

Progetto di ricerca su:
“La prestazione dei servizi di investimento e le regole di organizzazione interna degli intermediari mobiliari”

Allegato codice 1

Afferenza: **Dipartimento di Giurisprudenza**

Coordinatore: **Prof. Enrico Ginevra**

Descrizione del programma

Attesa l'intrinseca opacità dei prodotti finanziari (c.d. credence goods) e le asimmetrie informative fra intermediari e risparmiatori, nelle legislazioni moderne del mercato finanziario, grande è lo spazio riservato alla disciplina volta alla tutela degli investitori. Anche il nostro ordinamento si inserisce lungo questo solco: tra le prime finalità assegnate alla legislazione degli intermediari finanziari trovano infatti spazio la tutela degli investitori, la salvaguardia della loro fiducia nel sistema finanziario e l'efficienza del mercato (cfr. art. 5, Tuf).

Le dette finalità sono state da sempre perseguite (pure in Italia) mediante una regolamentazione della prestazione dei servizi d'investimento improntata al paradigma della trasparenza (c.d. mandatory disclosure). La centralità riconosciuta al detto paradigma ha trovato giustificazione, in primo luogo, nel confronto con le soluzioni adottate dalle principali esperienze straniere; in secondo luogo, nei risultati evidenziati dalla c.d. efficient capital market hypothesis.

In tale quadro di fondo e nella prospettiva di assicurare (de jure condito) una risposta più efficace alle esigenze di tutela degli investitori e, al tempo stesso, garantire l'efficiente allocazione del risparmio, il progetto di ricerca qui proposto si prefigge l'ambizioso obiettivo di dare un nuovo inquadramento alla fattispecie dei servizi di intermediazione mobiliare: il che - si crede - potrà fondare le basi per un sistema di tutela che prescindendo dalla mandatory disclosure.

L'indagine prenderà le mosse dalla constatazione che la prestazione di tutti i servizi di investimento è condizionata dal rispetto da parte dei soggetti abilitati di regole (imposte dal legislatore primario o secondario oppure, in certa misura, autodeterminate dallo stesso intermediario), aventi ad oggetto la definizione delle procedure e delle misure organizzative interne che presiedono allo svolgimento dei servizi medesimi. Si tratta, in altri termini, di constatare che le modalità con cui i singoli intermediari organizzano la propria struttura interna non sono lasciate alla loro autonoma valutazione, essendo viceversa condizionate da norme legislative e regolamentari, le quali - pur assicurando un certo margine di discrezionalità - vincolano l'intermediario. In particolare, le regole a cui si fa riferimento sono quelle dettate in materia di: i) conflitto di interessi, ii) best execution, iii) gestione degli ordini, iv) classificazione della clientela, v) e quelle relative al giudizio di adeguatezza e appropriatezza degli strumenti finanziari al profilo degli investitori.

Tutti i momenti principali e caratterizzanti dello svolgimento dei servizi presuppongono perciò la specifica adozione di misure di organizzazione interna le quali, per un verso, determinando il comportamento dei soggetti abilitati, lo rendono standard, prevedibile e dunque orientabile; per l'altro, influenzando appunto il comportamento degli intermediari per la totalità dei rapporti con i clienti, instaurano un legame di interdipendenza fra organizzazione ed attività d'impresa dei soggetti abilitati.

Allo scopo di stabilire se, e quali rimedi privatistici, l'ordinamento offra ai risparmiatori nel caso di violazione delle regole di organizzazione interna, l'indagine proseguirà nel tentativo di chiarire la rilevanza di tali regole nei rapporti con i singoli investitori, anche tenuto conto del loro legame con l'organizzazione d'impresa.

Distaccandosi dalla via finora seguita dagli interpreti, si tenterà di compiere un percorso originale che - si crede - possa meglio tenere in considerazione l'esigenza di coniugare la tutela degli investitori con la finalità di assicurare l'efficienza nella allocazione del risparmio. Il primo passo di

questo, percorso sarà il riconoscimento dell'intrinseco collegamento dei contratti d'intermediazione mobiliare con l'attività d'impresa dei soggetti abilitati. Attesa la serializzazione dei contratti che fanno capo all'intermediario, la detta constatazione porterà, per un verso, a considerare le regole di organizzazione interna per la prestazione dei servizi d'investimento come regole di disciplina dei rapporti con gli investitori. D'altro canto, il legame con l'attività d'impresa condurrà a ritenere l'atto negoziale inter partes non totalmente adeguato a regolare fenomeni che concernono non solo le parti dell'accordo, ma la complessiva attività dell'imprenditore-intermediario. Si porranno così le premesse per la ricerca di una qualificazione dei rapporti di investimento che prescindano dal momento negoziale.

Dando seguito a questa considerazione, il secondo passaggio chiave dell'analisi sarà poi dato dalla verifica dell'applicabilità ai servizi d'investimento dei risultati di una recente ricerca, che ha dimostrato la rilevanza - anche nel nostro ordinamento - della fattispecie fiduciaria, diffusa nei sistemi anglosassoni, connotata in termini reali e individuata quale situazione di fatto (che prescinde dunque da un atto negoziale), in cui taluno (fiduciario) assume il potere di gestione o di disposizione su un dato bene altrui (fiduciante). L'assunzione di tali poteri sul bene affidato determina l'insorgere del dovere, in capo al fiduciario, di rispettare l'interesse proprietario del fiduciante. Questo dovere si articola nel c.d. duty of loyalty (dovere di non usare il bene nel proprio interesse ovvero a non impossessarsi delle utilità da esso ricavabili) e nel c.d. duty of care (dovere di usare efficientemente la cosa, in vista almeno della conservazione del suo valore).

Si giungerà così a verificare in primo luogo la possibilità di considerare i servizi di investimento quali fattispecie fiduciarie tipiche e, in secondo luogo, la possibilità di qualificare le regole di organizzazione interna quali tipizzazioni legali dei doveri fiduciarie. Si passerà poi alla definizione dei rimedi di natura non contrattuale che l'investitore-fiduciante può attivare, là dove il fiduciario-intermediario violi le regole organizzative interne (ritenute espressione dei fiduciary duties). Il riferimento va in particolare a quei rimedi restitutori previsti dall'ordinamento a tutela di posizioni di fatto che garantiscono al possessore un effettivo potere sul bene altrui (v., ad esempio, art. 1148 c.c.).

La ricerca qui 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, con un eventuale soggiorno di ricerca presso un'università americana; ii) i successivi 3-6 mesi saranno dedicati alla redazione del saggio illustrativo dei risultati dell'indagine.

Descrizione dei risultati attesi: originalità e ricaduta sull'avanzamento della conoscenza

Il modello della trasparenza (mandatory disclosure) non è di per sé sufficiente ad assicurare una tutela efficace dei risparmiatori. Ciò è ormai frequentemente riconosciuto dalla dottrina (in Italia e all'estero) e trova conferma nelle recenti crisi dei mercati finanziari e degli intermediari mobiliari e bancari. Col progetto di ricerca qui proposto si intende svolgere un percorso d'indagine che possa dare una nuova risposta alla detta esigenza di maggior tutela. Ed invero, la qualificazione delle regole organizzative come tipizzazione legale dei doveri fiduciarie consente agli investitori di azionare rimedi di natura reali contro la violazione di tali regole: il che consente di accordare una tutela "forte" ai singoli investitori, compatibile al contempo con la finalità di assicurare efficienza nella allocazione del risparmio.

A ciò si aggiunga che il percorso argomentativo sopra riferito contribuirà significativamente al dibattito da poco intrapreso circa la generale possibilità di accordare al principal, di una relazione fiduciaria, una tutela ulteriore rispetto a: quella contrattuale là dove il fiduciario violi i propri doveri.