

Dicembre 2016

**I conflitti di interesse nei servizi ed attività di investimento e nella gestione collettiva del risparmio. Quale ruolo per i consiglieri indipendenti?**

*Avv. Luigi Mula, Studio Legale Padovan*

**1. Premessa**

I presidi di *corporate governance* volti a contrastare il c.d. *agency problem* o l'estrazione dei benefici privati dal controllo trovano probabilmente nell'industria finanziaria la loro massima espressione. In quell'industria, infatti, all'esigenza di tutela del patrimonio aziendale, generalmente avvertito in tutte società, si aggiunge l'esigenza di tutela del patrimonio gestito o custodito. In altre parole, alla tradizionale esigenza di tutela di azionisti e creditori si aggiunge l'esigenza di tutela dei clienti.

Una simile esigenza si traduce, tra l'altro, nel principio generale di condotta imposto dalle normative bancaria e finanziaria di prevenire e gestire i conflitti di interesse. Tra le principali norme di principio in materia di conflitto di interessi nelle istituzioni finanziarie, sono da annoverare: (i) gli articoli 21 e 35-decies del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 ("TUF"), che dettano i principi generali di comportamento tra i quali figura appunto la prevenzione e gestione dei conflitti di interesse, (ii) l'art. 6, comma 2-bis del TUF, che delega la Banca d'Italia e la Consob a regolare gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di conflitti di interesse, (iii) gli articoli 53 comma 4 e 136 del D. Lgs. 1 settembre 1993 n. 385 ("TUB") che, rispettivamente, delegano la Banca d'Italia a disciplinare le operazioni in conflitto di interesse delle banche e pongono limiti alle operazioni personali degli esponenti aziendali, (iv) l'obbligo di astensione per gli amministratori in conflitto di interesse introdotto nel TUF e nel TUB dal D.Lgs. 72/2015.

In questo contesto, un ruolo di primo rilievo viene notoriamente riconosciuto dall'ordinamento bancario e finanziario al requisito dell'indipendenza dei consiglieri di amministrazione che siedono nei consigli dei soggetti abilitati.

Composito si presenta tuttavia il quadro normativo di riferimento per i consiglieri indipendenti nell'industria finanziaria ed in particolare nei servizi ed attività di investimento e nella gestione collettiva del risparmio. Un tentativo di ricostruzione dello stesso potrebbe quindi apparire utile.

Occorre evidenziare in primo luogo che i requisiti degli esponenti aziendali delle imprese di investimento e dei gestori sono disciplinati dall'art. 13 del TUF che, a sua volta, rinvia ai decreti attuativi del Ministero dell'Economia e Finanza per l'individuazione dei criteri alla stregua dei quali valutare i requisiti. Con formulazione analoga, il TUB prevede i requisiti degli esponenti aziendali all'art. 26.

La regolamentazione dei conflitti di interessi nell'industria finanziaria è invece contenuta nel regolamento di Consob e Banca d'Italia del 29 ottobre 2007 n. ("Regolamento Congiunto"), emesso in attuazione dell'art. 6 comma 2-bis del TUF. L'applicabilità di tale normativa anche alle banche ed intermediari finanziari, autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, è desumibile dalla definizione di intermediari<sup>1</sup>.

In particolare, in tema di conflitti di interessi ed operazioni con parti correlate nei servizi di investimento e nella gestione collettiva del risparmio, l'obbligo di prevenire e gestire i conflitti di interesse è declinato, quanto agli intermediari, dagli artt. 25 del Regolamento Congiunto e, quanto alla gestione collettiva del risparmio, dagli articoli 31 e 32 del Regolamento UE 231/2013 (richiamati dall'art. 48 del Regolamento Congiunto).

## 2. Il requisito dell'indipendenza degli esponenti aziendali

Come accennato, la normativa bancaria e finanziaria convergono sull'esigenza che gli esponenti aziendali, ivi inclusi i membri del consiglio di amministrazione, rivestano il requisito dell'indipendenza. Pertanto, banche, intermediari finanziari, SIM, Sgr, Sicav e Sicaf, a prescindere dall'attività svolta in concreto da ciascuno di tali soggetti, dovranno nominare consiglieri indipendenti.

Com'è noto, tuttavia, i decreti attuativi ai quali TUF e TUB demandano l'individuazione della nozione di indipendenza non sono stati ancora emessi. Nelle more, ai requisiti degli esponenti aziendali saranno applicabili gli attuali decreti attuativi del MEF che tuttavia, facendo riferimento alle precedenti formulazioni degli artt. 13 del TUF e 26 del TUB, non disciplinano il requisito dell'indipendenza<sup>2</sup>. Su queste premesse, ci si deve interrogare pertanto sul significato del termine "*indipendenti*" riferito ai consiglieri di banche, intermediari, gestori e SIM.

In tema di banche, intermediari finanziari e di operatori quotati, per rintracciare la definizione in questione si può far riferimento a norme di rango secondario quali

---

<sup>1</sup> Il Regolamento Congiunto include tra gli intermediari, le banche e gli intermediari finanziari che effettuino prestazione di servizi di investimento.

<sup>2</sup> Tali decreti disciplinano esclusivamente i criteri dell'onorabilità e professionalità. Rileva in particolare il D.M. 11 novembre 1998, n. 468 del MEF, relativo ai requisiti degli esponenti aziendali di SIM, Sgr e SICAV.

disposizioni di vigilanza<sup>3</sup> ed il regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate 17221 del 12.3.2010, il quale rinvia alla definizione di cui all'art. 148 comma 3 del TUF<sup>4</sup>.

Parametri interpretativi di rango equivalente non sussistono in tema di imprese di investimento e gestione collettiva del risparmio. Neanche il Regolamento Congiunto, che pur assegna un ruolo ai consiglieri indipendenti, definisce il termine “consigliere indipendenti” o detta criteri interpretativi al riguardo.

In assenza di parametri interpretativi ai quali legare una definizione di indipendenza, relativamente alla gestione collettiva, si può ricorrere alla definizione contenuta nel Protocollo di autonomia di Assogestioni<sup>5</sup>, applicabile alle società di gestione del risparmio, SICAV e SICAF.

Ai sensi di tale protocollo, in particolare, “*Si considerano indipendenti i consiglieri non esecutivi che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con la Società o con soggetti*”. Oltre a fornire una definizione di indipendenza, il protocollo indica le fattispecie nelle quali il requisito dell'indipendenza non può ritenersi rivestito<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Cfr. circolari della Banca d'Italia 263, aggiornamento del 27 dicembre 2006 (aggiornamento 2011) e 288 del 3 aprile 2015 (aggiornamento settembre 2016). In particolare in nota al Titolo II del Capitolo II di quest'ultima circolare, si legge “(2) *In attesa che i requisiti di indipendenza degli esponenti aziendali siano ulteriormente specificati nella disciplina attuativa dell'art. 26 TUB, si fa presente che, nei confronti dei componenti dell'organo di controllo, trovano applicazione i requisiti di indipendenza stabiliti dal codice civile. Per quanto riguarda i requisiti applicabili agli altri esponenti aziendali, in attesa delle citate disposizioni attuative, trovano applicazione i requisiti di indipendenza eventualmente previsti statutariamente*”. Analoga previsione si trova nella circolare 263, cit.

<sup>4</sup> A questi riferimenti, vanno aggiunti i riferimenti alla definizione di indipendenza contenuti nel codice di autodisciplina delle società quotate.

<sup>5</sup> Il Protocollo è reperibile al seguente link: [http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,139,10601/protocollo-autonomia\\_2014.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,139,10601/protocollo-autonomia_2014.pdf)

<sup>6</sup> Il Consigliere non è indipendente “*se è titolare, direttamente o indirettamente, di partecipazioni che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale della Società almeno pari al 10 (dieci) per cento o è in grado di esercitare su di essa una influenza notevole, o partecipa a un patto parasociale attraverso il quale si eserciti il controllo o una influenza notevole sulla Società; b) se è esponente di rilievo di società o ente partecipante a un patto parasociale attraverso il quale si eserciti il controllo o una influenza notevole sulla Società; c) se è o è stato nei precedenti tre esercizi un dirigente della Società o di una società o ente del gruppo; d) se è o è stato nei precedenti tre esercizi componente (non indipendente) dell'organo con funzione di supervisione strategica o di una società o ente del gruppo; e) se ha o ha avuto nell'esercizio precedente, direttamente o indirettamente a mezzo di società di cui sia componente dell'organo con funzione di gestione o socio rilevante, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale con la Società o con una società o ente del gruppo; f) se riceve o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dalla Società o da una società del gruppo una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto all'emolumento fisso di componente dell'organo di supervisione strategica della Società, ivi inclusa la partecipazione a piani di incentivazione legati ai risultati aziendali, anche a base azionaria; g) se è stato componente (non indipendente) dell'organo con funzione di supervisione strategica della Società per più di nove anni negli ultimi dodici anni; h) se riveste la carica di*

Un simile parametro interpretativo non consta invece sussistere relativamente alle imprese di investimento.

In tema di requisito di indipendenza dei consiglieri pertanto il quadro normativo bancario e finanziario si presenta incompleto ed eterogeneo.

### **3. La disciplina dei conflitti di interessi e delle operazioni con parti correlate ed il ruolo degli amministratori indipendenti**

Quanto invece alla regolamentazione dei conflitti di interesse, il TUF ed il TUB prendono in considerazione direttamente anche l'ipotesi in cui il conflitto di interessi si presenti in capo ai consiglieri. Infatti, per tale ipotesi, la CRD IV (direttiva 2013/36/UE) prevede un obbligo di astensione sia per i consiglieri delle banche che per i consiglieri dei soggetti finanziari. Simile obbligo è stato recentemente recepito ad opera del D. Lgs. 12 maggio 2015 n. 72 nel comma 2-novies dell'art. 6 del TUF e nel nuovo comma 4 dell'art. 53 del TUB. Queste norme dispongono che *“i soci e gli amministratori, fermi restando gli obblighi previsti dall'art. 2391 c.c., si astengono dalle deliberazioni in cui abbiano un interesse in conflitto, per conto proprio o di terzi”*.

Relativamente alle altre situazioni di conflitto di interesse in ambito finanziario<sup>7</sup>, come già menzionato, la regolamentazione è demandata dal TUF al Regolamento Congiunto, che lascia un ampio margine di discrezionalità dell'autodisciplina. Il Regolamento Congiunto prevede in buona sostanza un generico obbligo per gli intermediari e per i gestori di dotarsi di politiche per la gestione dei conflitti di interesse e di istituire, nell'ambito di tali politiche, procedure rivolte alla gestione dei conflitti di interessi<sup>8</sup>. La regolamentazione non prescrive alcun contenuto minimo per le procedure né tanto meno se i consiglieri indipendenti abbiano voce in capitolo in materia di gestione dei conflitti di interessi.

---

*componente dell'organo con funzione di gestione in un'altra società nella quale un componente dell'organo con funzione di gestione della Società sia componente del medesimo organo; i) se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione contabile della Società; j) se è uno stretto familiare di un soggetto che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti”*

<sup>7</sup> I relativi riferimenti normativi si trovano nel paragrafo 1 del presente contributo.

<sup>8</sup> L'art. 25 recita *1. Gli intermediari formulano per iscritto, applicano e mantengono un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse in linea con il principio di proporzionalità. Tale politica tiene altresì conto delle circostanze, di cui gli intermediari sono o dovrebbero essere a conoscenza, connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al proprio gruppo. 2. La politica di gestione dei conflitti di interesse di cui al comma 1 deve: a) consentire di individuare, in relazione ai servizi e alle attività di investimento e ai servizi accessori prestati, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse idoneo a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti; b) definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti.*

Formulazione del tutto analoga è contenuta all'art. art. 31 del menzionato Regolamento UE 231/2013, richiamato dall'art. 48 del Regolamento Congiunto a proposito della gestione collettiva del risparmio.

Le previsioni del Regolamento Congiunto non attribuiscono infatti uno specifico ruolo agli amministratori indipendenti né in linea generale né in materia di conflitti di interessi e parti correlate. All'interno del Regolamento Congiunto un ruolo agli amministratori indipendenti è stato recentemente attribuito esclusivamente in tema di politiche di remunerazione.

Il margine di discrezionalità concesso agli operatori nel delineare le procedure sui conflitti di interesse è peraltro previsto dalla disciplina MiFID con riferimento agli intermediari e dalla disciplina AIMFD con riferimento ai gestori.

Le operazioni con parti correlate sono prese in considerazione dal regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di Banca d'Italia. A proposito del contenuto minimo dei regolamenti dei fondi, tale regolamento dispone che il regolamento debba indicare gli *“eventuali ulteriori limiti volti a contenere i rischi derivanti da rapporti di gruppo, di affari o dalla prestazione congiunta di servizi di gestione collettiva e individuale”*.

Con riferimento ai gestori, le procedure per la gestione dei conflitti previste dal Regolamento Congiunto sono disciplinate attraverso il protocollo di autonomia di Assogestioni per la gestione dei conflitti di interessi. In questo contesto, gli amministratori indipendenti trovano delineato il proprio ruolo nella sezione 9 del protocollo, che si occupa della selezione degli investimenti e delle controparti contrattuali. In particolare all'art. 9.1 del protocollo prevede che *“L'organo con funzione di supervisione strategica, sentito il parere dei consiglieri indipendenti, determina con delibera i criteri generali ai quali devono uniformarsi le scelte concernenti le operazioni di investimento dei patrimoni gestiti nelle quali sia ravvisabile un conflitto d'interessi. 2. La delibera di cui al paragrafo 1 stabilisce altresì le procedure di controllo del rispetto dei predetti criteri nonché la periodicità minima per il riesame e l'aggiornamento degli stessi. 3. L'organo con funzione di supervisione strategica, sentito il parere dei consiglieri indipendenti, valuta l'adozione di restricted lists e watch lists . 4. Ai consiglieri indipendenti devono essere fornite, in occasione delle riunioni dell'organo con funzione di supervisione strategica e con congruo anticipo, le informazioni per valutare in modo completo e analitico il grado di effettiva indipendenza e autonomia del processo decisionale concernente le scelte d'investimento.”*

Quanto alle controparti contrattuali, invece, l'art. 9.2 del protocollo prevede che *“1. L'organo con funzione di supervisione strategica, sentito il parere dei consiglieri indipendenti, determina con delibera i criteri generali per la scelta delle controparti contrattuali e di ripartizione degli incarichi tra le stesse, stabilendo altresì procedure di controllo del rispetto dei predetti criteri nonché la periodicità minima per il riesame e l'aggiornamento degli stessi.”* Al comma 2 è previsto inoltre un obbligo di vigilanza da parte dell'organo con funzione di supervisione strategica sull'adeguatezza del contenuto e sulla rispondenza all'interesse dei partecipanti agli OICR e dei clienti delle convenzioni aventi significativa incidenza sui patrimoni gestiti. Nel contesto di tale

vigilanza l'organo con funzione di supervisione strategica deve ottenere e tenere in considerazione il parere dei consiglieri indipendenti.

Il protocollo dunque prevede l'intervento degli amministratori indipendenti nell'adozione di criteri per la selezione degli investimenti e delle controparti mentre non prevede un intervento nell'approvazione delle decisioni relative agli specifici investimenti o alle specifiche controparti, nemmeno in funzione di soglie di rilevanza. Il parere degli amministratori indipendenti inoltre non è vincolante.

Non consta invece un analogo approccio dell'autodisciplina dei servizi di investimento.

L'approccio utilizzato dal legislatore in tema di conflitti di interesse ed operazioni con parti correlate nelle banche lascia invece meno spazio alla discrezionalità degli operatori. Le istruzioni di vigilanza per le banche impongono infatti un contenuto minimo per le procedure di approvazione delle operazioni con parti correlate ed in tale contesto impongono l'intervento degli amministratori indipendenti in varie fasi dell'attività in operazioni con parti correlate, ivi incluso il parere consultivo degli amministratori su alcune operazioni<sup>9</sup>. Le disposizioni di vigilanza per intermediari finanziari prevedono invece che gli intermediari si dotino di procedure operative e di controllo in grado di prevenire e, ove non sia possibile, attenuare potenziali conflitti di interesse<sup>10</sup>.

Anche nelle società quotate, l'approccio legislativo è quello di prevedere l'obbligo per gli emittenti di dotarsi di una procedura, prevedendo un contenuto minimo di tali procedure ed un ruolo per gli amministratori indipendenti. Il riferimento è naturalmente al regolamento Consob 17221 del 12.3.2010.

In base a queste considerazioni, è facile constatare che la normativa finanziaria in materia di conflitti di interesse, pur imponendo specifiche procedure agli operatori, adotta un approccio legislativo ben differente rispetto a quello adottato della normativa bancaria e più improntato alla discrezionalità degli operatori.

#### **4. Conclusioni**

Alla luce del composito quadro normativo appena delineato ed in particolare dell'assenza di caratterizzazione normativa del ruolo dell'amministratore indipendente rispetto al ruolo di altri amministratori, il requisito di indipendenza previsto per i consiglieri dall'art. 13 del TUF non sembra tradursi in specifici ruoli o ambiti disciplinari per tali amministratori (se non nell'ambito delle remunerazioni). Non è

---

<sup>9</sup> Le procedure circa le operazioni con parti correlate sono disciplinate dalla circolare 263 del 2011 della Banca d'Italia. Per operazione con soggetti collegati le istruzioni di vigilanza prudenziale intendono *“la transazione con soggetti collegati che comporta l'assunzione di attività di rischio, trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni, indipendentemente dalla previsione di un corrispettivo, ivi incluse le operazioni di fusione e scissione”*

<sup>10</sup> Titolo III, Capitolo i, Sezione 1 Circ. 288 (cit.).

neanche prevista (tanto nella disciplina bancaria quanto in quella dell'intermediazione finanziaria) una graduazione del requisito di indipendenza in seno al consiglio, sebbene il Protocollo di Assogestioni e le istruzioni di vigilanza presuppongano che solo alcuni dei consiglieri siano indipendenti.

Non è perfettamente chiaro inoltre se, nell'ambito dell'operatività in servizi di investimento, le banche possano disapplicare le procedure per operazioni con soggetti collegati approvate ai sensi delle istruzioni di vigilanza ovvero se debbano comunque applicare le stesse, coinvolgendo conseguentemente i consiglieri indipendenti.

In un contesto in cui i costi della *compliance* sono già significativi, sono fuori discussione i benefici della flessibilità organizzativa concessa dal Regolamento Congiunto; ma è probabilmente opportuna anche una riflessione in merito all'equilibrio tra disciplina bancaria e finanziaria.

A tal riguardo è stato autorevolmente sostenuto che *“è probabile che la Banca d'Italia arrivi ad applicare anche alle società di gestione del risparmio principi analoghi a quelli contenuti nelle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia in materia di organizzazione e governo societario delle banche: non sarebbe infatti logico richiedere l'adozione di alcuni presidi di buon governo societario solo alle banche e non agli altri intermediari finanziari pure vigilati.”*<sup>11</sup>

Quanto alla gestione collettiva del risparmio, l'istanza di un intervento regolamentare chiarificatore era peraltro stata già avvertita e segnalata dal rapporto del gruppo di lavoro sui fondi comuni di investimento promosso e coordinato da Banca d'Italia<sup>12</sup>, che proponeva *“un regime di incompatibilità tra le cariche amministrative od operative nella società di gestione del risparmio e le analoghe funzioni nel suo gruppo di appartenenza, nel senso che coloro che hanno cariche operative in società del gruppo non dovrebbero essere amministratori o direttori generali nelle società di gestione del risparmio e viceversa”* ed auspicava la presenza di consiglieri indipendenti nell'organo amministrativo delle società di gestione del risparmio e riconoscimento agli stessi di adeguato ruolo. Il rapporto menzionava che *“gli amministratori indipendenti dovrebbero essere in numero significativo; il presidente del consiglio di amministrazione dovrebbe essere un indipendente; e gli indipendenti dovrebbero essere la maggioranza nei comitati di controllo interno, di compliance e di remunerazione.”*

Qualche ulteriore spunto nell'individuazione di un equilibrio tra le due discipline potrà essere colto verosimilmente dai decreti attuativi degli art. 23 e 13 del TUB e del TUF. Nel frattempo, pur tenendo in debito conto le peculiarità dei servizi prestati dagli

---

<sup>11</sup> Mario Stella Richter Jr “La governance delle società di gestione del risparmio” in quaderno Assogestioni marzo 2009 reperibile al seguente link [http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,4921/assog\\_quad\\_0109.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,4921/assog_quad_0109.pdf)

<sup>12</sup> Il rapporto è reperibile al seguente link [http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,244,6277/rapp\\_risparmio\\_gestito.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,244,6277/rapp_risparmio_gestito.pdf)

operatori ed i costi della *compliance*, un'armonizzazione della disciplina dei conflitti di interesse e delle operazioni con parti correlate nella materia bancaria e finanziaria potrebbe essere benvenuta ed, in un simile contesto, gli amministratori indipendenti potrebbero giocare un significativo ruolo.