere di estrema attualità visto il recentissimo recepimento della Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID 2) in materia di servizi di investimento (d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129). Si rende così opportuno avviare una specifica indagine che, in una prospettiva *de jure condito*, contribuisca al dibattito internazionale tuttora in corso prospettando nuove soluzioni alle problematiche descritte.

A tal fine, l'indagine dovrà prendere le mosse dalla constatazione che tanto l'attività di intermediazione finanziaria quanto quella creditizia sono rimesse, per lo più, a soggetti organizzati secondo il tipo della s.p.a. che affidano la determinazione del compimento dei servizi a procedure e misure organizzative interne. Si vuole dunque – innovando grandemente rispetto ai percorsi di ricerca finora seguiti – prendere in esame l'organizzazione interna degli intermediari come regolamentazione rilevante per la tutela degli investitori/clienti e l'efficienza del mercato. Più nello specifico, nell'ambito della intermediazione mobiliare il riferimento corre alle regole in materia di: *i*) conflitto di interessi, *ii*) *best execution*, *iii*) gestione degli ordini, *iv*) classificazione della clientela, *v*) quelle relative al giudizio di adeguatezza e appropriatezza degli strumenti finanziari al profilo degli investitori; e *vi*) *product governance*. Nell'ambito della intermediazione creditizia vanno almeno ricordate le previsioni degli artt. 127 e 128-*novies* del TUB, nonché di recente l'art. 6, D.M. 22 gennaio 2014, n. 31. Va quindi constatato che gli intermediari mobiliari e creditizi, a differenza di quanto avviene in generale per le s.p.a., non godono di una ampia autonomia nella definizione della propria organizzazione interna, essendo questa condizionata da norme legislative e regolamentari.

Le misure organizzative interne rendono la condotta degli intermediari *standard*, prevedibile e quindi orientabile: si instaura pertanto un legame di interdipendenza fra organizzazione ed attività d'impresa dei soggetti abilitati idoneo a integrare i requisiti di professionalità richiesti dalla disciplina di settore e ad assecondare l'esigenza di prevenzione tipica della legislazione di settore.

Non risultano, allo stato, né nella letteratura di *civil law*, né in quella di *common law* studi specificamente volti a chiarire i risvolti di questo legame sul piano dei rapporti esterni d'impresa nel settore di riferimento. Allo scopo di determinare quali rimedi privatistici possano essere attivati nel caso di violazione delle misure organizzative interne, il progetto qui proposto intende dunque chiarire la rilevanza di tali regole nei rapporti con i singoli investitori e/o clienti, anche tenuto conto del legame logico/sistematico dei contratti di massa con l'organizzazione d'impresa. In questo modo – si crede – si offrirà una nuova soluzione al problema della tutela degli investitori e/o clienti nell'intermediazione, capace di tener conto anche delle novità previste dalla Direttiva MiFID 2.

Nel corso della ricerca si dovrà anzitutto meglio chiarire il collegamento dei contratti d'intermediazione con l'attività d'impresa dei soggetti abilitati. Noto da tempo il legame fra atto e attività nell'ambito della contrattazione di massa, risulta per contro ancora poco approfondita la relazione fra organizzazione dell'attività d'impresa e atto negoziale esterno, specialmente in un contesto (come quello considerato) in cui l'autoregolamento dell'attività d'impresa è vincolata *ex ante* dalle decisioni dell'organo di gestione sulla base di indicazioni legislative e/o regolamentari. L'approfondimento del detto rapporto condurrà, per un verso, a ritenere le regole di organizzazione interna come regole di disciplina dei rapporti con gli investitori. Per l'altro, si evidenzierà l'inadeguatezza dell'atto negoziale *inter partes* a regolare compiutamente fenomeni che concernono il compimento di un'attività d'impresa. Tutto ciò pone le premesse per una innovativa qualificazione dei rapporti di intermediazione che prescindano dal momento negoziale. Il tema presenta delle importanti intersezioni tanto con gli studi civilistici da tempo avviati in materia di sufficienza del regolamento contrattuale in presenza della fattispecie attività; quanto con la recente attenzione posta dagli studiosi di diritto societario sul tema dell'adeguatezza degli assetti organizzativi e amministrativi della s.p.a. e sulla loro rilevanza nella regolamentazione dei rapporti con i terzi.

Nel tentativo di dar seguito alla rilevata insufficienza del regolamento contrattuale, il percorso di indagine dovrà poi verificare l'applicazione di una recente ricerca delineata da una certa dottrina commercialistica statunitense, importata di recente nel nostro ordinamento, la quale ha dimostrato l'esistenza della fattispecie fiduciaria in termini reali (e dunque non contrattuale), là dove si realizzi l'assunzione di poteri esclusivi sulle risorse altrui allo scopo di meglio utilizzarle, tanto in contesti in cui si realizza un affidamento interindividuale, quanto nei casi in cui l'interesse al miglior utilizzo delle risorse sia diffuso e quindi sociale. L'assunzione di tali poteri comporta la nascita di specifici doveri (*duty of loyalty* e *duty of care*), la cui violazione implica l'applicazione di rimedi particolari guidati dall'esigenza di assicurare effettività alla realizzazione dell'interesse leso. La prospettiva fiduciaria di analisi dei fenomeni di affidamento ai terzi di risorse produttiva presenta peraltro dei profili di stretta correlazione – ad oggi pressoché ignorati nel dibattito italiano – con la problematica della responsabilità sociale dell'impresa nei confronti dei terzi portatori degli interessi diffusi attivati nello svolgimento dell'attività produttiva.

Chiarita la possibilità di delineare, anche nel nostro ordinamento, la fattispecie fiduciaria interindividuale e sociale, si dovrà verificare in quali servizi di intermediazione (mobiliare e creditizi) sia possibile rintracciare i tratti dell'affidamento interindividuale o sociale, passando poi a verificare quali siano le conseguenze di tale qualificazione nell'interpretazione delle regole di organizzazione interna. Il percorso consentirà pure di evidenziare dei possibili risvolti sul dibattito – propriamente statunitense – circa la possibile unificazione della disciplina di *broker-dealers* e *investment advisors* (su cui recentemente vedi il provvedimento del Department of Labor, *Employee Benefits Security Administration*, April 2016). Si prospetta cioè la possibilità di dimostrare come il ruolo fiduciario sociale sia alla base della elaborazione della c.d. *Shingle Theory* e della progressione estensione ai *broker-dealers* dell'obbligo di *best interest*.

Da ultimo, occorrerà trarre le opportune conseguenze dell'indagine svolta in materia di rimedi di natura non contrattuale che l'investitore/cliente può attivare, là dove il fiduciario-intermediario violi le regole organizzative interne nell'ambito di una relazione fiduciaria interindividuale o sociale. Al riguardo, oltre ai rimedi restitutori previsti dall'ordinamento a tutela di posizioni di fatto (v., ad esempio, art. 1148 c.c.), occorrerà far riferimento a quei rimedi che consentono di dar tutela a interessi sociali diffusi pregiudicati dall'attività d'impresa, primi fra tutti le ipotesi di *class actions* e i rimedi inibitori di cui all'art. 140 e 140-bis, cod. consumo.

La ricerca proposta avrà la durata complessiva di dodici mesi, secondo la seguente articolazione: *i*) i primi 6-9 mesi saranno dedicati all'approfondimento teorico delle tematiche sopra esposte; *ii*) i successivi 3-6 mesi saranno dedicati alla redazione del saggio illustrativo dei risultati dell'indagine. Data la caratterizzazione internazionale della rilevanza del tema e del relativo dibattito, una parte dell'indagine andrà necessariamente svolta all'estero e in particolare, preferibilmente, in un centro di ricerca di un paese di *Common Law*, o, in alternativa, presso un'Università Europea rappresentante un centro di studi internazionali (ad es., Heidelberg).

Descrizione dei risultati attesi

È stato rilevato, nel corso del tempo e sempre con maggior vigore, che il modello della trasparenza non è di per sé sufficiente ad assicurare una tutela efficace dei risparmiatori e dei clienti degli intermediari creditizi. Tra le possibili soluzioni prospettate, non risulta allo stato una compiuta indagine delle regole organizzative interne quale strumento

di tutela privatistica dei clienti/investitori. Con il presente progetto di ricerca si intende colmare questa lacuna con un percorso di indagine del tutto originale.

L'indagine contribuirà in modo decisivo: *i)* a rendere applicabile un nuovo paradigma di tutela degli investitori/clienti alternativo a quello della trasparenza; *ii)* al chiarimento del ruolo della contrattazione di massa nella organizzazione dell'attività di impresa; *iii)* al tema della responsabilità dell'impresa nei confronti dei terzi portatori degli interessi diffusi coinvolti nelle attività produttive.

In questo modo, si avranno importanti chiarimenti suscettibili di ulteriori applicazioni – ad oggi solo prospettabili – su tematiche di vertice proprie del diritto civile e del diritto societario, con riferimento al ruolo della autonomia contrattuale e a quello della struttura organizzativa e patrimoniale delle società per azioni.

Il percorso argomentativo proposto contribuirà in modo significativo al dibattito internazionale in corso: *i)* sulla natura, estensione e portata della fattispecie fiduciaria di matrice non contrattuale sia interindividuale che sociale; *ii)* sulla generale possibilità di configurare rimedi di natura "reale" che consentano al *principal* di ottenere una tutela effettiva e ulteriore rispetto a quella contrattuale; *iii)* sulla regolamentazione degli intermediari mobiliare nell'ordinamento statunitense. Si ritiene dunque che la ricerca promossa assicuri l'apertura del dibattito italiano a tematiche attualmente oggetto di grande discussione nei Paesi di *Common Law*.