



UNIVERSITÀ  
DI TRENTO

Facoltà di  
Giurisprudenza

Ugo Malvagna

*BENCHMARK*

E GESTIONE DI PORTAFOGLIO:  
TRA «MEZZI» E «RISULTATO»

2023





**UNIVERSITÀ  
DI TRENTO**

**Facoltà di  
Giurisprudenza**

**COLLANA DELLA FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA**

**43**

**2023**

Al fine di garantire la qualità scientifica della Collana di cui fa parte, il presente volume è stato valutato e approvato da un *Referee* esterno alla Facoltà a seguito di una procedura che ha garantito trasparenza di criteri valutativi, autonomia dei giudizi, anonimato reciproco del *Referee* nei confronti di Autori e Curatori.

*Proprietà letteraria riservata*

© *Copyright 2023*  
*by Università degli Studi di Trento*  
*Via Calepina 14 - 38122 Trento*

ISBN 978-88-5541-019-9  
ISSN 2421-7093

Libro in Open Access scaricabile gratuitamente dall'archivio IRIS - Anagrafe della ricerca (<https://iris.unitn.it/>) con Creative Commons Attribuzione-Non commerciale-Non opere derivate 3.0 Italia License.

Maggiori informazioni circa la licenza all'URL:  
<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/it/legalcode>

Il presente volume è pubblicato anche in versione cartacea per i tipi di Editoriale Scientifica - Napoli, con ISBN 979-12-5976-643-4.

*Giugno 2023*

Ugo Malvagna

*BENCHMARK*

E GESTIONE DI PORTAFOGLIO:  
TRA «MEZZI» E «RISULTATO»

Università degli Studi di Trento 2023



# INDICE

Pag.

## CAPITOLO PRIMO GESTIONE DI PORTAFOGLI SU BASE INDIVIDUALE E PARAMETRO DI RIFERIMENTO (*BENCHMARK*): IL PROBLEMA

<i>1. «Indeterminatezza» dell'obbligazione del portfolio manager e complessità del giudizio di responsabilità.....</i>	1
<i>2. Ipotesi di lavoro: rilevanza del benchmark ai fini della valutazione dei risultati della gestione.....</i>	9
<i>3. Rischio, rendimento e diversificazione nella portfolio theory.....</i>	14
<i>4. La diversificazione degli investimenti nel tipo «gestione di portafogli». Le origini disciplinari del benchmark.....</i>	24
<i>5. Giurisprudenza in materia di benchmark nella gestione di portafogli su base individuale.....</i>	45
<i>6. I provvedimenti ACF sul benchmark: enucleazione di una sorta di «business judgment rule» relativa al merito gestorio.....</i>	62
<i>7. La funzione del benchmark nella letteratura specialistica.....</i>	66
<i>8. Svolgimento dell'indagine.....</i>	71

## CAPITOLO SECONDO L'OBBLIGAZIONE GESTORIA DI PORTAFOGLI FINANZIARI: STRUTTURA E OGGETTO

<i>1. Natura «discrezionale» della gestione e sindacabilità delle scelte del mandatario.....</i>	75
<i>2. Prestazione gestoria di portafogli finanziari e «potere privato».....</i>	85
<i>3. (Segue) gli uffici di diritto privato.....</i>	92
<i>4. (Segue) amministrazione di società e business judgment rule.....</i>	95

	Pag.
<i>5. Parziale atipicità del contratto di gestione di portafogli e autonomia d'impresa dell'intermediario.....</i>	102
<i>6. Dai limiti esterni del mandato gestorio alla conformazione interna della discrezionalità.....</i>	105
<i>7. Adeguatezza della gestione e diversificazione del portafoglio....</i>	109
<i>8. La costruzione e il mantenimento di un portafoglio efficiente quale risultato dedotto in obbligatione.....</i>	119

CAPITOLO TERZO

IL *BENCHMARK* NELL'ADEMPIMENTO  
DELLA PRESTAZIONE GESTORIA

<i>1. La designazione del benchmark quale patto sulle modalità esecutive della prestazione.....</i>	136
<i>2. Obblighi gestori correlati al benchmark nelle gestioni passive. Replica del portafoglio-modello e c.d. tracking error.....</i>	141
<i>3. Obblighi gestori correlati al benchmark nelle gestioni attive: discostamento dal portafoglio-modello e incremento del rapporto rischio-rendimento nell'ambito dei limiti di rischio contrattualmente stabiliti.....</i>	148
<i>4. Il problema delle gestioni "flessibili".....</i>	159
<i>5. Caratteristiche necessarie del benchmark: i) trasparenza; ii) replicabilità; iii) significatività (correlazione ed elevata diversificazione).....</i>	167

CAPITOLO QUARTO

PARAMETRI DI RIFERIMENTO  
E GIUDIZIO SULL'ADEMPIMENTO  
DELLA PRESTAZIONE GESTORIA

<i>1. Temi e oneri di prova nel giudizio di responsabilità del portfolio manager.....</i>	179
<i>2. Benchmark e "discrezionalità residua" del gestore: organizzazione d'impresa e adempimento.....</i>	188



INDICE

	Pag.
<i>3. Dalla procedimentalizzazione dell'adempimento alla procedimentalizzazione del giudizio di responsabilità.....</i>	195
<i>4. Il difetto organizzativo quale evento di inadempimento di natura strutturalmente seriale.....</i>	210
<i>5. Rapporti tra private e public enforcement: rilevanza dei provvedimenti della Consob sanzionatori di una difettosa organizzazione d'impresa nell'erogazione del servizio.....</i>	217
<i>6. Inadempimenti attinenti al benchmark tra violazione di obblighi accessori ed eccesso di mandato.....</i>	226
<i>7. Mancata indicazione del benchmark e rimedi.....</i>	233
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	247



## CAPITOLO PRIMO

# GESTIONE DI PORTAFOGLI SU BASE INDIVIDUALE E PARAMETRO DI RIFERIMENTO (*BENCHMARK*): IL PROBLEMA

SOMMARIO: 1. «Indeterminatezza» dell'obbligazione del portfolio manager e complessità del giudizio di responsabilità. 2. Ipotesi di lavoro: rilevanza del benchmark ai fini della valutazione dei risultati della gestione. 3. Rischio, rendimento e diversificazione nella portfolio theory. 4. La diversificazione degli investimenti nel tipo «gestione di portafogli». Le origini disciplinari del benchmark. 5. Giurisprudenza in materia di benchmark nella gestione di portafogli su base individuale. 6. I provvedimenti ACF sul benchmark: enucleazione di una sorta di «business judgment rule» relativa al merito gestorio. 7. La funzione del benchmark nella letteratura specialistica. 8. Svolgimento dell'indagine.

### *1. «Indeterminatezza» dell'obbligazione del portfolio manager e complessità del giudizio di responsabilità*

1.1. Definito dalla normativa di fonte europea quale «gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dai clienti, qualora tali portafogli includano uno o più strumenti finanziari»<sup>1</sup>, il servizio di investimento della gestione di portafogli costituisce l'attività in cui massimamente si esprime la funzione di “canalizzazione” del risparmio propria degli intermediari abilitati, «guardiani» dell'ingresso dell'investitore nel sistema finanziario.

Erede – nella prospettiva dell'ordinamento italiano – della figura contrattuale della gestione di patrimoni mobiliari, cui è succeduto e che ha sostituito senza soluzione di continuità in sede di emanazione del testo

---

<sup>1</sup> Art. 4, par. 1, n. 8, dir. Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II), art. 1, co. 5, lett. d) e 5-*quinquies*, t.u.f.

unico della finanza, tale tipologia di servizio di investimento delinea un rapporto contrattuale che prende corpo in una prestazione, organizzata e resa professionalmente, la quale si appalesa, già sulla sola base degli elementi definatori sopra trascritti, come assai articolata nel proprio contenuto oggettivo.

Il programma negoziale tipico sottende, infatti, un contegno gestorio destinato ad esprimersi in una serie coordinata di atti di investimento, disinvestimento e reinvestimento; una serie di atti tenuta insieme dalla sua funzionalizzazione al perseguimento di un obiettivo finanziario, da predeterminarsi in sede precontrattuale secondo quanto stabilito dalle regole di condotta nella prestazione dei servizi d'investimento<sup>2</sup>. Di più, si tratta di attività condotta secondo due peculiari connotati, e cioè quello della *personalizzazione* e quello della *discrezionalità*: lemma, quest'ultimo, da intendersi – per ora e provvisoriamente: il tema verrà approfondito *infra*, cap. 2, n. 1 – come rimessione al gestore della determinazione, su base continuativa e per l'intera durata del rapporto, dei *mezzi* reputati necessari al perseguimento del divisato obiettivo finanziario e, *congiuntamente*, conferimento a esso del potere di realizzare senz'altro (*i.e.* senza la necessità di una previa autorizzazione o istruzione del gerito) i singoli atti gestori strumentali al fine, così incidendo direttamente sulla composizione effettiva patrimonio del gerito.

Ne risulta un servizio di investimento che, unico nel panorama normativo in materia, possiede definitivamente<sup>3</sup> i connotati del rapporto gestorio di durata.

---

<sup>2</sup> Cfr. appena *infra*, n. 1.2.

<sup>3</sup> Diversamente, la consulenza in materia di investimenti (definita dall'art. 5, co. 1, t.u.f. come «la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari»), se resta in sé legata alla dimensione puntuale della raccomandazione sui singoli atti d'investimento, può inserirsi in una dimensione di durata: cfr. al proposito, l'art. 53 delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 (Reg. Int.), dove si qualificano come «servizi aggiuntivi di livello superiore», ai fini dell'ammissibilità di «compensi, commissioni o benefici non monetari» (art. 52 Reg. Int., cc.dd. *inducements*), «la prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti congiuntamente alla valutazione, almeno su base annuale, del *persistere dell'adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito*, ovvero alla fornitura di un altro servizio

Di per sé, simili connotati vengono a introdurre un elemento di peculiarità della gestione di portafogli, che non si dà nei restanti servizi d'investimento; peculiarità che attiene, segnatamente, all'esatta identificazione dell'oggetto del contratto. Mentre appare del tutto evidente che i *singoli* atti di investimento compiuti nell'ambito della gestione di portafogli insistono – di regola<sup>4</sup> – su strumenti finanziari e sul denaro derivante dal relativo disinvestimento (sino al reinvestimento delle somme), non può ignorarsi che l'*unità funzionale* della prestazione gestoria, l'essere cioè i singoli atti gestori orientati al perseguimento di un divisato obiettivo finanziario soddisfattivo dell'interesse creditorio, comporta anche la *rilevanza unitaria*, almeno a determinati fini disciplinari, *dei beni* in gestione: che, per l'appunto, è la stessa fonte normativa a pensare, e designare, in termini di «portafoglio» (o, nel lessico anteriore al testo unico della finanza, di «patrimonio mobiliare»).

Attesa questa unificazione concettuale, la quale va affermata a prescindere dalla corrispondenza o meno del “portafoglio” a una specifica categoria civilistica in punto di teoria dei beni<sup>5</sup>, il portafoglio unitariamente considerato si rende dunque il referente oggettivo della valutazione dell'esatto adempimento da parte del gestore del dovere di curare diligentemente l'interesse del gerito. Dalla rilevanza unitaria del patrimonio in gestione consegue l'obbligo dell'intermediario di costruire un portafoglio complessivamente idoneo alla soddisfazione delle esigenze finanziarie del cliente, tanto in sede di avvio del rapporto quanto lungo

---

continuativo che può risultare di valore per il cliente come la consulenza sull'asset allocation ottimale».

Sul servizio di consulenza, cfr. da ultimo R. GHETTI, *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, Milano, 2022, pagg. 6 ss.

<sup>4</sup> La definizione normativa del servizio in questione sembra implicare la possibilità che anche solo parte del patrimonio sia composto da strumenti finanziari: cfr. M. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, pag. 123; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>11</sup>, Torino, 2021, pagg. 193 ss.; M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 2012, pag. 255.

<sup>5</sup> M. COSSU, *La gestione di portafogli di investimento tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002, pag. 42; M. MAGGIOLO, *op. cit.*, pag. 258; M. SALVATORE, *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004, pag. 218; P. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003, pag. 333.

l'intero arco temporale di erogazione del servizio di *portfolio management*<sup>6</sup>.

1.2. Tentando di sviluppare una comprensione più precisa e approfondita del fenomeno, subito si nota che l'ampiezza e i contenuti dell'incarico gestorio conferiscono elementi di spiccata complessità all'accertamento – nelle singole fattispecie concrete di cui alla realtà operativa – in ordine all'esatto adempimento della prestazione gestoria da parte dell'intermediario, e ai conseguenti profili di responsabilità del prestatore del servizio.

Sul punto è infatti agevole rilevare, in linea con un'autorevole dottrina<sup>7</sup>, che le prestazioni di cooperazione gestoria – a cui si può ascrivere la gestione portafogli, al di là di ogni discorso sulla sua appartenenza o meno al tipo del mandato<sup>8</sup> – somministrano l'esempio più puro

---

<sup>6</sup> Sulla necessità che la valutazione circa l'adeguatezza, ex art. 40 Reg. Int., dei servizi di gestione di portafogli e di consulenza (sulla cui natura tendenzialmente "istantanea", e non di durata, cfr. però la nota 3 che precede) sia riferita al portafoglio nel suo complesso, v. R. NATOLI, *Il contratto adeguato. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, pagg. 106 s., dove il riferimento alla tesi formulata da R.N. RAPP, *Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers*, in *Ohio Northern University Law Review*, 1998, pag. 189.

Sul tema dell'adeguatezza nella prestazione dei servizi d'investimento cfr. ora lo studio di D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, *passim*.

<sup>7</sup> V. PANUCCIO, *Obbligazioni generiche e scelta del creditore*, Milano, 1972, pagg. 85 ss.

<sup>8</sup> Su cui molto si è scritto: cfr. almeno A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, pag. 759; M. COSSU, *op. cit.*, pag. 37, EAD., *Contratto di gestione di portafogli*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei Contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, t. 1, Torino, 2011, pag. 710; E. GABRIELLI, R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti d'investimento dopo la MIFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, cit., pag. 37; M.M. GAETA, *La gestione individuale dei portafogli di investimento. La discrezionalità del gestore e l'autorizzazione del cliente*, in *Giur. it.*, 2001, pag. 2331; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, pag. 102; G. AFFERNI, *Contratto di gestione patrimoniale e responsabilità della banca*, in *Danno e resp.*, 2003, pag. 291; D. MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore*, in *I contratti del mercato finanziario*, cit., pag. 934, R. RESTUCCIA, *Profili del contratto di gestione patrimoniale individuale*, Milano, 2009, pagg. 141 ss.; E.M.

dell'obbligazione<sup>9</sup> generica in ragione del suo determinarsi attraverso il risultato (in termini di soddisfacimento dell'interesse creditorio) cui l'attività è orientata<sup>10</sup>. Tale genericità fa sì che essa trovi nel parametro della *diligenza nel perseguimento dell'interesse del mandante* (art. 1710 c.c.) il criterio di determinazione delle condotte<sup>11</sup> – i “mezzi” da prestare –

---

MASTROPAOLO, *I servizi di investimento e gli intermediari professionali. Gestione del rischio e responsabilità. L'esperienza francese ed italiana a confronto*, Milano, 2003, pag. 534, dove il richiamo, per l'ordinamento francese, a J.J. ESSOMBÉ MOUSSO, *La gestion de portefeuille*, in *La modernisation des activités financières*, a cura di T. Bonnet, Paris, 1996; F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, pagg. 105 s. Nella dottrina straniera, cfr. il volume collettaneo curato da L. THEVENOZ, *Aspects juridiques de la gestion de fortune*, Berne, 1999, *passim*, nonché quello curato da D. BUSCH, D.A. DEMOTT, *Liability of asset managers*, Oxford, 2012, *passim*. Con diretto riferimento all'ordinamento elvetico, ma in prospettiva anche comparatistica, C. LOMBARDINI, *Droit et pratique de la gestion de fortune*<sup>3</sup>, Basilea, 2003, *passim*, sulla cui precedente edizione cfr. P. GAGGERO, *I contratti di gestione patrimoniale (a proposito di un libro di Carlo Lombardini)*, in *Contr. impr.*, 2001, pag. 679. Con riferimento alla gestione del risparmio assicurativo e previdenziale, M. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, Napoli, 1988, pag. 223; G. MARTINA, *Fondi pensione chiusi, e gestione dei rischi*, Milano, 2008, pag. 42; E. RIGHINI, *La gestione “finanziaria” del patrimonio dei fondi chiusi*, Milano, 2006, pag. 44.

<sup>9</sup> Nelle parole di V. PANUCCIO, *op. cit.*, pagg. 89 e 116, «obbligazioni di lavoro». Cfr. anche A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1984, pag. 129.

<sup>10</sup> «Una predeterminazione attraverso il risultato è per sua natura generica, perché la tensione al risultato ha bisogno di una determinazione continua e costante, protratta nel tempo (l'attività si dispiega nel tempo)»: ancora V. PANUCCIO, *op. cit.*, pag. 99. Cfr. anche A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit.

Dal punto di vista ricostruttivo generale non va peraltro sopravvalutata la distinzione tra obbligazioni di *facere* e obbligazioni di *dare*, giacché anche in quest'ultima si presentano situazioni di genericità: tale è il caso dell'art. 1178 c.c., rubricato per l'appunto «obbligazione generica», ai sensi del quale «quando l'obbligazione ha per oggetto la prestazione di cose determinate soltanto nel genere, il debitore deve prestare cose di qualità non inferiore alla media». Sul punto cfr. ancora V. PANUCCIO, *op. cit.*, pagg. 19 ss.

<sup>11</sup> Cfr., per una fattispecie concreta di gestione patrimoniale risalente alla fine degli anni ottanta, Cass., 15 gennaio 2000, n. 426, reperibile su *IlCaso.it*: «il mandatario a norma dell'art. 1710 c.c. doveva osservare la diligenza di cui all'art. 1176; trattandosi di operazioni da compiere in base ad una scelta del mandatario, ma sempre nell'interesse del mandante, la diligenza assumeva un contenuto più pregnante, al pari della buona fede e correttezza ex artt. 1175 e 1375 c.c., indicando esse criteri di determinazione della

strumentali alla realizzazione del risultato su cui si misura l'esatto adempimento della prestazione. In effetti, le regole di condotta nella prestazione dei servizi d'investimento, dettate dalla disciplina di fonte eurounitaria, non giungono a un grado di dettaglio tale da escludere che la determinazione del contenuto dell'obbligo di prestazione continui a trovarsi essenzialmente rimessa al criterio della diligenza integrativa, come parametro di enucleazione del sufficiente livello di cura dell'interesse del gerito<sup>12</sup>. Ciò può affermarsi con riferimento all'art. 21, lett. a) del co. 1, t.u.f.<sup>13</sup> che – imponendo agli intermediari di «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati» – non innalza granché il grado di dettaglio precettivo della disciplina civilistica già applicabile alla fattispecie<sup>14</sup>;

---

attenzione, della cura e dello sforzo del debitore. La diligenza assolve al compito (tanto più esteso quanto più la prestazione è indicata all'origine genericamente, come nel caso di specie), di specificare il comportamento dovuto e di individuare gli atti da compiere per soddisfare l'interesse del creditore, quale limite della discrezionalità dell'incarico. L'obbligo di correttezza nel mandato ha un peso peculiare, perché il suo contenuto è l'affidamento della cura di un affare del mandante, per cui il gestore (che è scelto per le sue qualità professionali) ha un dovere di cautela, di oculatezza ed avvedutezza e di salvaguardia dell'utilità del gerito e di protezione della sua sfera patrimoniale. Non è sufficiente contrapporre l'aleatorietà e la rischiosità delle operazioni di borsa, sia perché ciò non si identifica con la "rovinosità" ed il puro azzardo, sia soprattutto perché tali caratteristiche non giustificano gli elevati costi incontrati nella gestione».

<sup>12</sup> F. SARTORI, *op. cit.*, pag. 102.

<sup>13</sup> Con riferimento alla fonte europea di riferimento, cfr. l'art. 24, par. 1, MiFID II: «gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento o, se del caso, servizi accessori ai clienti, agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti e che esse rispettino in particolare i principi di cui al presente articolo e all'articolo 25». Sul significato e sull'applicazione nell'ordinamento italiano di questa clausola, cfr. L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, in *The Italian Law Journal*, 2017, pag. 485.

<sup>14</sup> Dal punto di vista generale, è corretto aderire alla tesi che individua un rapporto di gerarchia *sistematica* tra il diritto privato generale (e le sue clausole generali, a partire da quella della buona fede oggettiva) e la disciplina di settore, nel senso che «alla base della normativa di trasparenza st[a] il canone fondamentale della buona fede oggettiva», il quale rileva «non solo come principio informante la materia, ma anche come fonte espressiva di regole e comportamenti direttamente operativi»: così A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, pag. 9; cfr. anche C. CASTRO-



come pure con riferimento al regime di adeguatezza *ex art. 40 Reg. Inter.*, che – nel declinare il principio di cura dell’interesse del cliente in relazione al servizio di gestione di portafogli – pone un vincolo di coerenza tra i contenuti del servizio erogato e la «conoscenza ed esperienza in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio», la «situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite», nonché «gli obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio»<sup>15</sup>. Come si nota, il dato normativo si attesta sul piano dell’indicazione di “vettori” della condotta degli intermediari, senza (poter) scendere su un livello di dettaglio tale da esaurire la necessità di un ampio

---

NOVO, *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Eur. dir. priv.*, 2006, pagg. 406 s. Diverso è il discorso relativo all’ipotetico contrasto tra la disciplina speciale e gli esiti applicativi che si ritenga derivino dall’applicazione del diritto privato generale, che rimanda essenzialmente a un problema di gerarchia *delle fonti*, e quindi all’eventuale applicazione del criterio di specialità.

Sul tema dei rapporti tra la disciplina delle regole di condotta MiFID e il diritto privato, nell’ambito di un ampio dibattito europeo, cfr. almeno D. BUSCH, *Why MiFID matters to private law – the example of MiFID’s impact on an asset manager’s civil liability*, in *Capital Markets Law Journal*, 2012, pag. 386; O.O. CHEREDNYCHENKO, *Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, in *European Law Journal*, 2015, pag. 500; EAD., *Two Sides of the Same Coin: EU Financial Regulation and Private Law*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, pag. 147; F. DELLA NEGRA, *MiFID II and Private Law Enforcing EU Conduct of Business Rules*, Oxford, 2019, pagg. 131 ss.; ID., *I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II una riflessione di diritto UE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, I, pag. 700.

<sup>15</sup> Cfr. anche art. 25, par. 2, MiFID II e art. 54 Regolamento Delegato (UE) 2017/565 della commissione (Reg. Es. MiFID II).

Sul regime di adeguatezza nella prestazione dei servizi d’investimento, secondo una prospettiva di ricostruzione sistematica della vigenza di un principio generale di adeguatezza, di ordine trasversale all’interno del sistema finanziario (inclusivo anche del settore del credito e dell’assicurazione), cfr. R. NATOLI, *op. cit.*, pagg. 87 ss.; sulla sola disciplina del testo unico della finanza, cfr. M. MAGGIOLO, *op. cit.*, pag. 385; P. GIUDICI, *Contratti per consulenza e gestione di portafogli. Servizi accessori. Offerta fuori sede. Rimedi*, in *Trattato dei Contratti*, a cura di V. Roppo, V, Mercati regolati, Milano, 2014, pag. 1089; A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*<sup>3</sup>, Milano, 2020, pagg. 220 ss.; E. RIMINI, *Le regole di condotta*, in *Il Testo Unico della Finanza. I, Prodotti e intermediari*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna-Roma, 2020, t. I, pag. 430; F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, pagg. 158 ss.

apprezzamento *ex post* sull' idoneità della condotta esecutiva a soddisfare l' interesse creditorio.

Se poi si associa la natura aperta del dato normativo<sup>16</sup> all' intrinseco livello di incertezza degli esiti economici connesso con l' andamento dei mercati, al tecnicismo della materia e alla asimmetria di conoscenze che corre tra investitore al dettaglio e intermediario, ne esce un quadro dove la prospettiva di tenere responsabile l' intermediario per una negligente gestione può divenire una "chimera". Di più, questa prospettiva di "esonero da responsabilità" appare consolidarsi laddove si attribuisca al parametro della *discrezionalità* della gestione, che è presente nella definizione legale del servizio (art. 1, co. 5, lett. d) e *5-quinquies*, t.u.f.), una nozione grosso modo simile a quella che tale nozione assume nel diritto amministrativo e, in una certa misura, anche nel diritto societario (cfr. *infra*, cap. 2).

Sussiste, in definitiva, il rischio concreto che s' ingeneri una dinamica di totale insindacabilità dell' attività gestoria del *portfolio manager*, almeno in relazione alla conformità del suo agire al parametro del diligente perseguimento dell' interesse del cliente. Esito davvero paradossale, se si considera che la gestione di portafogli costituisce il servizio d' investimento dove il «valore aggiunto», in termini di cura dell' interesse del cliente, dovrebbe assumere la sua *acme*.

---

<sup>16</sup> F. SARTORI, *op. cit.*, pag. 102.

Forse eccessiva, almeno nella prospettiva del diritto generale dei contratti, l' affermazione di D. ALESSANDRI, *Benchmark e diligente adempimento dei contratti di gestione di portafogli*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, pag. 632: «la caratteristica discrezionalità dell' intermediario nella scelta degli strumenti finanziari che vanno a comporre il portafoglio del cliente e nella gestione di detto portafoglio ... non può tuttavia sfociare nell' arbitrio dell' intermediario, poiché, se ciò accadesse, potrebbero avanzarsi sospetti di nullità del contratto per indeterminatezza dell' oggetto». Sulla riconduzione dei contenuti obbligatori del contratto di gestione di portafogli all' obbligo di forma scritta *ad substantiam* di protezione ai sensi dell' art. 23 t.u.f., cfr. *infra*, cap. 4, n. 7.

## *2. Ipotesi di lavoro: rilevanza del benchmark ai fini della valutazione dei risultati della gestione*

Nel contesto ora delineato, sorprende e incuriosisce l'interprete la presenza di una disposizione, ulteriore a quelle sin qui richiamate, il cui contenuto sembra suggerire un diverso atteggiarsi delle caratteristiche di struttura e contenuto della prestazione del gestore professionale di portafogli; con impatti potenziali sulla misura di "sindacabilità" dell'attività gestoria.

Il riferimento va, in particolare, all'art. 47, par. 3, Reg. Del. UE 2017/565 (pedissequamente ripreso dall'art. 38 Reg. Int.), che include tra le informazioni da fornire al cliente in sede precontrattuale «la descrizione di qualsiasi parametro di riferimento [nella versione inglese: *benchmark*] al quale sarà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente». A propria volta, il par. 2 del medesimo articolo indica i criteri alla stregua dei quali individuare il parametro in questione, disponendo che «quando forniscono il servizio di gestione del portafoglio, le imprese di investimento stabiliscono un metodo adeguato di valutazione e raffronto, come ad esempio un valore di riferimento significativo [nella versione inglese: *benchmark*], basato sugli obiettivi di investimento del cliente e sui tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente, in modo da consentire al cliente destinatario del servizio di valutarne l'esecuzione da parte dell'impresa» (cfr., anche in relazione a tale stringa normativa, sotto il vigore di MiFID, l'identico contenuto dell'art. 29, co. 2, della delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, cioè del Regolamento Intermediari antecedente a quello attualmente in vigore).

Appare in effetti significativo il fatto che, all'interno di un contesto di *genericità* dell'obbligazione, nel senso dianzi precisato, una previsione evochi in via diretta una prospettiva di *misurazione e valutazione dei risultati economici della gestione* in relazione a un dato parametro assunto come rilevante. Senonché, se si muove dal dato per cui l'obbligazione in questione è misurata sul parametro della diligenza (e costituisce dunque una «obbligazione di mezzi»), allora il raggiungimento o meno di un dato risultato finanziario non dovrebbero poter fungere da criterio discrezionale *automatico* tra una esecuzione diligente e una negligente. In effetti, sul piano della struttura dell'obbligazione gestoria quale

obbligazione di mezzi il raggiungimento di un dato risultato economico (un dato rendimento del portafoglio) sembrerebbe costituire il c.d. interesse primario dell'obbligazione<sup>17</sup>: e cioè il risultato utile “sperato” dal creditore, verso il cui conseguimento si deve orientare l'attività del debitore, e però non dedotto in obbligazione.

Sussiste pertanto l'utilità di una ricerca volta a comprendere il rapporto sussistente, nella fattispecie *de quo*, tra il *benchmark*, quale apparente strumento di “misurazione” del grado di effettivo raggiungimento dell'«interesse primario» del creditore, e le condizioni di soddisfazione dell'interesse creditorio oggetto dell'obbligazione ai sensi dell'art. 1174 c.c.: in altri termini, il rapporto tra il *benchmark* dedotto in contratto, l'interesse creditorio la cui soddisfazione costituisce esatto adempimento dell'obbligazione e il correlativo giudizio di responsabilità debitoria.

Impostare una risposta a tale domanda richiede, com'è ovvio, di interrogarsi sulla struttura dell'obbligazione gestoria qui considerata, per determinare se l'obbligazione in questione ricada nella figura generale dell'obbligazione di mezzi *senz'altro e senza differenze di struttura*, oppure se possano e debbano enuclearsi profili di eccentricità o specialità, tali da ravvisare nella tipologia di obbligazione in discorso una qualche autonomia rispetto alle categorie proprie del diritto civile<sup>18</sup>. Da tale risposta, potendosi poi comprendere come si venga effettivamente a declinare, *in subiecta materia*, il giudizio di responsabilità debitoria.

Nell'accostarsi a tale articolato problema, può subito osservarsi che, se è inevitabile – e, a dire il vero, scontato – negare che l'obbligo di indicazione di un *benchmark* nel contratto di gestione venga a sottendere o provocare un mutamento dell'obbligazione gestoria, includendo nella prestazione dovuta l'ottenimento di un tasso di rendimento finanziario del portafoglio almeno pari a quello del *benchmark*, sono prospettabili (e in effetti sono pure state concretamente prospettate: cfr. appena *infra*)

---

<sup>17</sup> Così nella teorizzazione delle obbligazioni di mezzi realizzata da L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» (Studio critico)*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, pag. 4 dell'estratto edito *on-line* dalla Rivista del Diritto Commerciale. Il tema verrà approfondito dal punto di vista dogmatico *infra*, cap. 2, par. 8.

<sup>18</sup> Nel senso di «diritto privato generale», come contrapposto ai cc.dd. «diritti secondi»: C. CASTRONOVO, *op. cit.*, pag. 397.

due letture di fondo del fenomeno in considerazione, che appaiono alternative tra loro.

Così, secondo una prima linea ricostruttiva<sup>19</sup>, il *benchmark* assumerebbe una dimensione del tutto estrinseca rispetto all'adempimento dell'obbligazione gestoria, in quanto esso costituirebbe un semplice elemento informativo inteso a consentire all'investitore una valutazione di mera «convenienza» del servizio, rispetto a un dato “mediano” di riferimento. Così ragionando, l'indice in questione diverrebbe oggetto di un obbligo informativo strumentale al perseguimento di una funzione di “assistenza” del cliente: in un certo senso, una funzione paraconsulenziale, che consisterebbe nel dotare l'investitore di una informazione qualitativamente idonea a consentirgli una valutazione, in proprio, circa la qualità del servizio ricevuto, al fine dell'eventuale sostituzione del prestatore con altro concorrente<sup>20</sup>. Assumendo questa prospettiva, potrebbe ravvisarsi una certa analogia funzionale (al netto delle evidenti differenze di struttura sussistenti tra le diverse categorie di prodotto) tra il *benchmark* e taluni indicatori sintetici che, in specie nel settore bancario, mirano a coadiuvare il cliente nella valutazione non solo dell'oggettiva onerosità del prodotto o servizio acquistato, bensì anche – in prospettiva *relazionale e comparativa* rispetto alle effettive condizioni attuali del mercato di riferimento – della misura di effettiva *convenienza* del prodotto<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Cfr. in particolare gli autori considerati *infra*, par. 7.

<sup>20</sup> Per il concetto di «assistenza» nell'art. 124, co. 5, t.u.b., sia consentito il rinvio a U. MALVAGNA, *Obblighi di consulenza, assistenza, astensione*, in *La trasparenza bancaria venticinque anni dopo. Atti dei seminari molisani del 27 settembre 2017 e 13 aprile 2018*, a cura di A. Barenghi, Napoli, 2018, pagg. 211 s.

<sup>21</sup> Un esempio paradigmatico di tale tecnica regolatoria può essere identificato, ad esempio, nell'obbligo – fondato dalla disciplina in materia di conti di pagamento (Direttiva Payment Account Directive, 2014/92) – di riportare nell'informativa periodica un «indicatore dei costi complessivi» le cui modalità di calcolo sono strutturate in maniera tale da consentire di valutare il grado di “deviazione” dell'onerosità del singolo prodotto rispetto a prodotti comparabili. Sul punto, è la disciplina di settore a chiarire che l'indicatore serve a «confrontare il totale delle spese sostenute nell'anno con i costi orientativi per i clienti tipo riportati nel presente riquadro», con l'ulteriore precisazione che «una differenza significativa può voler dire che questo conto ... non è il più adatto alle esigenze» del cliente (Cfr. Allegato 6 alle Disposizioni di Trasparenza). In termini consimili (a dispetto della diversa funzione riferibile al sistema di rilevamento dei tassi medi dei

L'informazione servirebbe dunque solo a consentire al cliente di comprendere se il prodotto acquistato conduca a un adeguato livello di soddisfazione del proprio interesse, rispetto alle alternative oggettivamente disponibili sul mercato, sollevando quest'ultimo – quale soggetto «razionalmente apatico»<sup>22</sup> in virtù dell'eccessivo costo marginale di elaborazione delle informazioni – dall'onere di procedere in proprio all'elaborazione dei dati necessari a una simile comparazione e valutazione.

Secondo una diversa e opposta linea ricostruttiva, il senso dell'indicazione del *benchmark* nel contratto di gestione di portafogli su base individuale sarebbe, invece, quello di tracciare un collegamento organico tra il medesimo e la definizione del contenuto dell'obbligazione gestoria, che si riflette sulla programmazione delle relative modalità di adempimento. In quest'ottica, la comparazione dei risultati della gestione con il rendimento del *benchmark* non sottende un raffronto tra il gestore e i suoi concorrenti (la “media del mercato” dei prestatori del servizio di investimento in discorso), bensì si rapporta in via diretta al rendimento generato dal mercato (o dai mercati) *oggetto dell'investimento*, rappresentati dalle tipologie di strumenti finanziari (definiti in base alla loro natura – di debito o di rischio –, al settore merceologico, al settore geografico, alla capitalizzazione dell'emittente, etc.) nel cui ambito il gestore è autorizzato a operare nel perseguimento dei convenuti “obiettivi della gestione”. La comparazione strumentale alla valutazione dell'esecuzione dell'incarico gestorio corre, dunque, tra i risultati della singola gestione e il rendimento di un «portafoglio-tipo» o «portafoglio-modello» connotato dal medesimo rischio, in senso qualitativo e quantitativo, rispetto a quello cui l'investitore si è voluto esporre mediante lo specifico contratto di

---

finanziamenti, il quale in sé mira alla gestione della tematica usuraria), svolge una funzione di ausilio alla comprensione della misura di reale «competitività» del prodotto l'obbligo – ai sensi delle Disposizioni di Trasparenza (in attuazione dell'art. 116 t.u.b.) – di inserimento nei fogli informativi dell'«indicazione che il cliente potrà consultare lo specifico Tasso Effettivo Globale Medio (TEGM) previsto dall'articolo 2 della legge n. 108/96 (c.d. “legge antiusura”) sul cartello affisso ai sensi del comma 3 del medesimo articolo, nonché sul sito internet».

<sup>22</sup> Sul concetto di apatia razionale e sul suo sviluppo nel contesto della *corporate governance*, F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, pag. 395.

gestione stipulato (il quale porta, per l'appunto, l'indicazione del *benchmark* rilevante ai fini della gestione).

Diversamente dalla lettura che riferisce al *benchmark* un valore meramente estrinseco (si è detto, un dovere informativo in ottica di “assistenza” del cliente), la tesi che postula la *pertinenza* del “parametro di riferimento” al contenuto dell'obbligazione non esaurisce – bensì viene propriamente ad aprire – il tema degli *specifici termini* che connotano il rapporto tra indici di riferimento ed esatto adempimento della prestazione gestoria. Come pure tale linea di lettura fonda l'esigenza di giungere alla comprensione di come il «parametro di riferimento» si rapporti – per il medio della regola di adempimento – all'organizzazione dell'impresa di investimento, strumentale all'erogazione su base professionale del servizio (sul rapporto tra organizzazione dell'impresa e adempimento della prestazione di cui al servizio, cfr. ampiamente *infra*, cap. 4, par. 2).

Ponendo a raffronto le due tesi ora sunteggiate, viene subito da notare che la seconda – oltre a poggiare su un non trascurabile argomento di ordine testuale, costituito dal fatto che l'art. 47, par. 2, Reg. Del. UE 2017/565 richiede che il *benchmark* prescelto sia «basato sugli obiettivi di investimento del cliente e sui tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente» – sembra raccordarsi in termini maggiormente coerenti ai risultati raggiunti in materia dalla tecnica finanziaria. Ci si riferisce, in particolare, alle modalità secondo cui tale disciplina è venuta, a far data dalla metà del secolo scorso, a sviluppare una metodologia condivisa – all'interno dell'industria dell'*asset management*, come pure nella scienza economico-finanziaria – al fine di conseguire una efficiente gestione del rischio intrinsecamente connesso all'investimento in strumenti e prodotti finanziari. Tale metodologia viene a costruire la strategia di investimento ricorrendo, per l'appunto, alla previa individuazione di un *benchmark* quale elemento concorrente alla *predeterminazione dei criteri di esecuzione dell'attività di gestione* (cfr. appena *infra*, n. 3).

Se ciò è vero, appare allora giustificato porre quale ipotesi di lavoro del presente scritto l'esistenza di una funzione del “parametro di riferimento” che non sia meramente “interna” (siccome utilizzata negli *interna corporis* dell'impresa ai fini di programmare l'attività di gestione), bensì anche di tipo “esterno”. Di una funzione apprezzabile, cioè, anche ai fini della determinazione dell'oggetto dell'obbligazione e

dell'enucleazione dei mezzi da prestare, nonché – conseguentemente – della conduzione del giudizio circa il diligente adempimento dell'obbligazione del prestatore del servizio di *portfolio management*, con l'effetto della “giuridicizzazione” dei parametri tecnici formalizzati in sede tecnico-scientifica.

Nella prospettiva ora indicata, occorre quindi anzitutto indagare quale sia l'impiego che la tecnica finanziaria effettua dei «parametri obiettivi di riferimento» o *benchmark*.

### 3. *Rischio, rendimento e diversificazione nella portfolio theory*

3.1. La tecnica finanziaria sviluppatasi a far data dagli anni cinquanta del secolo scorso ha posto il proprio *focus* sul tentativo di comprendere e “dominare” l'intrinseca incertezza che connota l'evoluzione dei prezzi degli strumenti finanziari<sup>23</sup>.

Tentando di superare lo scetticismo provocatorio della posizione espressa nel 1973 da Burton Malkiel in *A random walk down Wall Street*, secondo cui «*a blindfolded monkey throwing darts at a newspaper's financial pages could select a portfolio that would do just as well as one carefully selected by experts*»<sup>24</sup>, la tecnica finanziaria assume infatti quale propria “missione” quella di “sezionare” e analizzare i differenti

---

<sup>23</sup> È evidente la profonda diversità di tale approccio rispetto alla tradizionale prospettiva giuridica, dove risulta priva di interesse la *concreta dimensione qualitativa* dell'incertezza. In effetti, ai fini dell'applicazione delle rilevanti norme del diritto dei contratti, l'alternativa tra contratto aleatorio e commutativo è di natura essenzialmente binaria, non sussistendo a tal riguardo gradazioni interne (cfr. art. 1469 c.c.). A ben considerare, solo nel contratto di assicurazione, dove il premio viene formulato dall'impresa in diretta considerazione della (sola) dimensione *quantitativa* del rischio assicurato, assumono rilevanza disciplinare l'eventuale inesistenza originaria del rischio (cfr. l'art. 1895 c.c. *i.e.* della natura meramente putativa del rischio convenzionalmente assunto; P. CORRIAS, *La gestione convenzionale dell'incertezza tra fenomeno ludico e mercato finanziario*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, I, pagg. 363 ss.) e il suo incremento nel corso della fase di pendenza del contratto (art. 1898 c.c.). Per l'estensione dell'art. 1895 c.c. ai derivati finanziari, ID., *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di D. Maffei, Milano, 2014, pagg. 173 s.

<sup>24</sup> B.G. MALKIEL, *A Random Walk Down Wall Street*, New York, 1973, pag. 24.



profili di rischio connessi con l'investimento (azionario, di debito ovvero di altre forme), al fine di sviluppare metodologie idonee – se non a eliminare le possibilità di perdita dell'investimento, comunque – a *comprimere nei massimi termini possibili* l'esposizione dell'investitore a eventi avversi tali da incidere sul capitale oggetto di investimento, quanto al rendimento che tale capitale investito ci si aspetti rendere monetariamente.

Se un primo pilastro di questa materia poggia sull'ipotesi dell'efficienza informativa del mercato dei capitali (*efficient capital markets hypothesis, ECMH*), vale a dire sull'assunto – variamente declinato, a seconda che si adotti la versione forte o semi-forte dell'ipotesi<sup>25</sup> – secondo cui il prezzo degli strumenti finanziari dotati di un mercato secondario sufficientemente liquido incorpora tutte le informazioni pubbliche dotate di rilevanza ai fini della formulazione di un giudizio sulle *performance* future dell'emittente, un problema che la ECMH non può risolvere è quello della gestione del rischio di concentrazione dell'investimento. In effetti, la circostanza per cui gli strumenti liquidi siano prezzati correttamente dal mercato nulla dice in ordine alle corrette modalità di ripartizione di un dato portafoglio su più investimenti.

L'esigenza di procedere alla ripartizione del capitale da investirsi su più titoli si comprende facilmente sulla scorta del rilievo che, se il rendimento di un dato strumento finanziario risente del contesto economico generale e, di conseguenza, del mercato dei capitali nel suo complesso, esso è però anche esposto a un ulteriore vettore di rischio, attinente alle vicende che colpiscono l'emittente in via diretta ed esclusiva (ad esempio, la cattiva *performance* di una società dovuta a scarsa qualità dell'attività amministrativa), oppure che colpiscono in termini omogenei – non l'intero mercato, bensì – gruppi di imprese individuate sulla base di parametri rilevanti (settore merceologico, area geografica, etc.).

Una simile notazione empirica evidenzia come la concentrazione del capitale da investirsi in un singolo titolo non costituisca *per definizione* una efficiente allocazione del capitale, giacché essa, mentre si accom-

---

<sup>25</sup> Cfr. E. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *The Journal of Finance*, 1970, pag. 383.

pagna a un rendimento che *ex ante*<sup>26</sup> va ipotizzato come *allineato alla media del mercato di riferimento*, è tuttavia connotata da una misura di rischio più elevata del mercato complessivamente considerato in ragione dell'esistenza del rischio di *default* (o di *underperformance*) del singolo strumento.

Viene così in rilievo la distinzione tra il rischio legato all'andamento del sistema economico e del mercato complessivamente considerato, c.d. *rischio sistematico*, e il rischio relativo al singolo emittente (o a categorie di emittenti identificati sulla base di caratteristiche comuni), c.d. *rischio specifico o idiosincratico*<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Fatte salve specifiche previsioni formulate dall'investitore/gestore, sulla cui correttezza non vi può essere certezza. Peraltro, nel caso in cui lo stile della gestione contempli l'ipotesi di includere nelle scelte di gestione previsioni sull'andamento a breve di singoli titoli (o comparti del mercato), si avrà una c.d. gestione attiva, su cui cfr. meglio *infra*, cap. 3, n. 3.

<sup>27</sup> Va precisato che, in sé, la distinzione tra rischio sistematico e rischio idiosincratico si riferisce al mercato azionario. Tuttavia, in termini consimili, con riferimento agli strumenti di debito si discorre di rischio di credito, che si rapporta al merito di credito dell'emittente e cioè alla sua probabilità di non essere in grado di rimborsare fisiologicamente il prestito, *probability of default*. Esso nei fatti racchiude in sé profili che, in relazione all'investimento azionario, sono qualificati come espressione del rischio specifico e del rischio sistematico: ciò dipende dalla natura del rapporto finanziario, dove all'investitore è comunque promessa la restituzione delle somme ricevute, di tal che – almeno con riferimento all'obbligo di restituzione del capitale – ad esso interessa l'andamento dell'emittente non in sé, come nell'investimento azionario (dove la capacità del titolo di generare rendimenti dipende in termini lineari dall'andamento dell'impresa emittente), ma limitatamente all'insolvenza che ne può derivare.

In merito agli strumenti di debito, vanno pure annoverate ulteriori tipologie di rischio. Il riferimento corre al novero dei rischi di mercato, i quali si articolano a propria volta in rischi di mercato in senso stretto e in senso lato. Quanto ai primi, essi vengono comunemente identificati nel rischio d'interesse (connesso con le variazioni dei tassi d'interesse sul mercato, che incidono sulla effettiva remuneratività di uno strumento finanziario di debito a tasso di interesse fisso) e nel rischio di cambio (legato alla variazione delle quotazioni dei cambi tra valute). Quanto ai secondi, essi riguardano due distinti profili: fattori che possono condurre a frizioni negli scambi degli strumenti di debito sul mercato secondario (rischi di controparte/regolamento, *i.e.* di mancato conseguimento del prezzo dello scambio di uno strumento, e rischi di liquidità), e fattori dipendenti dal contesto generale (anche qui, allora, venendo in rilievo un profilo di rilevanza della dimensione *sistematica* del rischio, secondo la tassonomia riferita). Si tratta, in particolare, del rischio monetario

Emerge allora immediatamente la necessità che i soggetti chiamati ad allocare capitali a fini di investimento procedano a una diversificazione degli investimenti, al fine di conseguire, secondo una valutazione *ex ante* (cioè, riferita al momento in cui si assume la decisione allocativa del capitale da investirsi), un migliore *rapporto* (di “convenienza”, i.e. di *efficienza*) *tra rischio e rendimento*: in effetti, se un rischio conformato sul mercato nel suo complesso prospetta rendimenti medi allineati a quelli di ciascun singolo emittente del mercato (giacché è assai arduo prevederne *ex ante* la performance relativa rispetto al mercato), senza presentare i rischi connessi con un investimento concentrato sul singolo emittente, ciò implica che il *mercato remunera il rischio sistematico, ma non il rischio specifico*<sup>28</sup>.

In definitiva, l’eliminazione del rischio specifico conduce a una riduzione del rischio del portafoglio senza alcuna riduzione dei rendimenti attesi, perciò massimizzando il rapporto di efficienza tra rischio e rendimento (*risk-adjusted returns*). Ed è proprio per soddisfare l’esigenza di definire un metodo per andare oltre l’adagio che sconsiglia di «mettere tutte le uova nello stesso panier», e riuscire invece a definire in termini formalizzati le condizioni tecniche atte a realizzare (si ripete, secondo una valutazione *ex ante*) il *migliore* rapporto tra rischio assunto e rendimento atteso, che entra in gioco la rilevanza del ricorso ai *benchmark* quale perno intorno al quale definire le strategie di investimento dei gestori professionali.

3.2. Per illustrare come il *benchmark* rilevi ai fini della realizzazione di un appropriato livello di diversificazione dei portafogli, i.e. di una «*diversificazione efficiente*», occorre anzitutto esporre i cardini essenziali della teoria della selezione di portafoglio, la cui paternità spetta a Harry

---

(inflazione) e del rischio paese, quale ipotesi di degenerazione della situazione economico-finanziaria di un intero Stato, con riflessi di possibile insolvenza degli emittenti di debito pubblico come pure, per conseguenza, privato. Cfr. *amplius* P.L. FABRIZI, *I criteri di valutazione e gli indicatori del rischio dei titoli obbligazionari*, in *Economia del mercato mobiliare*<sup>7</sup>, a cura di P.L. Fabrizio, Milano, 2021, pagg. 146 ss.

<sup>28</sup> Cfr. W.F. SHARPE, *Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, in *The Journal of Finance*, Volume 19, Issue 3, September 1964, pag. 425.

M. Markowitz<sup>29</sup>. In sintesi, il modello elaborato da Markowitz muove dall'ipotesi di fondo secondo cui gli investitori selezionano (*recte*: dovrebbero razionalmente selezionare) i portafogli basandosi su due parametri, ossia il rendimento atteso (*expected return*) e il rischio connesso con l'investimento.

Quanto al primo fattore, esso si basa su valutazioni previamente formulate alla luce delle serie storiche di dati relativi all'andamento degli strumenti del portafoglio considerato, mediante l'utilizzo delle metodologie esistenti (principalmente, l'analisi c.d. tecnica<sup>30</sup> e l'analisi c.d. fondamentale<sup>31</sup>).

Quanto al secondo (rischio dell'investimento), esso si misura matematicamente in termini di c.d. *deviazione standard* dei rendimenti di portafoglio, quale indice che esprime in termini sintetici il grado di deviazione media del rendimento dei singoli elementi del portafoglio rispetto al rendimento del portafoglio (media ponderata dei rendimenti dei singoli strumenti). Il senso di un simile indicatore, com'è facile intendere, è quello di evidenziare quanto ciascun elemento (singolo strumento finanziario) dell'insieme considerato sia «stabile», nel senso di allineato al rendimento del portafoglio. Esemplicativamente: assumendo l'esistenza di due portafogli composti da due soli titoli (ciascuno pari al 50% dei portafogli), entrambi i portafogli con rendimento medio del 5% in un dato periodo temporale di riferimento, sussiste un diverso grado di rischio a seconda che il valore medio del 5% derivi da una performance del 5% di entrambi i titoli (qui, la deviazione standard è nulla) oppure da una performance dello 0% di un titolo e del 10% dell'altro titolo (qui, la deviazione standard è elevata, in quanto il rendimento di entrambi gli

---

<sup>29</sup> Il quale la formulò in una coppia di scritti editi nel 1952: cfr. H.M. MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, in *The Journal of Finance*, March 1952, pag. 77; ID., *Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments*, New York, 1952, *passim*.

<sup>30</sup> Intesa come l'analisi concentrata sullo studio delle dinamiche dei prezzi degli strumenti finanziari nel corso del tempo, al fine di ricostruire dinamiche di regolarità (“*pattern*”) idonei a trarre inferenze sull'andamento futuro dello strumento (nel breve termine).

<sup>31</sup> L'analisi fondamentale costituisce quella metodologia finanziaria rivolta alla determinazione del *fair value* dell'emittente lo strumento mediante l'analisi degli indicatori relativi alla sua solidità patrimoniale e redditività.

elementi dell'insieme differisce significativamente – in eccesso o in difetto – dal rendimento del portafoglio). *A parità di rendimento* (atteso), il secondo portafoglio manifesta un *grado di rischio maggiore* in ragione della maggiore volatilità dei suoi elementi<sup>32</sup>. Pertanto, l'investitore razionale dovrebbe preferire comporre il proprio portafoglio alla stregua del primo, in vece che del secondo<sup>33</sup>.

3.3. Fermati questi postulati, la *modern portfolio theory* trova il proprio elemento di novità nella fissazione dei criteri logici e applicativi per identificare *come* realizzare la diversificazione del portafoglio in maniera tale da massimizzare il rapporto tra rischio e rendimento. In particolare, il punto centrale della teoria consiste nell'aver evidenziato che la rischiosità di un portafoglio non dipende *esclusivamente* dalla media ponderata delle deviazioni *standard* dei singoli strumenti del portafoglio lungo un dato orizzonte temporale multiperiodale (ad es., con confronti portati su base mensile). Va infatti considerato un ulteriore elemento, fondamentale ai fini della comprensione della effettiva rischiosità del portafoglio. Si tratta, in particolare, dell'esistenza di correlazioni (positive o negative) *reciproche* tra le variazioni dei rendimenti dei singoli strumenti finanziari del portafoglio.

---

<sup>32</sup> Per completezza descrittiva, va segnalato che ulteriori assunti su cui si basa la *modern portfolio theory* sono quelli dell'avversione al rischio dell'investitore e della massimizzazione dell'utilità attesa. Costituendo un pilastro della teoria finanziaria, il concetto di avversione al rischio si identifica nella proposizione secondo cui l'investitore razionale considera il rischio in termini negativi: diversamente dall'imprenditore destinatario del finanziamento (di capitale o debito), egli – ovviamente – non cerca il rischio ma il rendimento, essendo meramente disposto a “tollerare” un determinato grado di rischio al fine di raggiungere il rendimento atteso. Su questa teoria e sui suoi impatti sulla regolamentazione vigente in materia di servizi d'investimento, cfr. *infra*, cap. 2, n. 7.

<sup>33</sup> Nel lessico di Markowitz, si tratta del c.d. principio media-varianza, in base al quale è razionalmente preferibile la strategia di investimento volta alla costruzione di un portafoglio che presenta, a parità di rendimento atteso, una rischiosità (deviazione standard o scarto quadratico medio) minore o, viceversa, un rendimento atteso maggiore a parità di rischiosità dei portafogli. Il portafoglio che presenta tali caratteristiche, nella massima misura possibile in un dato contesto, si definisce «dominante» in quanto più efficiente.

Abbandonando i termini matematico-formali, il punto può così essere riassunto. Se i rendimenti dei titoli sono *perfettamente* correlati in senso positivo, allora una variazione di un titolo si assocerebbe a una *pari e identica variazione* degli altri strumenti del portafoglio. In tal caso la rischiosità (deviazione standard) del portafoglio è in effetti pari alla media ponderata delle deviazioni standard dei titoli del portafoglio. Col che, l'effetto positivo o negativo di una variazione di uno o più titoli si trova in questo caso a essere «amplificato» a livello di portafoglio, per effetto della pari variazione degli altri titoli.

Se però questa correlazione fosse solo debolmente positiva o financo negativa, allora la situazione cambierebbe in modo significativo. In una simile situazione, l'impatto sul rendimento del portafoglio complessivo di una riduzione di valore di uno o più strumenti sarebbe «attenuato» o, più propriamente, “coperto” dall'opposto andamento degli altri strumenti. Di conseguenza, la rischiosità complessiva del portafoglio diverrebbe inferiore *senza incidere sul rendimento atteso (il quale continua a essere rappresentato dalla media ponderata dei rendimenti attesi dei singoli strumenti finanziari)*. Si apprezzano così i benefici di una – non “casuale”, bensì ponderata secondo i criteri di correlazione, e quindi – efficiente diversificazione<sup>34</sup>.

All'interno di tale schema teorico, l'utilizzo dei *benchmark* entra in gioco per rendere fattibile, su un piano pratico, l'applicazione della *portfolio selection theory*. Infatti, da un punto di vista astratto, la costruzione di portafogli efficienti<sup>35</sup> dovrebbe svilupparsi in un ipotetico confronto

---

<sup>34</sup> Cfr., nella letteratura giuridica, F. CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1987, I, pagg. 274 ss.; G. FERRARINI, *I nuovi confini del valore mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1989, pagg. 753 ss.; R. CLARIZIA, A. MAGNONI, *La gestione personalizzata di patrimoni mobiliari*, Milano, 1993, pagg. 52 ss.; E. PAGNONI, L. PIATTI, *Gestione di patrimoni e tutela degli investitori*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 19, Roma, 1997, pag. 11; F. SARTORI, *op. cit.*, pagg. 105 e 212 ss.; L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, pag. 24; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, pag. 431; M.S. Houben, *Gestione di portafogli di investimento e dovere di diversificazione: violazioni degli obblighi di comportamento degli intermediari e onere probatorio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, pag. 169.

<sup>35</sup> Per completezza, va segnalato che nella *modern portfolio theory* di Markowitz l'analisi delle correlazioni tra i titoli conduce all'identificazione non già di un unico

tra tutti i titoli esistenti a livello globale. Senonché, già intuitivamente si comprende l'*infattibilità pratica* di un simile esercizio, tali e tanti sono i titoli negoziabili sul mercato dei capitali.

Posta dunque la necessità di trovare un diverso approccio alla costruzione dei portafogli, un compromesso “onorevole” è stato rinvenuto nell'impostare il ragionamento intorno alla costruzione dei portafogli prendendo le mosse dall'analisi di variabili (rendimento atteso e volatilità) riferite non già a *singoli titoli*, bensì a *comparti* del mercato finanziario (*i.e.* gruppi di titoli identificati sulla base della natura dello strumento finanziario e del settore merceologico, area geografica o dimensione dell'emittente), in modo da identificare il *mix* efficiente di

---

portafoglio composto efficientemente, bensì di una *serie indefinita di possibili composizioni efficienti del portafoglio*, associate a diversi rendimenti attesi e diversi livelli di rischio. Tale serie indefinita di possibili composizioni di “portafogli dominanti” (cioè che presentano il più elevato livello di rendimento per il corrispondente livello di volatilità) è stata qualificata dalla letteratura della materia come «frontiera efficiente». Ricorrendo solamente alle considerazioni che precedono, tutti i portafogli sulla frontiera sarebbero fungibili e non vi sarebbe un criterio per collocarsi in un dato punto della frontiera. Conseguentemente, sulla base dei principi dell'avversione al rischio e della massimizzazione dell'utilità, il portafoglio “giusto” è quello che si colloca lungo la frontiera efficiente sul punto corrispondente al massimo livello di soddisfazione dell'utilità dell'investitore, a sua volta costituito da una serie di combinazioni tra rendimento atteso e rischio tollerabile in relazione a quel rendimento atteso (e fermo comunque il vincolo di un limite massimo assoluto di rischio accettabile). Com'è peraltro evidente, un ragionamento di questo tipo si mostrerebbe inattuabile a livello pratico ove si richiedesse all'intermediario di “costruire” una funzione di propensione al rischio personalizzata per ciascun cliente. E infatti l'attività di profilatura della clientela ai fini dell'Art. 25 MiFID 2 risulta nell'iscrizione della clientela a un numero predeterminato di “categorie” di investitore in senso idealtipico (una logica consimile è quella sottesa alla definizione del *market target* nella disciplina della *product governance*: cfr. gli *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, 05 febbraio 2018, ESMA 35-43-620). Sulla dimensione categoriale della clientela in rapporto alla standardizzazione di “sub-modalità” dell'offerta, cfr. U. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Milano, 2013, pag. 131.

D'altra parte, va segnalato che il *Capital Asset Pricing Model* sviluppa il concetto di «capital market line», il quale fornisce un criterio di scelta che non tiene in considerazione le preferenze individuali, le quali in quest'ottica non concorrerebbero a identificare i portafogli efficienti: cfr. F. SAITA, *Il Capital Asset Pricing Model*, in *Economia del mercato mobiliare*<sup>7</sup>, a cura di P.L. Fabrizi, Milano, 2021, pag. 381.

investimento percentuale su quei mercati complessivamente intesi, e non su tutti i singoli titoli appartenenti a tutti i comparti presi in considerazione.

Senonché, per condurre tali valutazioni occorre avere la disponibilità di indicatori rappresentativi dei diversi comparti del mercato finanziario (geralmente, dalla prospettiva dello strumento, *asset class*), costruiti in maniera tale da riflettere il rischio *corrispondente all'intera asset class considerata*<sup>36</sup>.

3.4. Quando utilizzati ai fini dell'*asset allocation* nell'ambito della teoria di portafoglio, i *benchmark* servono propriamente a questo fine. In particolare, essi costituiscono indici che identificano portafogli di titoli composti in termini rappresentativi di un dato mercato di riferimento, costituendo, in questa prospettiva, il paradigma del portafoglio *massimamente diversificato* (in relazione all'*asset class* di riferimento) e quindi esposto esclusivamente al rischio sistematico. Nei fatti, i *benchmark* si identificano o con gli indici rappresentativi di sedi di negoziazione dotate di sufficiente dimensione e liquidità (così, ad es., l'indice delle società di maggiore capitalizzazione nella borsa di New York per identificare il mercato azionario delle *large corporates* nordamericane) ovvero indici elaborati *ad hoc* da soggetti specializzati (solitamente, grandi banche d'affari), che in quest'ambito operano dunque anche come c.d. «fornitori» di *benchmark*.

In termini operativi, si procede come segue. Anzitutto, occorre la previa definizione dei comparti del mercato finanziario (globalmente inteso) su cui si intende investire, e che pertanto verranno resi oggetto di valutazione ai fini dell'*asset allocation*, vale a dire dell'individuazione delle diverse composizioni efficienti di portafoglio quanto a ripartizione, in termini di percentuali relative (idealmente, da 0 a 100%), dell'investimento sui vari mercati considerati.

---

<sup>36</sup> I postulati precedentemente svolti in ordine al rischio di concentrazione degli investimenti – segnatamente, la circostanza secondo cui il rischio specifico (come opposto al rischio sistematico) legato a ciascun singolo strumento finanziario è gestibile mediante la diversificazione di portafoglio – escludono l'opportunità di utilizzare come indicatore del comparto di riferimento un singolo strumento finanziario (o anche un limitato numero di strumenti finanziari) riferibile a quella *asset class*.



Definiti i mercati da considerare, si procede ad associare un *benchmark* a ciascun mercato<sup>37</sup>, per quindi procedere alla quantificazione dei rendimenti attesi e dei rischi (volatilità) di ciascun comparto di mercato, come rappresentato dal *benchmark*. Il calcolo si struttura, quindi, come quantificazione del *grado di rischiosità di un portafoglio dotato di composizione identica al benchmark*. Ottenuti questi dati, si procede all'identificazione (in termini percentuali) del *mix* dei portafogli di cui ai singoli *benchmark* tramite lo studio delle correlazioni tra le *asset class*, per giungere alla ripartizione del capitale da allocare in ragione delle diverse *asset class* considerate, secondo la logica della "efficiente diversificazione" che ricerca, a parità di rendimento atteso, il minor rischio (misurato in ragione della volatilità) in considerazione degli effetti positivi derivanti da correlazioni tendenzialmente nulle o perfino negative.

Giunti alla definizione dei criteri di costruzione del portafoglio nei termini che precedono, si prospettano al gestore due alternative, che corrispondono alla nozione di gestione passiva ovvero di gestione attiva (a sua volta distinta tra la nozione semi-attiva e quella propriamente tale). Nel primo caso, l'obiettivo del gestore è la replica del *benchmark* o, per meglio dire, dei singoli *benchmark* riferiti alle *asset class* nelle proporzioni previamente identificate. Nel secondo caso, muovendo dall'iniziale definizione dei *benchmark* di cui alle singole *asset class* e del peso percentuale di ciascun comparto all'interno del portafoglio, il gestore muove verso il tentativo di "battere" i *benchmark*, cioè va alla ricerca della massimizzazione del differenziale di rendimento rispetto ai *benchmark* (posto un dato limite di rischio massimo reputato tollerabile), tentando di conseguire un migliore profilo di rischio, cioè un più efficiente rapporto tra rischio e rendimento (rendimenti attesi più elevati a parità di volatilità,

---

<sup>37</sup> Esemplicativamente, gli indici: JPM Euro Cash 3M per il mercato monetario dell'area euro; CGBI WGBI EMU All Mats per il mercato obbligazionario area Euro; CGBI WGBI BD All Mats per il mercato obbligazionario Internazionale; MSCI Europe per il mercato azionario europeo; MSCI North America per il mercato azionario nordamericano; MSCI Japan per il mercato azionario giapponese; MSCI Pacific free ex Japan per il mercato azionario del pacifico con esclusione del Giappone; MSCI EM (Emerging Markets) per il mercato azionario dei paesi emergenti. Tali associazioni sono riportate da U. POMANTE, *La teoria della selezione del portafoglio di Markowitz*, in *Economia del mercato mobiliare*<sup>7</sup>, a cura di P.L. Fabrizi, Milano, 2021, pag. 376.

ovvero aumenti dei rendimenti più che proporzionali all'aumento della volatilità)<sup>38</sup>.

Le considerazioni che precedono consentono di essere traslate dal piano tecnico-finanziario a quello giuridico, per porre in evidenza la centralità che, nel tipo “gestione di portafogli”, spetta al principio di diversificazione; e in questo contesto, dare conto dello sviluppo della disciplina in materia, che ha condotto infine all'emersione di una regolamentazione dei *benchmark*.

#### 4. La diversificazione degli investimenti nel tipo «gestione di portafogli». Le origini disciplinari del benchmark

4.1. Trasferendoci ora sul piano giuridico, occorre muovere dalla notazione che proprio i postulati della c.d. *modern portfolio theory* fondano la stessa esistenza del tipo contrattuale della gestione di portafogli su base individuale, definendone nell'intrinseco la funzione e, a propria volta, distinguendolo dal deposito titoli in amministrazione di cui all'art. 1838 c.c. e dagli altri tradizionali servizi di amministrazione – o, per meglio dire, di «gestione statica»<sup>39</sup> – di patrimoni mobiliari che esistevano

---

<sup>38</sup> Com'è evidente, in questa seconda ipotesi la discrezionalità esecutiva del gestore assume contorni molto più ampi, e muove dalla ritenuta capacità del medesimo di formulare adeguate valutazioni predittive circa l'andamento generale dei mercati nel futuro prossimo, oppure rispetto alla «qualità» di singoli strumenti finanziari (o sottoclassi di strumenti finanziari) e quindi della loro capacità di esprimere performance relative migliori del loro comparto di riferimento. Un maggiore grado di dettaglio circa le modalità di attuazione di queste due tipologie di gestione strategica sarà fornito *infra*, là dove si tenterà di fondare alcuni postulati generali di corretta esecuzione, sul piano della diligenza professionale, del mandato gestorio del *portfolio manager*: cfr. *infra*, cap. 3, nn. 2 e 3.

<sup>39</sup> P. ABBADESSA, *Gli obblighi di amministrazione nel deposito di titoli*, in *Le operazioni bancarie*, a cura di G.B. Portale, Milano, 1978, I, pag. 468, dove l'affermazione dell'estraneità alla causa negoziale (centrata sulla prestazione di mera amministrazione) dei profili inerenti all'andamento economico degli investimenti: «nessun obbligo sussiste invece per quanto concerne l'andamento economico dei titoli, investendo tali notizie un piano affatto diverso da quello (tecnico-giuridico) rispetto al quale la banca si è impegnata a cooperare».

nel mercato italiano del risparmio, quando, intorno alla metà degli anni ottanta, le gestioni personalizzate di patrimoni mobiliari hanno fatto la loro prima comparsa<sup>40</sup>.

In effetti, l'inerenza al tipo «gestione di portafogli» della *professionalità* del gestore *nella ricerca di un efficiente rapporto tra rischio e rendimento* mediante tecniche di portafoglio è stata percepita e messa in rilievo sin da quando una riflessione giuridica sul tema è esistita. Sul punto, afferma uno dei primi studi in argomento<sup>41</sup> che «nell'ambito delle operazioni in titoli tradizionalmente effettuate dagli enti creditizi le “gestioni di patrimoni mobiliari” hanno, sotto un profilo tecnico, corrisposto alla finalità di realizzare una variazione nel *mix* dell'attività bancaria particolarmente apprezzabile di fronte ad un aumento di rischio della stessa». Più nel dettaglio, si rileva che tali prodotti individuano «un servizio col quale viene offerto alla clientela l'accesso al mercato dei valori mobiliari con operazioni nelle quali la banca *mette a disposizione la sua competenza professionale: l'obiettivo perseguito è la massimizzazione*

---

<sup>40</sup> Ciò accadeva in effetti in un torno di tempo durante il quale si affacciavano sul mercato i fondi comuni di investimento che, ugualmente basati sul principio di diversificazione *à la Markowitz*, garantivano ai singoli investitori quell'ulteriore guadagno di efficienza derivante dalle economie di scala, *i.e.* la maggiore capacità di diversificazione conseguibile per effetto dei maggiori ordini di grandezza dei volumi investiti; volume del portafoglio che opera invece come una implicita barriera all'ingresso per i portafogli gestiti individualmente (tant'è che tradizionalmente la gestione di patrimoni è stata resa solo in favore di clientela dotata di rilevanti disponibilità finanziarie). Cfr. M. SEPE, *op. cit.*, pag. 147: «la questione della distinzione tra gestioni in monte e individuali si concentra sul conflitto esistente tra economia e diritto, ed in particolare tra le economie di scala che consente la gestione collettiva e le caratteristiche di un rapporto “*intuitu personae*” del contratto di gestione», dove anche la notazione che «la fissazione di un ammontare minimo per i patrimoni da conferire in gestione individuale o comunque la fissazione di norme che direttamente o indirettamente limitino il ricorso alla gestione di portafogli ai soli investitori consapevoli, oltre ad apparire lesive del principio di libertà contrattuale, non appaiono criteri ottimali sui quali fondare la distinzione in parola; da un lato, infatti, economie di scala possono essere realizzate anche sulle grandi quantità; dall'altro, perché l'*intuitu personae* che caratterizza il contratto è in qualche misura antitetico allo stesso concetto di consapevolezza dell'investitore, essendo l'*intuitu* medesimo sintomatico di un affidamento in linea di principio inconsapevole».

<sup>41</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, pagg. 274 ss.

*del profitto atteso e la minimizzazione del rischio di investimento» (enfasi aggiunta)<sup>42</sup>.*

Parimenti, tale opinione mostra consapevolezza del fatto che il congiunto raggiungimento di tali obiettivi si esprime mediante la tecnica della diversificazione, là dove segnala che «la valutazione della convenienza economica a porre in essere gestioni di patrimoni non potrà prescindere dalla considerazione che la redditività delle stesse è strettamente collegata all'ammontare delle disponibilità che s'intendono investire e alla durata temporale del rapporto». E infatti, dovendo «la banca *attuare un intervento diversificato sul mercato finanziario*, le sue possibilità operative risultano notevolmente ridotte in presenza di un contenuto ammontare del portafoglio». Oltre alla “scala”, la possibilità di diversificare in maniera efficiente fa leva sulla professionalità del gestore, la quale si esprime in una superiore (rispetto all'investitore che tenti di diversificare “in autonomia”) «capacità di analisi e di previsione delle tendenze di mercato», che pone le precondizioni per conseguire «un *rendimento complessivo ottimale dei diversi investimenti effettuati*» (enfasi aggiunte).

In termini consimili, altra dottrina ha individuato gli «*elementi caratterizzanti l'attività di gestione di patrimoni*» in un duplice elemento: da un lato, «*la diversificazione del portafoglio di pertinenza del cliente gestito, necessaria per ottenere la riduzione dei rischi connessi all'investimento mobiliare*»; dall'altro, «*la discrezionalità concessa all'intermediario nella scelta dei valori mobiliari da compravendere*»<sup>43</sup>.

Pare di poter ravvisare già in queste prime opinioni la percezione dell'intrinseca correlazione tra i due elementi del “tipo” gestione patrimoniale: nel senso che la discrezionalità tecnica è strumentale a consentire al gestore, mediante l'esercizio della propria professionalità, di raggiungere i benefici connessi con la diversificazione degli investimenti<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> Ivi, 275., da cui anche le citazioni che seguono nel testo.

Parla di «massimizz[azione de] la propria utilità con il minimo rischio grazie ad un'ottimale allocazione delle risorse, la quale può essere attuata in modo conveniente solo per il tramite di una gestione altamente professionale», L. PICARDI, *op. cit.*, pag. 24.

<sup>43</sup> R. CLARIZIA, A. MAGNONI, *op. cit.*, pag. 7.

<sup>44</sup> Cfr. anche la Circolare Assofiduciaria n. 15/1985 del 15 maggio 1985 («*Aggiornamento sulla comunicazione n. 84/11815 della Commissione Nazionale per le Società*

4.2. La centralità della diversificazione quale “senso ultimo” della gestione patrimoniale emerge con nitore quando si segua l’evoluzione normativa in materia. Al riguardo va osservato che, se il *benchmark* affonda le proprie radici negli stessi pilastri della tecnica degli investimenti finanziari appena illustrati (*supra*, n. 3), le originarie discipline di vigilanza, emanate in termini coevi alla diffusione di tale figura operativa, non lo menzionano: il *benchmark* fa la propria comparsa nella normativa solo in una fase successiva, di intervenuta «stabilizzazione» di tale servizio nell’industria del risparmio gestito.

Tale esito è il frutto di un processo evolutivo della disciplina sviluppatosi al fine di soddisfare quelle nuove esigenze di tutela dell’investitore, che andavano emergendo in ragione della più elevata sofisticatezza tecnica e rischiosità<sup>45</sup> della gestione di portafogli rispetto alle tradizionali

---

*e la Borsa»*), in *Riv. Soc.*, 1985, pag. 330, dove, nell’ambito di un ragionamento inteso a tracciare il discrimine tra l’amministrazione c.d. statica (non necessitante di prospetto) e l’amministrazione c.d. dinamica (di cui alla gestione individuale di patrimoni mobiliari), si afferma che nell’amministrazione dinamica «l’obiettivo del fiduciante ... si sostanzia nella ricerca di una struttura tecnica che professionalmente si attivi per effettuare investimenti e reinvestimenti delle sue disponibilità»; conseguentemente, la «funzione del rapporto fiduciario ... è strumentale alla tempestiva esecuzione delle operazioni disposte nell’interesse del fiduciante stesso».

<sup>45</sup> Seppure compensata da un radicale aumento delle aspettative di rendimento. Trattandosi di un «contratto a rischio», ne consegue che «all’intermediario può essere conferito un mandato eccessivamente discrezionale al compimento di operazioni che possono incidere negativamente sulla quantità e sulla qualità del patrimonio affidatogli dall’investitore»; così, N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*<sup>3</sup>, Milano, 2000, pag. 193.

Per l’affermazione che l’investitore, «scegliendo la gestione di portafogli, non solo ha interesse a colmare l’asimmetria informativa che lo separa dall’intermediario, ma, proprio perché, tendenzialmente, abdica alla gestione di parte del proprio patrimonio a favore di un soggetto che egli riconoscere maggiormente qualificato a perseguire i propri interessi, necessita di specifica protezione nei confronti del rischio di abuso dei poteri conferiti all’intermediario», cfr. M. SESTA, *I contratti relativi alla gestione di portafogli, I singoli contratti. Applicazioni pratiche e disciplina specifica*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visentini, Padova, 2009, II, pag. 733.

forme di amministrazione dei patrimoni della clientela, orientate invece a un paradigma gestorio di natura essenzialmente «statica»<sup>46</sup>.

Passandosi da uno scenario *di mera cura di diritti connessi con un determinato insieme di strumenti finanziari, la cui composizione rimaneva decisa dall'investitore*, a un'operatività dove *l'intermediario si trovava chiamato a variare nel continuo la composizione del portafoglio lungo l'intero arco di svolgimento del rapporto*, si dava l'esigenza di sviluppare presidi normativi intesi a conciliare i maggiori benefici derivanti dall'offerta di un servizio di investimento più evoluto e flessibile<sup>47</sup> con la necessità di evitare l'attribuzione ai gestori professionali di una discrezionalità il cui esercizio fosse non delimitato o delimitabile *ex ante* e, di conseguenza, non controllabile *ex post*<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> Della quale la gestione di patrimoni costituisce l'evoluzione, resa possibile dal processo di sviluppo e istituzionalizzazione del ricorso al mercato dei capitali in Italia; F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, pag. 267, parla di «stabilizzazione» del mercato di borsa.

<sup>47</sup> Benefici che si apprezzano in termini di un più fruttifero impiego del capitale e, sul piano sistemico, del maggiore afflusso di capitali di investitori al dettaglio, il quale parallelamente avveniva anche mediante i fondi comuni d'investimento.

<sup>48</sup> Com'è facile intendere, la delimitazione dei contenuti dell'incarico gestorio si esprime tanto sul piano della maggiore determinatezza e comprensibilità *ex ante* delle caratteristiche del servizio, e quindi della più consapevole decisione d'investimento da parte del cliente, quanto su quello dell'agevolazione del controllo *ex post* dell'attività gestoria da parte del medesimo cliente, come pure – nell'ipotesi di un esito contenzioso – del giudice, nonché delle Autorità competenti, nella prospettiva della vigilanza prudenziale sull'impresa di investimento. Cfr. in proposito, l'art. 21, co. 1., lett. a) t.u.f., il quale prescrive un doppio livello di cura in capo alle imprese: non solo quello dell'interesse del cliente, ma pure quello di integrità dei mercati. Si tratta di una *policy* regolatoria di certo non sconosciuta nel contesto del diritto dei mercati finanziari (per il settore bancario v. A.A. DOLMETTA, *op. cit.*, *passim*; F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della sana e prudente gestione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, pag. 131).

Con riferimento ai requisiti formali dei contratti con la clientela, sulla pluralità delle funzioni della forma di protezione nel mercato finanziario, R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, *passim*; M. SEPE, *op. cit.*, pagg. 140 ss.; sui profili di continuità e discontinuità sistematica tra la forma solenne la forma di protezione, cfr. L. MODICA, *Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al nuovo formalismo*, Milano, 2008, *passim*.

Secondo l'ottica dell'analisi economica, è quasi banale ricondurre tale regolamentazione nell'alveo degli strumenti e presidi di gestione dell'incompletezza contrattuale al

È appunto in questo contesto che si colloca la comparsa dell'obbligo di indicazione contrattuale del *benchmark*.

In particolare, nel contesto della razionalizzazione delle regole in materia di contratto di gestione di portafogli su base individuale avvenuta con il c.d. Decreto Eurosim e quindi con il Testo Unico della Finanza<sup>49</sup>, compare per la prima volta – in termini consimili a quanto stava contemporaneamente avvenendo nell'ambito della gestione collettiva del risparmio – la previsione secondo cui «*ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, l'intermediario deve indicare all'investitore un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi a essa connessi al quale commisurare i risultati della gestione*»; il parametro «*deve essere costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo*» (art. 19 deliberazione Consob 30 settembre 1997, n. 10943, poi divenuto l'art. 42 del Reg. Int. 1998).

Il *benchmark*, quale criterio tecnico derivato dall'applicazione alla prassi gestoria della teoria del portafoglio, si trovava così integrato nella disciplina sulla prestazione dei servizi d'investimento, mediante una regola a diretto contenuto contrattuale.

Può correttamente dirsi, al riguardo, che i contenuti del regolamento Consob attuativo del decreto Eurosim (poi trasposti nel Regolamento Intermediari del 1998) portano a compimento la costruzione di un sistema regolatorio organico della gestione individuale del risparmio. In effetti, il quadro normativo italiano in materia è stato connotato, per lungo

---

fine dell'attenuazione dei significativi *agency costs* che la tipologia di rapporto in questione è idonea a manifestare, lungo più e distinte direttrici, e in specie (almeno): l'esistenza di infinite possibilità di costruzione di un portafoglio di investimento in ragione della moltitudine di strumenti finanziari e mercati esistenti, l'esistenza di un rischio intrinseco degli investimenti, le asimmetrie informative e di professionalità tra le parti, la durata del rapporto. Il tema è stato particolarmente avvertito dalla dottrina economico-giuridica anglosassone: per tutti, cfr. R.H. COASE, *The firm, the market and the law*, Chicago, 1988; O.E. WILLIAMSON, *Transaction-cost economics: The governance of contractual relations*, in *Journal of Law and Economics*, 1979, pag. 233.

<sup>49</sup> Artt. 14-23, deliberazione Consob 30 settembre 1997, n. 10943 (in *Soc.*, 1998, pagg. 103 ss.), attuativo dei contenuti del d.lgs. n. 415/1996, c.d. decreto Eurosim, poi versati negli artt. 37-46 del Regolamento Intermediari del 1998, delibera Consob 11522 del 1° luglio 1998, attuativo delle previsioni del Testo Unico della Finanza, d.lgs. n. 58/1998.

tempo, da una spiccata frammentazione. Se infatti si considera l'assetto regolatorio esistente quando – a cavallo tra la fine degli anni settanta e la prima metà degli anni ottanta – i servizi di gestione del risparmio su base individuale hanno iniziato a diffondersi nell'attività finanziaria, si nota che alla figura dell'agente di cambio, quale «organo» della Borsa-ente pubblico<sup>50</sup>, era fatto divieto di «dare il proprio nome quale contropartita per operazioni in divise o per operazioni in titoli fatte per conto di altri agenti di cambio della stessa Borsa», nonché di «fare in proprio, né direttamente né a mezzo di interposte persone, ivi compresi i componenti la famiglia, i procuratori ed impiegati del proprio ufficio, alcuna operazione di borsa» (così, l'art. 10, co. 1, del Regio Decreto 30 giugno 1932, n. 815); col che, *ne risultava esclusa la possibilità di una gestione di portafogli finanziari in nome proprio ma nell'interesse di terzi.*

Attese le limitazioni che incontravano gli agenti di borsa, il contratto di gestione di patrimoni mobiliari è allora “gemmato” nel contesto dell'attività svolta, oltre che dagli enti creditizi<sup>51</sup>, dalle società fiduciarie (come regolate dalla legge 23 novembre 1939, n. 1966) e dagli enti di gestione fiduciaria (di cui all'art. 45 del d.p.r. 13 febbraio 1959, n. 449).

Quanto alle società fiduciarie, a far data dagli anni settanta l'attività di «amministrazione dei beni per conto di terzi» e di «rappresentanza dei portatori di azioni e di obbligazioni» (art. 1 legge 23 novembre 1939, n. 1966) si era progressivamente evoluta nel senso di un servizio a maggior “valore aggiunto”, in base al quale «le società fiduciarie nel quadro dell'incarico di amministrazione assum[evano] la piena disponibilità di disposizione dei valori conferiti, cioè di acquistare e di vendere i beni, sia pure secondo indirizzi predeterminati (es. valori obbligazionari o azionari, o misti, oppure solo valori quotati)»<sup>52</sup>. Se tale attività nasceva come gestione di tipo collettivo, *i.e.* “in monte”, nel senso di acquisti e vendite «operati unitariamente per conto della collettività dei mandanti» (con attribuzione dei diritti in via proporzionale all'apporto di ciascuno),

---

<sup>50</sup> L. BIANCHI D'ESPINOZA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1969, pag. 55, dove l'analisi delle funzioni a suo tempo svolte dagli agenti nella borsa.

<sup>51</sup> Ponendosi come evoluzione del deposito titoli in amministrazione *ex art.* 1838 c.c.

<sup>52</sup> G. VISENTINI, *Aspetti giuridici del rapporto fiduciario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1985, I, pag. 86, da cui anche le citazioni che seguono nel testo.



nella prima metà degli anni ottanta alcune gestioni erano andate specializzandosi «in “gestioni individuali”, dove la posizione dei partecipanti era costantemente individuata relativamente ai valori a ciascuno spettanti, individuazione operata immediatamente, in seguito ad ogni acquisto o vendita, comunque decisi con riguardo alla massa dei valori». In più, accadeva che le fiduciarie cominciassero a meglio specificare «la individualità della gestione relativamente a ciascun mandato, rendendo personale la gestione, nel senso di provvedere agli acquisti e alle vendite secondo le caratteristiche di ciascun portafoglio valori, la cui composizione si present[ava] perciò particolare caso per caso», cioè non identica per tutti gli investitori (in quanto non più operata in monte).

Quanto agli enti di gestione fiduciaria, il servizio di “gestione patrimoniale” si presenta come evoluzione tecnica dell’attività di «gestione fiduciaria dei beni conferiti da terzi» al fine di «corrisponde[re] utili sulla gestione» (art. 45 d.p.r. 13 febbraio 1959, n. 449). Sul piano negoziale, tale servizio si connotava per una spiccata autonomia del gestore rispetto ai fiducianti, ai quali non spettava di indirizzare la gestione. Dal che, l’opinione all’epoca diffusa<sup>53</sup> che la posizione del fiduciante si condensasse nel mero diritto agli utili della gestione (inclusa la liquidazione dei valori di pertinenza al momento della cessazione del rapporto) senza il mantenimento di una posizione proprietaria sui beni in gestione, nemmeno nel senso di una posizione proprietaria «attenuata», siccome coesistente con una piena legittimazione del fiduciario a disporre in nome proprio dei beni altri, secondo la dinamica che si registra invece nelle società fiduciarie<sup>54</sup>. Come pure emergeva una palese somiglianza dell’attività degli enti di gestione fiduciaria con la gestione in monte effettuata dai fondi comuni di investimento<sup>55</sup>.

---

<sup>53</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, pag. 272; A. NUZZO, *I contratti di gestione: inquadramento ed effetti delle diverse fattispecie*, in *Quaderni Ce.r.a.d.i.*, Roma, 1986, *passim*; A. LENER, *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982, V, pag. 141; G. VOLPE-PUTZOLU, *Gli enti di gestione fiduciaria*, in *Quaderni del Cirsa*, n. 8, Milano, 1981, *passim*; ma cfr. già T. ASCARELLI, *La disciplina delle operazioni di assicurazione, di capitalizzazione e di gestione fiduciaria*, in *Ass.*, 1934, pagg. 153 ss.

<sup>54</sup> Cfr. P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, pag. 44.

<sup>55</sup> Sui profili di sovrapposizione tra i due servizi (a fronte di una regolamentazione del tutto differente sul piano dell’impresa), e per il rilievo della necessità di superare tale

Registrata tale evoluzione della prassi, tanto la Consob quanto la Banca d'Italia sono intervenute sulla materia nei rispetti ambiti di competenza, muovendosi all'interno di un quadro normativo che aveva in quei medesimi anni registrato – mediante la legge 23 marzo 1983, n. 77 – la prima regolamentazione dell'attività di gestione collettiva del risparmio a mezzo di fondi comuni d'investimento, insieme con una qualche estensione delle funzioni e degli strumenti di Vigilanza attribuiti alla Consob (rispetto allo scarno contenuto della versione originaria della legge 7 giugno 1974, n. 216)<sup>56</sup>.

4.3. Il primo intervento di cui occorre dare conto in questa sede è la Comunicazione Consob 84/11815 del 10 settembre 1984<sup>57</sup>, denominata «Servizi di amministrazione fiduciaria offerti mediante sollecitazione al pubblico risparmio», con la quale l'Autorità ha esercitato i poteri di cui agli articoli 1 e 18 della l. 7 giugno 1974, n. 216 che, in materia di sollecitazione del pubblico risparmio, fondano obblighi di comunicazione alla Consob e di redazione di un prospetto informativo<sup>58</sup>.

---

frammentazione, cfr. F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, pag. 271. Cfr. inoltre M. SEPE, *op. cit.*, pag. 55, in ordine alle logiche di fondo e le caratteristiche del – poi parzialmente realizzato, salva la permanente distinzione tra gestione individuale e collettiva – «approccio despecialistico» il quale, «nel dare concretezza alle esigenze di unificazione della funzione gestoria, con l'introduzione delle società di gestione del risparmio non solo ha consentito agli intermediari nazionali di competere ad armi pari con gli esteri, ma ha introdotto un forte competitore per le banche nella raccolta del risparmio tra il pubblico». Con riferimento alla disciplina dei rapporti negoziali, «l'avvenuta unificazione della funzione gestoria operata dal testo unico, pur conservando le già ricordate divergenze a livello di normativa primaria, ha poi condotto – in considerazione degli ampi rinvii alle fonti secondarie – a un sostanziale allineamento della disciplina della trasparenza valevole per le gestioni individuali e per quelle collettive; ciò attraverso la loro sottoposizione a un minimo comune denominatore di regole di comportamento (replicate nei diversi titoli del regolamento Consob n. 11522 del 1° luglio 1998)» (p. 58).

<sup>56</sup> Cfr. A. LENER, *Costituzione e gestione dei fondi comuni, commento agli art. 3 e 5 della legge n. 77/83*, in *Nuove leggi civ.*, 1984, pag. 398. In materia cfr. anche M. SALVATORE, *op. cit.*, pag. 152.

<sup>57</sup> In *Riv. soc.*, 1984, pag. 639.

<sup>58</sup> Muovendo dall'assunto che «le operazioni di amministrazione fiduciaria di beni proposte mediante sollecitazione al pubblico risparmio integrino fattispecie rilevanti» ai sensi della legge n. 216/1974, la Consob precisava che le società fiduciarie (ai sensi della

Con riferimento all'articolato insieme di informazioni richieste dalla Comunicazione, occorre segnalare alcuni contenuti salienti ai fini della presente indagine.

In particolare, emerge già in tale primo intervento regolatorio l'obiettivo che la documentazione relativa al servizio definisse i tratti essenziali dell'incarico gestorio. Ciò risulta tanto all'interno della prima sezione del prospetto, là dove si prevede l'indicazione dei «*valori mobiliari oggetto degli impieghi relativi alla gestione*», nel senso della «*descrizione degli impieghi*» sotto il profilo delle «*caratteristiche giuridiche e tecniche dei valori mobiliari*» e della «*descrizione dei diritti connessi con i valori mobiliari*» (a sua volta, tale prescrizione si lega alla ulteriore prescrizione, contenuta nella medesima Comunicazione, che «*i contratti di amministrazione indichino le caratteristiche o categorie di beni, in cui possono essere investite o reinvestite le disponibilità dei fiduciari, in modo adeguatamente dettagliato*»<sup>59</sup>); quanto nella terza sezione, il cui punto

---

legge 1966/1939) che «*propongono le suddette operazioni sono soggette agli obblighi di comunicazione e redazione di un prospetto informativo*». Al contempo, il documento definiva i contenuti specifici del prospetto relativo alla prestazione delle operazioni di raccolta in questione ad opera delle società fiduciarie, secondo tre sezioni, rispettivamente destinate alla «*Individuazione dell'investimento oggetto della sollecitazione al pubblico risparmio*» (con informazioni sui «*valori mobiliari oggetto degli impieghi relativi alla gestione*» e sulla «*organizzazione, situazione economica e finanziaria, evoluzione dell'attività dell'offerente*»), al «*Costo, remunerazione, negoziabilità e durata dell'investimento oggetto della sollecitazione al pubblico risparmio*» (con informazioni su i «*costi dell'investimento*», su «*la remunerazione, negoziabilità e durata dell'investimento*», e sui «*rischi dell'investimento*») e alla «*Dichiarazione di responsabilità*» circa la veridicità dei dati comunicati.

<sup>59</sup> Adottando la Comunicazione 84/11815, la Consob ha altresì voluto fissare alcuni criteri intesi a distinguere l'attività di gestione individuale del risparmio, svolgibile dalle società fiduciarie ai sensi della legge istitutiva (come si è detto, sulla base di una lettura evolutiva della nozione di «*amministrazione*») e l'attività di gestione collettiva («*in monte*»), riservata alle società di gestione di fondi comuni d'investimento mobiliare ai sensi dell'art. 12 della legge 77/1983. In particolare, si legge nel provvedimento che «*vista la riserva di attività introdotta dall'art. 10 legge 77/83 in favore delle società autorizzate a gestire fondi comuni d'investimento mobiliare, le operazioni di amministrazione fiduciaria di cui sopra saranno considerate proponibili qualora: 1) i contratti di amministrazione indichino le caratteristiche o categorie di beni, in cui possono essere investite o reinvestite le disponibilità del fiduciario, in modo adeguatamente dettagliato; 2) i*

terzo («rischi dell'investimento») si scompone nell'obbligo di indicazione del «tipo di investimento in relazione alla durata» e nella prescrizione di specificare i relativi «fattori di rischio»<sup>60</sup>.

In relazione al prospetto d'offerta, la Comunicazione Consob n. 86/08953 ne riorganizza il contenuto, tanto con riferimento alle indicazioni sul rischio dell'investimento (introducendo la distinzione tra rischi generici del servizio e rischi specifici, *i.e.* «connessi con le categorie di impieghi proposte quali oggetto dell'attività di amministrazione fiduciaria di beni»), quanto con riferimento all'investimento oggetto della sollecitazione, richiedendosi di fornire distintamente una «descrizione del mandato», una «descrizione delle modalità di esecuzione del mandato e

---

contratti non escludano la possibilità per i fiducianti di impartire in qualsiasi momento istruzioni particolari in ordine agli investimenti o disinvestimenti da effettuare: 3) i contratti di amministrazione prevedano esplicitamente il diritto del fiduciante ad ottenere la restituzione dei beni di sua spettanza (compresi i diritti accessori) ove non gravino vincoli posti in essere su istruzioni del fiduciante medesimo che impongano termini diversi, senza il pagamento di alcuna somma in aggiunta al corrispettivo previsto per l'amministrazione; 4) la rendicontazione periodica dell'attività svolta in esecuzione dell'incarico indichi i titoli e i valori di spettanza del fiduciante, le operazioni effettuate per suo conto e le relative condizioni finanziarie; 5) le società fiduciarie tengano a disposizione di ciascun fiduciante un documento aggiornato dal quale risulti la composizione analitica del portafoglio in ogni momento, con specificazione quantitativa e qualitativa degli investimenti e con l'indicazione del depositario e la documentazione di supporto».

<sup>60</sup> Introdotta questo "principio" di regolamentazione, a distanza di due anni l'Autorità è quindi ritornata sull'argomento, per dotare il tessuto normativo di un maggiore coefficiente di specificità, proprio con riferimento al contenuto, ai limiti e alle modalità di espletamento dell'incarico gestorio. Con la Comunicazione n. 86/08953 del 10 giugno 1986 (in *Giur. Comm.*, 1986, I, pag. 800), la Consob ha infatti integrato i contenuti della precedente Comunicazione, stabilendo che «i prospetti informativi e la modulistica contrattuale ad essi allegata» dovessero prevedere una serie di informazioni, tra cui, per quanto qui rileva, «la possibilità di inserimento di clausole specifiche riguardanti modalità e condizioni di espletamento dell'attività del mandatario»; «l'indicazione che nell'espletamento dell'incarico il mandatario deve agire nell'esclusivo interesse del mandante e rispondere secondo le regole del mandato oneroso»; nonché «il compenso spettante al mandatario ovvero i criteri oggettivi in base ai quali esso si determina».

*delle modalità consentite al mandatario» e una «descrizione dei limiti del mandato»<sup>61</sup>.*

4.4. Dal momento che l'impianto regolatorio dell'epoca sottraeva le banche svolgenti l'attività di gestione patrimoniale alla disciplina in materia di sollecitazione del risparmio ai sensi della l. 217/1974 (e infatti, le tre Comunicazioni della Consob che precedono erano rivolte alle sole società fiduciarie), sul punto intervenne direttamente la Banca d'Italia<sup>62</sup>.

La Circolare del 14 agosto 1985, n. 15523 («*Servizi di gestione di patrimoni mobiliari*»)<sup>63</sup> interviene sulla materia nel precipuo interesse di fissare le condizioni al ricorrere delle quali la prestazione del servizio ad opera delle banche non viola la riserva di attività che la legge 77/83 ha formulato in relazione alla gestione collettiva del risparmio. Posto questo obiettivo, i contenuti della circolare vengono conseguentemente a definire la nozione di *personalizzazione* della gestione, che l'Autorità ravvisava in quelle gestioni «*nelle quali la scelta dei singoli investimenti sia strettamente correlata alle specifiche esigenze finanziarie dei singoli clienti*».

Sul piano degli schemi negoziali relativi al servizio, ciò implicava che i contratti dovessero: i) «*indicare in maniera dettagliata i valori mobiliari che potranno formare oggetto degli investimenti per conto del cliente*», con la precisazione che «*dovrà essere sempre riservata al cliente la facoltà di modificare o integrare quanto previsto in via generale da eventuali contratti-tipo*»; ii) «*consentire esplicitamente al cliente di fornire, in ogni momento, istruzioni particolari in ordine agli investimenti o disinvestimenti*»; iii) «*assicurare al cliente la facoltà di ottenere*

---

<sup>61</sup> Infine, nell'anno successivo un ulteriore intervento di minor raggio andava a completare tale primo nucleo di regolamentazione: comunicazione n. 87/04733 del 26 marzo 1987, in *Boll. Consob*, 1987.

<sup>62</sup> Oltre alla Circolare del 14 agosto 1985, n. 15523, di seguito analizzata, cfr. anche le modifiche alle Istruzioni di vigilanza agli enti creditizi del settembre 1987; lettera della Banca d'Italia del 10 ottobre 1987; nonché la Circolare della Banca d'Italia n. 103810 del 16 maggio 1988. In dottrina, cfr. i commenti di M. BUSSOLETTI, *Le gestioni di patrimoni, la Consob e la Banca d'Italia*, in *Banca impr. soc.*, 1990, pag. 85; A. LABANCA, *Rassegna dei provvedimenti in materia creditizia nel biennio 1987-88*, in *Banca impr. soc.*, 1989, pagg. 324 ss.

<sup>63</sup> In *Riv. soc.*, 1986, pag. 1009.

*in ogni momento ... la restituzione dei titoli di propria pertinenza, senza il pagamento di alcun onere aggiuntivo»; iv) «prevedere una rendicontazione periodica che permetta al cliente di conoscere i valori mobiliari di propria pertinenza, senza il pagamento di alcun onere aggiuntivo»; v) «garantire al cliente medesimo la possibilità di accedere in ogni momento ad un documento aggiornato».*

Se i contenuti ora riportati si manifestano come totalmente sovrapponibili a quelli della Comunicazione Consob 84/11815, è interessante considerare il tenore della posizione che l'ABI<sup>64</sup>, nel torno di tempo immediatamente successivo alla Circolare della Banca d'Italia, ha assunto in merito a essa.

Segnatamente, appaiono di interesse alcune puntualizzazioni svolte dall'Associazione sul tema dell'obbligo di "autolimitazione" dello spazio di discrezionalità gestoria, derivante dalla previsione per cui la documentazione trasmessa alla clientela indicasse "*in maniera dettagliata*" i valori mobiliari oggetto della gestione.

Muovendo dal presupposto secondo cui «la *ratio* della disposizione ... è senz'altro quella di un restringimento della discrezionalità riconosciuta alla banca mandataria», la Circolare ABI si interrogava sull'effettivo significato di tale disposizione, e cioè se essa richiedesse la predisposizione «di una lista di valori mobiliari entro i quali la banca mandataria può scegliere».

Senonché, si osserva che «a ben vedere, un simile orientamento potrebbe condurre anche a frustrare le finalità dell'intervento normativo, in quanto, ampliando l'elencazione dei titoli, si tornerebbe a concedere all'azienda di credito poteri di gestione pressoché illimitati».

Di conseguenza, si suggeriva che il requisito della natura dettagliata dei valori oggetto della gestione dovesse essere inteso non già in senso atomistico siccome riferito a liste di singoli titoli, bensì con riferimento a «settor[i] del mercato mobiliare nel quale deve operare il mandatario scegliendo in tale ambito i titoli su cui operare»: così, si osservava, «si potrebbero indicare i settori economici in cui operano le società emittenti (tessile, metallurgico, bancario, assicurativo, ecc.) ovvero programmare, come in effetti già oggi prevedono taluni schemi di contratto in uso, delle

---

<sup>64</sup> Circolare ABI 25 novembre 1985, n. 281, in *Riv. soc.*, 1986, pag. 1009.

*tipologie di gestione diversificata in relazione ai titoli sui quali operare, ipotizzando una gestione di tipo monetario, monetario allargato o finanziario» (corsivo aggiunto)*<sup>65</sup>.

Così operando, si concludeva, si otterrebbe il migliore «contempera[mento del]le esigenze di controllo del mandante sullo svolgimento dell'incarico conferito con quelle di autonomia di azione del mandatario in un mercato in cui la rapidità di esecuzione ha spesso un rilievo assai importante ed economicamente quantificabile»; ciò, in quanto tale modo di procedere «consent[irebbe], attraverso l'individuazione di settori che assicurino o maggiori possibilità speculative o maggiori garanzie di “tenuta” dell'investimento, quella correlazione tra il tipo dell'investimento medesimo e le specifiche esigenze della clientela che sono alla base di quella “personalizzazione” delle gestioni della specie, voluta dalla Banca d'Italia».

4.5. I dati ora riportati evidenziano come l'originaria strategia normativa sviluppata dalle autorità del settore si sia connotata per un approccio al tema della discrezionalità gestoria dell'intermediario connotato da una logica di limitazione della stessa, mediante l'imposizione di *vincoli di ordine «esterno»* in quanto attinenti alla delimitazione del perimetro oggettivo dell'incarico gestorio (*i.e.*, i beni legittimamente acquisibili nell'ambito della prestazione del servizio), e non già – non ancora – relativi alla definizione di modalità di esplicazione della discrezionalità gestoria all'*interno* dell'oggetto del mandato.

Parimenti, va osservata l'importanza degli spunti interpretativi sopra riferiti, che devono essere correttamente intesi come anticipatori della disciplina del *benchmark* che sarebbe venuta nel Regolamento Intermediari del 1998. Nelle dette circolari si suggeriva infatti una possibile evoluzione interna alla logica di limitazione “per strumenti”, espressa dalle circolari di Vigilanza, concependo l'obbligo di indicazione dettagliata dei valori oggetto di gestione non già in senso analitico, ma come

---

<sup>65</sup> Cfr. anche, con riferimento agli omologhi contenuti della Comunicazione Consob 84/11815 Circ. Assofiduciaria, cit., pag. 333, dove l'affermazione che la disciplina del rapporto «non esclude il conferimento di mandati che prevedano ampia discrezionalità, purché sia indicato con chiarezza nel mandato stesso l'ambito entro il quale potrà dispiegarsi tale discrezionalità ovvero i tipi di investimento che verranno effettuati».

globalmente riferito a un dato “mercato di riferimento” (o anche più mercati di riferimento), con associazione dei mercati a determinate e distinte linee di investimento, secondo un criterio di differente rischiosità del portafoglio.

Se una simile lettura applicativa dei requisiti normativi non implicava di per sé la sanzione della vincolatività, anche sul piano giuridico, della *modern portfolio theory* quale criterio di “regola dell’arte”, in quanto non sussisteva ancora una diretta considerazione delle logiche di efficientamento del rapporto tra rischio e rendimento a essa sottese, è pur vero che l’aver attribuito rilevanza contrattuale a comparti del mercato finanziario (in luogo di una mera lista di titoli, atomisticamente considerati) ha costituito il presupposto dell’evoluzione verso la detta logica “di portafoglio”: come illustrato in precedenza (n.3), i *benchmark* esprimono indici rappresentativi di determinati comparti del mercato finanziario.

Un simile progresso normativo dovrà peraltro attendere la fine del decennio successivo: l’impostazione disciplinare di fondo, consolidatasi negli anni Ottanta a seguito della prima diffusione dei servizi di gestione patrimoniale, si trova nei fatti confermata senza innovazioni particolarmente rilevanti dalla regolamentazione finanziaria sviluppatasi nei primi anni Novanta, sino al momento dell’adozione dei provvedimenti attuativi del Decreto Eurosim e poi del Testo Unico della Finanza.

In particolare, la disciplina del servizio di gestione del risparmio su base individuale (denominato dapprima «gestione di patrimoni mobiliari», e in seguito «gestione di portafogli su base individuale») della prima metà degli anni Novanta si connota per lo più per avere rivestito una “funzione d’ordine” sul piano dell’architettura normativa complessiva in materia, così rispondendo a un’istanza di superamento della precedente frammentazione normativa su base soggettiva (banche, enti di gestione fiduciaria e società fiduciarie), che la dottrina compattamente caldeggiava<sup>66</sup>.

Restando sul piano della disciplina dedicata alla gestione di portafogli, occorre anzitutto richiamare la legge SIM (l. 2 gennaio 1991, n. 1) dove, essendo stata finalmente fissata una chiara riserva di legge per lo

---

<sup>66</sup> Cfr. in tal senso, per tutti, F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, pag. 271; M. BUSSOLETTI, *op. cit.*



svolgimento dell'intermediazione mobiliare (art. 2) con elencazione dei servizi integranti l'attività (inclusa la «gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari»: art. 1, co. 1, lett. c), si tipizzava per la prima volta sul piano della normativa *primaria* – seppure in termini di continuità rispetto alle fonti secondarie sopra illustrate – il contenuto del contratto di cui al servizio.

L'art. 8, rubricato per l'appunto «attività di gestione», disponeva che «l'affidamento deve avvenire con apposito contratto scritto, nel quale devono essere specificati la natura dei servizi forniti, i poteri conferiti alla società, il tipo di valori mobiliari acquistabili, la durata dell'incarico, l'ammontare del compenso oltre al quale nulla è dovuto o i criteri completi per la sua determinazione; è nullo ogni richiamo alle condizioni d'uso»<sup>67</sup>.

Tali precetti si trovavano poi dettagliati nella normativa secondaria d'attuazione. In particolare, il Regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare, approvato con deliberazione Consob 2 luglio 1991, n. 5387 e successivamente riformulato per effetto della deliberazione Consob 9 dicembre 1994, n. 8850<sup>68</sup>, disponeva al proprio art. 28 (rubricato «Contratti con i clienti», e che apre il Capo III del

---

<sup>67</sup> Inoltre: « b) i valori mobiliari emessi o collocati dalla società di intermediazione mobiliare, ovvero dai soggetti appartenenti al gruppo cui la società stessa appartiene ..., nonché i valori mobiliari sono trattati nei mercati regolamentati possono formare oggetto dell'attività di gestione esclusivamente nei limiti stabiliti nel regolamento, che disciplina anche i rapporti della società di intermediazione mobiliare con se stessa, di cui all'articolo 9, comma 6, lettera b), tenuto anche conto dell'esistenza di particolari condizioni atte ad assicurare l'indipendenza operativa e gestionale della società di intermediazione mobiliare; c) salvo preventiva e specifica rinuncia scritta da parte del cliente, il contratto di cui alla lettera a) non acquista efficacia prima del quinto giorno lavorativo successivo a quello della sua sottoscrizione; entro il medesimo termine il cliente ha facoltà di recedere, senza spese ne' corrispettivo, facendo pervenire apposita comunicazione scritta alla società; d) il cliente può recedere in ogni momento del contratto di cui alla lettera a) e ritirare in tutto o in parte le somme e i valori mobiliari di cui è titolare tenuto conto delle operazioni disposte ma non ancora eseguite; e) il cliente può impartire istruzioni vincolanti sulle operazioni da effettuare, salvo il diritto di recesso della società ai sensi dell'articolo 1727 del codice civile».

<sup>68</sup> Per una descrizione delle differenze tra la versione del Regolamento del 1991 e quella del 1994, cfr. L. ZITIELLO, *Le nuove modalità di esercizio dell'attività di gestione patrimoniale personalizzata*, in *Soc.*, 1995, pag. 476.

Regolamento, destinato alla Gestione di patrimoni) che il contratto con la clientela, oltre a dovere rivestire forma scritta e contenere i contenuti obbligatori del contratto quadro di cui al precedente art. 7<sup>69</sup>, dovesse indicare, tra l'altro, «le istruzioni di carattere generale impartite dal cliente» (lett. a), «le caratteristiche o le categorie di valori mobiliari in cui possono essere investite o reinvestite le disponibilità del cliente e gli eventuali limiti all'investimento in relazione a determinate categorie di valori mobiliari» (lett. b), e «le operazioni che l'intermediario non può compiere senza la preventiva autorizzazione del cliente e le modalità di manifestazione di detta autorizzazione» (lett. e).

Con riferimento alla disciplina qui richiamata, va svolto un duplice ordine di considerazioni.

Da un lato, è opportuno rimarcare l'inserimento, tra i contenuti tipici del contratto, delle «istruzioni di carattere generale impartite dal cliente», che – trattandosi di contratti *predisposti dall'intermediario* nell'ambito dell'esercizio professionale di un'attività economica organizzata – vengono in realtà a sanzionare l'esigenza di una formalizzazione delle diverse *linee di gestione* (in relazione alle diverse esigenze finanziarie, incluse quelle relative al rischio assumibile). Si tratta cioè di un obbligo di articolazione interna dell'offerta del servizio in questione in relazione a diverse *categorie di clientela* espressive di diverse esigenze finanziarie<sup>70</sup>.

Dall'altro, va rilevata l'emersione di talune disposizioni direttamente attinenti alla fase esecutiva della prestazione gestoria, inclusa la previsione per cui i valori mobiliari non quotati nei mercati regolamentati «non possono in nessun caso essere presenti nei singoli patrimoni gestiti

---

<sup>69</sup> A questa norma si deve dunque la prima regolamentazione dal punto di vista storico del c.d. contratto quadro.

<sup>70</sup> Condivisibile il rilievo di L. ZITIELLO, *op. cit.*, secondo il quale «detto inserimento trova giustificazione nell'ottica del rafforzamento del principio della personalizzazione del servizio di gestione patrimoniale. Il contratto dovrebbe dunque recepire quelle indicazioni di carattere generale che venissero fornite dal cliente al momento dell'instaurazione del rapporto, idonee a caratterizzare il tipo di gestione da compiere da parte dell'intermediario abilitato a favore di quel cliente. Nella pratica questa disposizione si tradurrà in una migliore precisazione delle linee di gestione preconfezionate offerte dagli intermediari».

in misura superiore al 10% del controvalore dei patrimoni stessi» (art. 30, co. 3)<sup>71</sup>.

4.6. Se la legge SIM e i relativi provvedimenti attuativi hanno fornito un primo quadro organico del servizio di gestione, è con l'adozione del D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. decreto Eurosim)<sup>72</sup> e del relativo regolamento Consob (deliberazione Consob 30 settembre 1997, n. 10943), poi subito trasposti nel Testo Unico della Finanza e nel Regolamento Intermediari<sup>73</sup>, che si stabilizza la disciplina della gestione di patrimoni (la

---

<sup>71</sup> Cfr. anche l'art. 29 («Svolgimento dell'attività»), il cui primo comma imponeva agli intermediari «di ten[ere] conto», nello svolgimento del servizio, «delle informazioni sulla situazione finanziaria dei clienti eventualmente acquisite, nonché delle dimensioni del patrimonio gestito».

Da parte loro, tali norme si raccordavano alla disciplina generale in materia di regole di comportamento in materia di intermediazione mobiliare, e in particolare alla previsione dell'art. 6, par. 2, del Regolamento, ai sensi della quale «gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un cliente disposizioni relative ad operazioni che abbiano frequenza eccessiva o dimensioni eccessive ovvero non appaiano adeguate per il cliente stesso, lo informano compiutamente di tali circostanze e delle ragioni per cui non è opportuno procedere all'esecuzione di tali operazioni». Quest'ultima disposizione è «da porre maggiormente in relazione alla necessità che, nell'ambito delle gestioni di patrimoni, le strategie di investimento realizzate risultino sempre in linea con gli obiettivi che con il contratto ci si prefigge di realizzare; in tale ambito operazioni che realizzassero una eccessiva diminuzione del grado di diversificazione del portafoglio potrebbero non risultare in linea con le finalità stesse della gestione, quelle cioè di disporre – come si è detto all'inizio del presente lavoro – di un portafoglio di attività finanziarie diversificato, in modo da ridurre i rischi ed a composizione variabile, cioè capace di adattarsi continuamente ai mutamenti del mercato»: R. CLARIZIA, A. MAGNONI, *op. cit.*, pagg. 52 ss.; cfr. anche, nel medesimo senso, E. PAGNONE, L. PIATTI, *op. cit.*, pag. 11.

<sup>72</sup> Si tratta di un atto normativo che costituisce snodo centrale nell'evoluzione del diritto dei mercati finanziari italiano, conferendovi la struttura di base che ancora persiste, e che trova la propria fonte nella regolamentazione europea della materia, *i.e.* la Direttiva 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, e la direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

Sul punto, cfr. R. LENER, *Strumenti finanziari e servizi d'investimento. Profili generali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, pag. 326.

<sup>73</sup> Con riferimento alla normativa primaria, l'articolo 24 t.u.f. ripropone i contenuti di legge già consolidati in precedenza in materia di forma scritta, facoltà del cliente di

quale in quell'occasione cambia denominazione, in favore della locuzione «gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi»: art. 1, co. 3, lett. d<sup>74</sup>).

Per quanto qui interessa<sup>75</sup>, con tale normativa giunge a maturazione la disciplina intesa alla conformazione delle modalità di esercizio della

---

impartire istruzioni vincolanti, divieto per l'intermediario di contrarre obbligazioni in nome del cliente senza specifica autorizzazione, recesso *ad nutum* del cliente e recesso ai sensi dell'art. 1727 c.c. per l'intermediario, rappresentanza nell'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari gestiti.

<sup>74</sup> La disciplina legale si concentra nell'art. 20 (Gestione di portafogli di investimento), ai sensi del quale «Al servizio di gestione di portafogli di investimento si applicano le seguenti regole: a) il contratto deve essere redatto in forma scritta; b) il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere; c) l'impresa di investimento e la banca non possono, salvo specifica istruzione scritta, contrarre obbligazioni per conto del cliente che lo impegnino oltre il patrimonio gestito; d) il cliente può recedere in ogni momento dal contratto, fermo restando il diritto di recesso dell'impresa d'investimento o della banca ai sensi dell'articolo 1727 del codice civile; e) la rappresentanza per l'esercizio del diritto di voto inerente agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita all'impresa d'investimento o alla banca con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea nel rispetto dei limiti e con le modalità stabiliti con regolamento del Ministro del tesoro, sentite la Banca d'Italia e la CONSOB; f) l'impresa di investimento e la banca non possono delegare a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, salvo autorizzazione scritta del cliente». Si tratta di disciplina non difforme dall'art. 8 della legge SIM e dalla disciplina amministrativa emanata negli anni 80 dalla Banca d'Italia e dalla Consob.

<sup>75</sup> La disciplina in questione ha anche realizzato una parziale attenuazione dell'imperatività della precedente regolamentazione contenuta nella disciplina della gestione patrimoniale. Su questo punto rileva M. SEPE, *op. cit.*, pag. 138, che «le esigenze di flessibilità nella prestazione del servizio e la considerazione che le gestioni patrimoniali individuali, in quanto forma evoluta di modalità d'investimento, sono presumibilmente usate da investitori non del tutto sprovveduti, spiegano come per taluni divieti contenuti nella precedente disciplina della legge n. 1 del 1991 – in materia di impossibilità di contrarre obbligazioni per conto del cliente che lo impegnino oltre il patrimonio gestito o di delegabilità a terzi dell'incarico gestorio ricevuto – si sia introdotta la possibilità di deroga previa specifica istruzione e autorizzazione scritta del cliente». Afferma quindi l'A. che «il coinvolgimento diretto del cliente nel superamento di divieti da sempre ritenuti posti a sua esclusiva tutela, non è indice di uno scadimento della stessa, ma è sintomo di una nuova concezione della personalizzazione del rapporto, non più limitata al solo profilo dell'*intuitu personae* nella scelta del gestore e al suo obbligo di gestire conformemente alle esigenze espresse e inespresse del cliente. Le previsioni di specifiche autorizzazioni del

discrezionalità gestoria dell'intermediario: originariamente affidata alla sola precisazione degli strumenti acquistabili e delle operazioni eseguibili, poi integrata mediante il riferimento alle linee di gestione, e infine ultimata mediante l'obbligo di indicazione del parametro oggettivo di *benchmark*, quale elemento concorrente alla definizione delle caratteristiche della gestione<sup>76</sup>.

---

cliente, in deroga a divieti sanciti in linea di principio, consentono ora una più marcata personalizzazione del rapporto da entrambe le parti.

Parallelamente, veniva confermata l'attenuazione di taluni profili di rigidità che erano propri della precedente disciplina: oltre alla validità di accordi sulla contrazione da parte dell'intermediario di obbligazioni per conto del cliente che lo impegnino oltre il patrimonio gestito, o sulla delega a terzi dell'incarico gestorio ricevuto, il passaggio dalla previsione dell'art. 30, co. 3 della deliberazione Consob 9 dicembre 1994, n. 8850, ai sensi del quale «non possono in nessun caso essere presenti nei singoli patrimoni gestiti in misura superiore al 10% del controvalore dei patrimoni stessi», a quello dell'art. 21 deliberazione Consob 30 settembre 1997, n. 10943, poi divenuto – con minime modifiche – art. 44 Reg. Int. 1998, ai sensi del quale «gli intermediari autorizzati possono inserire nei portafogli dei singoli investitori strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati in misura non superiore al 25% del controvalore dei patrimoni stessi; le relative operazioni devono essere concluse con intermediari mobiliari a ciò autorizzati e soggetti a vigilanza di stabilità», con l'ulteriore statuizione che «la percentuale di cui al comma 1 può essere superata a condizione che l'investitore abbia rilasciato a seguito della proposta dell'intermediario la propria preventiva e specifica autorizzazione scritta all'esecuzione di ogni singola operazione», nonché quella per cui «i singoli strumenti finanziari di cui al comma 1 non possono superare il limite del 10% del controvalore del patrimonio gestito per conto dell'investitore». Si realizza l'assunzione di una prospettiva di tutela più evoluta e intesa a non costringere in regole tipizzanti e «inflexibili» l'erogazione del servizio di gestione di portafogli: cfr. ancora M. SEPE, *op. cit.*

<sup>76</sup> Più precisamente, nel Regolamento Intermediari del 1998 la disciplina della gestione di portafogli si trova dotata di un articolato apparato disciplinare, che si snoda lungo tutta la relativa Sezione IV (Gestione di portafogli: artt. 37-46). Se l'art. 37 costruisce la determinazione della prestazione gestoria intorno all'obbligatoria indicazione delle «caratteristiche della gestione» (art. 37, co. 1, lett. a), delle «operazioni che l'intermediario non può compiere senza la preventiva autorizzazione dell'investitore» (lett. b), come pure della possibilità, o meno, che «l'intermediario [sia] autorizzato a fare uso, in relazione alle caratteristiche della gestione prescelta, della leva finanziaria e in che misura», l'articolo seguente definisce le caratteristiche della gestione secondo una lista di elementi definitivi: segnatamente, «a) le categorie di strumenti finanziari nelle quali può essere investito il patrimonio gestito e gli eventuali limiti; b) la tipologia delle operazioni che l'intermediario può effettuare sui suddetti strumenti finanziari; c) la misura massima della

In particolare, l'esplicazione delle tipologie di contenuti informativi da veicolare si ritrae dal concetto di «linea di gestione», che è presente nel Documento sui rischi generali dell'investimento (Parte C – *La rischiosità di una linea di gestione di patrimoni personalizzata*) dove si legge che «la rischiosità della linea di gestione è espressa dalla variabilità dei risultati economici conseguiti dal gestore», e che «l'investitore può orientare la rischiosità del servizio di gestione definendo contrattualmente i limiti entro cui devono essere effettuate le scelte di gestione». Questi limiti nel loro complesso «definiscono le caratteristiche di una linea di gestione e devono essere riportati obbligatoriamente nell'apposito contratto scritto»; inoltre, l'intermediario è tenuto a «esplicitare il grado di rischio di ciascuna linea di gestione».

In questo contesto normativo si collocava la disposizione in materia di parametri oggettivi di riferimento, di cui all'art. 42 del Reg. Int. 1998. Essa chiariva, in particolare, che l'obbligo di indicazione dei medesimi all'interno del contratto di gestione avveniva «ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione» contrattualmente divisata, costituendo il referente «al quale commisurare i risultati della gestione» (co. 1). Quanto ai criteri per la *costruzione* (questa l'espressione usata dal testo normativo) del parametro da parte dell'intermediario, veniva previsto che esso dovesse essere «coerente con i rischi ... connessi» alla gestione (co. 1), e sviluppato «facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo» (co. 2)<sup>77</sup>.

---

leva finanziaria che l'intermediario può utilizzare; d) il parametro oggettivo di riferimento al quale confrontare il rendimento della gestione», ciascuno dei quali trova una propria, distinta, declinazione di dettaglio nell'articolato normativo successivo (art. 39 per le categorie degli strumenti finanziari, art. 40 per la tipologia di operazioni, art. 41 per la leva finanziaria).

<sup>77</sup> Per completezza ricognitiva, è pure importante sottolineare l'esistenza di un ulteriore, duplice obbligo connesso alla definizione delle strategie di investimento, che si sostanzia (*ex art. 43 Reg. Int. 1998*): nel dovere – a contenuto organizzativo – di «formalizzare e conservare apposita documentazione da cui risultino» tanto «le *analisi e le previsioni sulla base delle quali vengono assunte le strategie generali di investimento*» quanto «la *descrizione delle strategie deliberate*»; e in quello – a contenuto direttamente esecutivo – di dispo[rre] «l'esecuzione delle operazioni sulla base delle *strategie generali di investimento preventivamente definite tenendo conto delle informazioni* concernenti

## 5. Giurisprudenza in materia di benchmark nella gestione di portafogli su base individuale

5.1. La comparsa della disposizione dell'art. 42 (del Regolamento Intermediari del 1998) ha portato la giurisprudenza a confrontarsi da subito con l'interrogativo circa il *se* e il *come* della rilevanza del *benchmark* nell'ambito della determinazione del contenuto della prestazione gestoria. Ovviamente, in coerenza con la funzione contenziosa propria del momento giurisdizionale, tale questione si è posta dallo specifico angolo visuale dei termini di conduzione del giudizio in ordine all'esatto adempimento della prestazione da parte del gestore professionale.

Una valutazione globale della (quantitativamente modesta) produzione giurisprudenziale esistente sul punto – la quale si è tutta formata in applicazione del Reg. Int. 1998, e mai dei regolamenti adottati a valle del recepimento di MiFID o di MiFID II – restituisce un quadro che, pur apparendo disorganico e non pienamente maturo nella comprensione della *specifica* funzione negoziale del *benchmark*<sup>78</sup>, si connota nel complesso per la prevalenza di una lettura che riferisce al «parametro di riferimento» un ruolo *attivamente concorrente alla determinazione del contenuto dell'obbligazione gestoria*. E, correlativamente, manifesta il rifiuto di quelle prospettive intese a riferirgli una funzione estrinseca, siccome limitata a un dato meramente informativo, veicolato al cliente esclusivamente al fine di coadiuvarlo nella comparazione dei risultati del gestore con le più generali condizioni del mercato, e della conseguente scelta in ordine al mantenimento in essere del rapporto con il medesimo intermediario, ovvero alla sua sostituzione con altro più “performante”. Viene dunque rigettata dalla giurisprudenza l'idea del *benchmark* come

---

gli investitori di cui dispongono nonché delle disposizioni particolari impartite dai medesimi» (enfasi aggiunte).

Va menzionata per la sua importanza, seppure estranea al perimetro della presente indagine, l'esistenza di una disciplina dedicata al conflitto d'interessi nella gestione di portafogli (art. 45 Reg. Int. 1998). Sul tema cfr. F. CAPRIGLIONE, *Gestioni patrimoniali, asset management, tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, pag. 443.

<sup>78</sup> Ciò che ragionevolmente discende dalla non completa assimilazione del razionale tecnico-finanziario sotteso all'uso dei *benchmark* nella prassi, come ricostruito *supra*, n. 3.

informazione avente funzione essenzialmente “comparativa”, e che sarebbe quindi destinata a esplicitarsi sul piano *extra*-negoziale del sostrato dei *motivi* sottesi all’eventuale esercizio del diritto di recesso *ad nutum*, che la disciplina di legge riserva inderogabilmente al cliente *ex art.* 24, co. 1, lett. b, t.u.f.<sup>79</sup>.

Alcuni paradigmi di fondo accomunano i provvedimenti editi in materia.

Nella prospettiva qualificatoria negativa – cioè, di cosa il *benchmark non è, e di cosa non impone* al gestore –, è unanime l’affermazione secondo cui il parametro di riferimento «non impone al gestore di acquistare titoli nelle proporzioni indicate»<sup>80</sup>, né, tanto meno, fonda un obbligo di garantire un rendimento della gestione almeno pari a quello del parametro. Ciò, in quanto «la gestione patrimoniale integra un contratto tipico strutturato sugli elementi del mandato, peculiarmente connotato di discrezionalità, che pone a carico dell’intermediario un’obbligazione di mezzi e non di risultato»<sup>81</sup>. Né tale qualificazione risulta modificata dall’esistenza di contenuti tipici obbligatori del contratto.

Senonché, si rileva pure che «per quanto il contenuto del contratto sia certamente caratterizzato da una certa discrezionalità dell’intermediario nella valutazione delle operazioni da compiere, vi è che tale discre-

---

<sup>79</sup> Si discostano da questa linea giurisprudenziale, per riferirgli nei fatti la funzione appena descritta nel testo, la decisione della Corte d’Appello Bologna poi riformata da Cass. 21 aprile 2016, n. 8089, reperibile su *IlCaso.it*, dove viene riportata la statuizione della corte territoriale secondo cui «il parametro oggettivo di riferimento prescelto (c.d. Benchmark) non è indicativo della bassa propensione al rischio in quanto tale parametro è posto ai sensi dell’art. 42 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998 non come limite indiretto al gestore o come dato informativo sul cliente ma solo al fine di confrontare la *performance* di portafoglio rispetto all’andamento del mercato e, conseguentemente, per aiutarlo a *comprendere i risultati* ottenuti dalla gestione di un certo portafoglio titoli»; nonché App. Milano, 25 gennaio 2008, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, pag. 152, dove il *benchmark* viene definito «mero parametro di confronto utile a comparare i risultati della gestione e non, invece, un vincolo per la Banca a una predefinita ripartizione degli investimenti».

<sup>80</sup> Cass. 3 gennaio 2017, n. 24, in *Dejure*; Cass. Ord. 27 ottobre 2020, n. 23568, in *Dejure*; Trib. Biella, 5 aprile 2007, n. 221, ne *IlCaso.it*, confermata da App. Torino, 22 dicembre 2010, in *Dejure*.

<sup>81</sup> Cass. 1° dicembre 2016, n. 24545, in *Dejure*.



zionalità va coniugata con le linee di gestione scelte e comunque indicate nel contratto», in quanto «si articola all'interno della predeterminazione trasparente delle caratteristiche della gestione e del grado di rischio»<sup>82</sup>.

Alla concreta definizione di tali linee di gestione concorre il parametro di riferimento, il quale, «se anche non impone al gestore di acquistare titoli nelle proporzioni indicate, in ogni caso costituisce un modo per valutare la razionalità e la adeguatezza dell'attività dell'intermediario, giacché a ogni benchmark è associato un rischio, misurato statisticamente dalla volatilità che caratterizza il parametro prescelto a riferimento»<sup>83</sup>.

Come si nota, il passaggio motivazionale ora riferito traccia un rapporto diretto tra il parametro di riferimento e la rappresentazione del rischio della gestione; rischio a sua volta identificato – in coerenza con i criteri di ordine tecnico-finanziario illustrati *supra*, n. 3 – nella volatilità del portafoglio, *i.e.* nell'entità del discostamento del valore dei singoli strumenti in portafoglio dal valore medio del portafoglio medesimo, misurata lungo un arco temporale di osservazione (deviazione standard o scarto quadratico medio).

Da ciò consegue il «rilievo non esclusivo ma certamente concorrente del benchmark a definire le caratteristiche della gestione ed indirettamente il grado massimo di rischio al quale l'investitore ha inteso contrattualmente esporsi»<sup>84</sup>, e quindi a riflettersi sul giudizio in ordine all'esatto adempimento della prestazione gestoria. E infatti, pure se il benchmark non impone una costruzione (e un mantenimento lungo il rapporto di gestione) di un portafoglio identico al benchmark, «tuttavia è evidente che la scelta di compiere operazioni con determinate tipologie di strumenti

---

<sup>82</sup> Cass. 21 aprile 2016, n. 8089, in *Dejure*.

<sup>83</sup> Cfr. anche Cass. 27 ottobre 2020, n. 23568, in *Dejure*: «se anche non impone al gestore di acquistare titoli nelle proporzioni indicate, costituisce un modo per valutare la razionalità e l'adeguatezza dell'attività dell'intermediario, per cui, ove la gestione sia risultata in contrasto con il predetto parametro e, quindi, con i rischi contrattualmente assunti dagli investitori, l'intermediario risponde delle perdite che gli stessi abbiano, per l'effetto, subito (Cass. 3 gennaio 2017, n. 24, *cit.*; cfr. pure Cass. 21 aprile 2016, n. 8089, *cit.*)» (nel caso, si rilevava uno «scostamento rilevante rispetto al benchmark»).

<sup>84</sup> Cass. 1° dicembre 2016, n. 24545, *cit.*; per l'idoneità del benchmark a determinare il grado di rischio convenzionalmente accettato nell'ambito della gestione, cfr. Trib. Mantova, 8 febbraio 2007, su *IlCaso.it*, nonché – seppure da un angolo visuale specifico – Trib. Lecce, 7 settembre 2021, n. 2407, in *Dirittodelrisparmio.it*

finanziari, piuttosto che con altri, come pure la distribuzione degli strumenti presenti nel portafogli, indicano l'assunzione di determinati obiettivi e dei corrispondenti rischi che, se connotano in modo pregnante la gestione, possono costituire un indice della corrispondenza o meno di tale gestione a quella scelta dal cliente e cioè alla correttezza della politica d'investimento adottata»<sup>85</sup>.

Dal punto di vista della ricostruzione del dato normativo, il raggiungimento di una simile conclusione si organizza intorno al rilievo per cui, se l'art. 42 Reg. Int. 1998 richiede che il parametro oggettivo di riferimento sia indicato «ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione», e che esso sia «coerente con i rischi a essa connessi», allora la sua rilevanza non può esaurirsi in una funzione meramente informativa della performance dell'*asset manager* (informazione che serve esclusivamente a una valutazione comparativa rispetto al mercato), senza riflesso alcuno sul giudizio di responsabilità debitoria. In altri termini, la circostanza che la gestione sia discrezionale non implica che il giudizio di responsabilità si possa e debba esaurire sul piano della verifica del rispetto dei vincoli «esterni» del mandatario (tipologie di strumenti e operazioni, leva, eventuali vincoli di composizione percentuale del portafoglio)<sup>86</sup>.

---

<sup>85</sup> Trib. Biella, 5 aprile 2007, n. 221, *cit.*, pag. 15; Trib. Arezzo, 28 aprile 2009, in *Dejure*. Cfr. P. GIUDICI, *Contratti per consulenza e gestione di portafogli*, *cit.*, pag. 1099.

<sup>86</sup> Su un effetto assorbente della discrezionalità gestoria (asseritamente incompatibile con l'assunto di una rilevanza negoziale del *benchmark*) si costruiva invece la linea della difesa del prestatore del servizio d'investimento, ricorrente in Cassazione, che, imputando alla corte territoriale l'errore di avere attribuito al *benchmark* «un valore negoziale o meglio di clausola negoziale idonea a identificare le caratteristiche della gestione ai sensi dell'art. 37 Reg. Consob», negava che «il *benchmark*, mero indicatore statico, senza alcuna valenza obbligatoria [potesse] costituire la base, unica ed esclusiva, sulla base del quale verificare la correttezza della gestione indipendentemente dalla linea di gestione e del profilo di rischio degli attori come derivante dal contratto»; con la conseguenza che non si potrebbe legittimamente «fondare l'adempimento dell'intermediario sulla base della corrispondenza degli investimenti eseguiti con le proporzioni indicate nel *benchmark*, attesa la discrezionalità operativa della intermediaria medesima all'interno delle indicazioni contrattuali descritte nelle linee di gestione. Nella valutazione della coerenza e diligenza del gestore il *benchmark* non deve essere considerato per verificare se la composizione del portafogli e la quota d'investimenti azionari sia conforme ai limiti e alla discrezionalità del gestore fissati dal cliente nel contratto e derivanti dalle caratteristiche

Acquisita la sussistenza di una funzione del *benchmark* non già comparativo-informativa bensì direttamente rilevante ai fini della determinazione del contenuto della prestazione gestoria, un ulteriore e distinto apporto ricostruttivo della giurisprudenza in materia attiene al tentativo di enucleazione del rapporto corrente tra il *benchmark* e i restanti contenuti tipici obbligatori del contratto di gestione di portafogli.

In particolare, ad avviso della Corte (Cass. N. 8089/16), l'obbligo di rappresentazione del grado di rischio della gestione richiesto dalla normativa regolamentare – segnatamente, dalla parte C del Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari (all. 3 al Reg. Int. 1998), ai sensi del quale «l'intermediario deve comunque esplicitare il grado di rischio di ciascuna linea di gestione», tale intendendosi come la «variabilità dei risultati economici conseguiti dal gestore»<sup>87</sup> – non può ritenersi adempiuto mediante la mera “descrizione della gestione”, che individua gli strumenti finanziari che possono rientrare nella gestione, le

---

della linea di gestione prescelta (categorie di strumenti finanziari ammesse, tipologia di operazioni consentite, leva finanziaria massima etc.) ed infine il profilo di rischio» (così Cass. 1° dicembre 2016, n. 24545, *cit.*).

Cfr. anche 3 gennaio 2017, n. 24, dove «la ricorrente ascrive alla sentenza di avere impropriamente utilizzato come parametro di valutazione della condotta di essa banca quello stesso parametro (*benchmark*) pur giustamente definito come indicatore statico e solo approssimativo, non presupponente l'obbligo del gestore di acquistare titoli nelle proporzioni indicate. Secondo la ricorrente la corte d'appello avrebbe con ciò finito per attribuire al benchmark un valore negoziale assente, di vero e proprio impegno verso un'obbligazione di risultato, oltre che un valore di clausola gerarchicamente sovraordinata rispetto a tutte le altre indicative delle caratteristiche di gestione ai sensi dell'art. 38 del reg. intermediari».

Cfr. anche Cass. ord. 15 aprile 2020, n. 9025, in *Dejure*, dove il motivo di ricorso si poggia sull'argomento per cui in base all'art. 42 Reg. Int. 1998 «l'intermediario deve indicare, non già proporre, all'investitore il parametro di riferimento: espressione, questa, che esclude la necessità di un'accettazione del parametro da parte di quest'ultimo soggetto»; conseguentemente «la chiara funzionalità che la norma in esame attribuisce alla considerata commisurazione dei risultati della gestione ad un dato esterno impedisce di ravvisare nel parametro di riferimento un vincolo alla condotta del gestore e, quindi, smentisce l'assunto della Corte territoriale per cui esso debba essere oggetto delle negoziazioni tra le parti del contratto di gestione».

<sup>87</sup> Cfr. *supra*, la trascrizione integrale del passaggio normativo rilevante.

operazioni che possono realizzarsi su di essi, e la misura della leva finanziaria.

E infatti, se è vero che gli strumenti acquistabili, le operazioni realizzabili, i vincoli di composizione del portafoglio e la leva ammissibile costituiscono elementi conformativi del rischio della gestione, resta in fatto che altro è perimetrare le operazioni realizzabili, altro è definire la misura attesa di volatilità dal portafoglio lungo il corso del tempo: se «l'obbligo di diligenza che si compone in particolare del dovere di trasparenza richiede la specificazione del grado di rischiosità relativa alle forme d'investimento che interessano (ed interesseranno) la gestione», allora «il grado di rischio, o la c.d. "forbice" di rischio deve essere rappresentata in contratto, non potendo essere desunta soltanto dalla indicazione delle categorie d'investimenti da realizzare».

A questi fini è reputata insufficiente anche la sola indicazione del *benchmark*, in assenza della contestuale esplicitazione della misura di rischio associata alla gestione. Afferma la Corte, sul punto, che il parametro di riferimento «non costituisce un indicatore *diretto* del grado di rischio sopportabile dall'investitore»<sup>88</sup> in quanto, seppure «a ogni *benchmark* è [...] associato un rischio (volatilità)»<sup>89</sup>, esso non veicola l'informazione della misura assoluta di rischio del portafoglio in un dato momento. Da ciò consegue l'esigenza che l'indicazione del *benchmark* si debba in ogni caso *aggiungere*<sup>90</sup> all'esplicitazione del grado di rischio (variabilità dei risultati) di ciascuna linea di gestione<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> Cass. 21 aprile 2016, n. 8089, *cit.*

<sup>89</sup> Cfr. ancora Trib. Biella, 5 aprile 2007, n. 221, *cit.*

<sup>90</sup> Secondo un rapporto di coerenza: cfr. art. 42 Reg. Int. 1998 alla politica d'investimento.

<sup>91</sup> Anche nel caso di gestioni c.d. flessibili: cfr. Cass. 21 aprile 2016, n. 8089, *cit.*: «nella sentenza impugnata viene riconosciuto che [l'indicazione del *benchmark*] manca ma se ne giustifica l'omissione» anche sulla base della «dedotta impossibilità di fornire tale indicazione specifica in quanto impedita dalla assenza di limiti all'intermediario da parte dell'investitore in presenza di una gestione assolutamente flessibile nella quale l'intermediario poteva discrezionalmente spaziare nell'ambito dei descritti variegati comparti d'investimento .... Tale affermazione non è condivisibile dal momento che si fonda sull'erronea equiparazione tra la descrizione delle gestioni ... e l'indicazione relativa al grado di rischio di ciascuna linea di gestione, omettendo di considerare che la descrizione della natura giuridica degli investimenti (azionaria, obbligazionaria, con indicazione del

La corretta rappresentazione del grado di rischio della gestione poggia dunque, nella ricostruzione della Corte, sulla *congiunta indicazione del binomio* costituito (i) dal *grado di rischiosità* (i.e. volatilità) della linea di gestione e (ii) dal *benchmark* (coerente con i rischi della gestione). Quest'ultimo opera dunque quale indicatore *indiretto* della misura *qualitativa e quantitativa* del rischio "dedotta" in contratto, e in questo senso è un elemento «*concorrente a definire il tendenziale grado di rischio* relativo agli strumenti finanziari e le tipologie di operazioni indicati nelle caratteristiche della gestione»<sup>92</sup>.

Nell'argomentare della Corte, l'indicazione di un dato *benchmark*, quale «*sintesi delle caratteristiche della gestione espresse sotto un valore numerico*»<sup>93</sup>, fonderebbe l'affidamento di rischi comparabili a quelli propri degli strumenti che compongono il parametro stesso. Tale rilevanza indicativa si esprime non soltanto in termini statici, cioè associati al *momento iniziale* del rapporto, bensì anche in chiave diacronica, giacché – com'è ovvio – la rischiosità espressa dal *benchmark* varia nel tempo.

Col che, «*la rappresentazione del quadro comparativo esposta nel benchmark* evidenzia certamente il rendimento quanto meno medio che l'investitore si attende ma, mediante la selezione di indici e l'esemplificazione di tipologie d'investimento, rappresenta anche quale è la propensione complessiva al rischio e la vocazione (o più esattamente la tendenza speculativa) dell'investitore»<sup>94</sup>.

---

mercato di riferimento) e della maggiore o minore sensibilità alla variazione dei tassi d'interesse non contiene una diretta esplicitazione del grado di rischio richiesta invece dal testo integrato dell'art. 42 con l'allegato 3 sub c)».

Difforme da tale orientamento sembra essere l'orientamento della Corte d'Appello di Bari, 6 luglio 2020, n. 1266, reperibile su *IlCaso.it*, in linea con Trib. Bari, 10 agosto, 2020, n. 345, in *Dejure*. Non si riesce peraltro a comprendere la logica sottesa all'affermazione per cui «una modifica solamente relativa al *benchmark* (ma non al contenuto della linea di gestione/obiettivi di gestione) ... sarebbe da sol[a] sufficiente a mutare la politica di investimento (da strategica a tattica)».

<sup>92</sup> Cass. 1° dicembre 2016, n. 24545, *cit.*

<sup>93</sup> Trib. Biella, 5 aprile 2007, n. 221, *cit.*

<sup>94</sup> Cfr. ancora Cass. 1° dicembre 2016, n. 24545, *cit.*; il testo virgolettato si riconnette, come si vede, alla «massima d'esperienza comune per cui la volontà di ciascun investitore è senz'altro quella che si fonda sul rapporto inversamente proporzionale tra rischio e rendimento».

5.2. La ricognizione sinottica in precedenza operata consente di fermare alcuni primi dati, che possono ritenersi condivisi al livello del formante giurisprudenziale (e, in realtà, pure dottrinale: cfr. *infra*, n. 8). I quali si concentrano: *da un lato*, nel rifiuto della tesi “riduttiva” della funzione del *benchmark* (natura informativa-comparativa, nei termini delineati *supra*), e quindi nell’affermazione della sua rilevanza alla definizione del contenuto dell’obbligazione gestoria, con riflessi sulla

---

Per completezza descrittiva, va anche dato conto di un provvedimento di legittimità (Cass., ord. 15 aprile 2020, n. 9025, *cit.*) che si occupa dei profili rimediali connessi con la mancata indicazione del *benchmark*. Come si nota, tale aspetto non riguarda in via diretta il rapporto tra parametro di riferimento e contenuto della prestazione gestoria; e tuttavia, manifesta comunque una propria rilevanza ai fini qui in considerazione, nella misura in cui testimonia la percezione da parte della giurisprudenza del parametro di riferimento come elemento che concorre a definire le modalità di svolgimento della gestione cui l’intermediario si vincola. In particolare, la Corte equipara la mancata indicazione del *benchmark* alla violazione dell’obbligo di redazione per iscritto del contratto di gestione di portafogli *ex art. 23 t.u.f.*, con conseguente nullità dell’intera operazione. Più nel dettaglio, l’arresto formula il seguente ragionamento: dal momento che «la prevista documentazione dei richiamati “parametri oggettivi di riferimento” obbedisce ... alla logica in cui si inscrivono le prescrizioni formali dettate per i contratti di investimento e, più in generale, per i contratti che postulano l’esigenza di correggere l’asimmetria informativa delle parti, garantendo, il più possibile, la trasparenza delle condizioni economiche dell’affare concluso» (enfasi aggiunta). Sul punto, è interessante notare che l’imputazione della nullità formale alla mancata indicazione del *benchmark* viene argomentata dal Supremo Collegio in ragione della rilevanza di questo parametro ai fini della conformazione del rischio cui si espone l’investitore: si legge infatti che il *benchmark* «è idoneo a esprimere il profilo relativo al rischio e al rendimento della gestione patrimoniale; definisce obiettivi di investimento e livelli di aleatorietà della gestione, così delimitando la discrezionalità dell’intermediario, e al contempo fornisce un criterio di giudizio per valutare *ex post* i risultati dell’attività di questo» (sicché, «se anche non impone al gestore di acquistare titoli nelle proporzioni indicate, rappresenta un modo per valutare la razionalità e l’adeguatezza dell’attività dell’intermediario, per modo che, ove la gestione sia risultata in contrasto con il predetto parametro e, quindi, con i rischi contrattualmente assunti dagli investitori, l’intermediario risponde delle perdite che gli stessi abbiano, per l’effetto, subito»). Fermo quanto precede, ne consegue dunque che «l’indicazione avente ad oggetto tale parametro è contemplata dalla disciplina normativa vigente che, nel declinare, sul piano della regolamentazione di dettaglio (in forza dell’art. 6 t.u.f.), l’obbligo di documentazione dell’accordo imposto dall’art. 23, comma 1, t.u.f., assolve alla finalità di protezione dell’investitore che anima detta disposizione, ... e ripete da essa il presidio della nullità che è ivi comminata per la mancata osservanza del requisito di forma».

conduzione del giudizio di responsabilità per inadempimento; *dall'altro*, nell'assenza<sup>95</sup> di un obbligo di composizione del portafoglio in termini pedissequi a quello di cui al *benchmark*; *dall'altro ancora*, nell'affermazione dell'insufficienza della sola indicazione del *benchmark* ai fini della determinazione delle caratteristiche della gestione.

Dal complesso di tali assunti non emergono tuttavia indicazioni sufficientemente chiare in ordine ai concreti termini di rilevanza del *benchmark* nell'ambito del giudizio inteso a «valutare la razionalità e l'adeguatezza dell'attività dell'intermediario»<sup>96</sup>. Ciò consegue, a ben vedere, all'approccio professato dai provvedimenti sopra considerati che, intendendo in maniera restrittiva la funzione nomofilattica propria del giudizio di Cassazione<sup>97</sup>, si sono limitati a condurre una valutazione di mera

---

<sup>95</sup> Quale automatica conseguenza dell'indicazione di un dato *benchmark*, e in assenza di diverse, espresse pattuizioni. Come si illustrerà più ampiamente *infra*, cap. 3, nn. 2 e 3, tale profilo dipende dallo stile di gestione adottato (se passivo o attivo).

<sup>96</sup> Cass. 3 gennaio 2017, n. 24.

<sup>97</sup> Questo profilo impatta sulla possibilità che la responsabilità dell'intermediario verso gli investitori assolva efficacemente alla propria funzione conformativa dell'attività *mediante la creazione di incentivi efficienti per le imprese*, e dipende dai termini concreti secondo cui la Corte di Cassazione opera il discrimine tra *quaestio facti* e *quaestio iuris*, su cui si fonda, per l'appunto, la natura della Suprema Corte quale giudice di legittimità. Il problema si è posto, ad esempio, con riferimento alla valutazione di meritevolezza *ex art. 1322 c.c.*, dove si manifestano in seno alla Corte due diverse linee di approccio al problema. E infatti, una tesi qualifica il giudizio di meritevolezza come giudizio di fatto *in sé*, col che si è affermato che una data clausola (in particolare, la clausola *claim-made* nel contratto di assicurazione sulla responsabilità civile) «in presenza di determinate condizioni, può [...] essere dichiarata nulla per difetto di meritevolezza [...]; la relativa valutazione, da effettuarsi dal giudice di merito, è incensurabile in sede di legittimità, ove congruamente motivata» (Cass., Sez.Un., 9 maggio 2016, n. 9140). All'opposto, Cass. n. 22590/2015 giudicando sulla nullità totale per immeritevolezza di un prodotto bancario (il contratto relativo all'operazione *MyWay*) statuisce che «il giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti dal contratto *ex art. 1322 c.c.* può essere rimesso all'esclusivo sindacato del giudice di merito solo ove esso appartenga all'esclusiva e specifica singolarità del caso concreto, come tale destinato a restare confinato, appunto, nell'ambito di tale giudizio. Tuttavia, dove, al contrario, la fattispecie concreta sia idonea a fungere da modello generale di comportamento di una serie indeterminata di casi analoghi, là si ravvisa allora un giudizio di diritto e la necessità dell'intervento nomofilattico della Cassazione, al fine di garantire la prevedibilità delle future decisioni, posto che si tratta d'integrare il contenuto della norma indeterminata o della clausola

congruità razionale della motivazione sottesa all'apprezzamento operato dal giudice del merito.

La comprensione dell'effettiva regola operativa affacciata in sede giurisprudenziale – e validata dal Supremo Collegio siccome non irrazionale alla luce della (generica) funzione del *benchmark* quale parametro concorrente a definire le corrette modalità di adempimento della prestazione gestoria – richiede allora di essere ritratta dall'analisi dei contenuti dei giudizi del merito, cui le decisioni della Suprema Corte si riferiscono.

A questo proposito, va osservato che i provvedimenti<sup>98</sup> su si sviluppa la produzione giurisprudenziale di legittimità sopra considerata mostrano di articolare il giudizio di responsabilità gestoria, rispetto ai profili qui considerati, secondo due *step* analitici consecutivi.

Il primo, che attiene al momento della formazione del contratto e rileva ai sensi dell'adempimento dell'obbligo *ex art. 42, par. 1 Reg. Int. 1998*, è costituito da una duplice valutazione di conformità: come la linea di gestione deve essere coerente alla propensione al rischio del cliente,

---

generale predetta». Portando questo ragionamento sul piano, qui considerato, della responsabilità dell'intermediario per la difettosa predisposizione dei processi organizzativi sottesi all'erogazione del servizio di gestione di portafogli, si potrà convenire sulla preferibilità di questa seconda linea di lettura, che è l'unica in grado di attribuire al formante giurisprudenziale la capacità di esprimere una valutazione stabile, e pertanto credibile, in ordine alla "legittimità" di una data decisione conformativa adottata dall'impresa. Cfr., con riferimento alla tematica del giudizio di meritevolezza, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *La certezza del diritto dell'economia tra attività del regolare e attività del giudicare*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2018, pag. 284: «è evidente, infatti, che rinunciare ad un giudizio nomofilattico di meritevolezza, non solo quando esso è legato alle peculiarità dell'isolato caso concreto – del contratto non d'impresa, non «seriale», cioè –, ma anche rispetto al prodotto immesso sul mercato, significa pregiudicare irrimediabilmente le aspettative di prevedibilità delle imprese, con un incremento dei costi e una sostanziale imponderabilità del rischio legale, a discapito del valore dell'efficienza del mercato».

<sup>98</sup> Trib. Milano, 24 giugno 2010, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 634; Trib. Biella 5 aprile 2007, n. 221, *cit.*, poi confermata dalla Corte d'Appello di Torino (oltre alla giurisprudenza del Tribunale di Modena e della Corte d'Appello di Bologna, menzionati dalla Cassazione richiamata nella nota 79).



così il *benchmark* deve essere coerente alle caratteristiche dell'indicata linea di gestione<sup>99</sup>.

Il secondo, che attiene al momento esecutivo, si appunta intorno alla verifica del fatto che il gestore abbia o meno operato «compiendo scelte d'investimento conformi al profilo di rischio dell'investitore»<sup>100</sup>.

Senonché, il contenuto delle verifiche in concreto condotte dai giudici del merito (nelle pronunce edite o comunque in quelle i cui contenuti possono essere ritratti dai provvedimenti di legittimità) evidenzia che, pure a fronte dell'affermazione secondo cui il *benchmark* ha la funzione di definire anche *qualitativamente* il rischio la cui assunzione è programmata in contratto<sup>101</sup>, in realtà il suo impiego nella valutazione dell'esattezza o meno dell'adempimento della prestazione gestoria si limita in realtà alla sola dimensione *quantitativa*. Ci si limita, cioè, a verificare se la misura/entità assoluta del rischio propria del portafoglio concretamente gestito lungo l'intero periodo del rapporto (misurata, *ex parte* C, all. 3, Reg. Int. 1998, sulla base della volatilità del portafoglio) sia commisurata o meno alla misura/entità assoluta del rischio propria del portafoglio di cui al *benchmark*.

Così impostata l'analisi, l'inadempimento viene accertato a fronte di uno scostamento significativo<sup>102</sup> tra i valori oggetto di comparazione: cioè, rispettivamente, la volatilità del singolo portafoglio gestito (rappresentata dalla deviazione standard o dallo scarto quadratico medio) e quella del portafoglio di cui al *benchmark*<sup>103</sup>.

<sup>99</sup> Il cliente deve comprendere da subito che serve a far comprendere al cliente «la misura e la natura del rischio a cui va incontro», e dare all'intermediario «un'esatta individuazione dei margini discrezionali a lui rimessi soprattutto sotto il profilo del rischio»: Trib. Biella, 5 aprile 2007, n. 221, *cit.*

<sup>100</sup> Trib. Biella, 5 aprile 2007, n. 221, *cit.*

<sup>101</sup> In particolare, si afferma che il parametro di riferimento «esprime non solo quantitativamente ma anche qualitativamente il profilo di rischio della gestione: rappresenta i rischi di mercato cui tipicamente è esposto il patrimonio gestito e costituisce il risultato di una strategia neutrale di investimento».

<sup>102</sup> A seconda dei casi, del 20% e del 423%.

<sup>103</sup> Per completezza ricostruttiva va segnalato che, in almeno uno dei precedenti giurisprudenziali editi, il parametro di riferimento mantiene una funzione ordinante anche in relazione alla liquidazione del danno, che avviene sulla base del seguente criterio. Anzitutto, si provvede a quantificare la differenza tra il rendimento del *benchmark* e quello

5.3. Il quadro così ricostruito si presta allo svolgimento di alcune considerazioni critiche in merito al complesso delle indicazioni che se ne ritraggono.

Al riguardo, può anzitutto dirsi che il materiale giurisprudenziale si connota per il consenso intorno al dato – oggettivamente corretto, per quanto scontato – per cui l’indicazione in contratto di un dato *benchmark* non integra *ex se* la promessa del gestore di un rendimento almeno pari a quello associato al portafoglio composto secondo il *benchmark* di elezione. In questo senso occorre solo chiarire che la non risarcibilità in sé dell’*underperformance* rispetto al *benchmark* nemmeno richiede di accertare la non imputabilità di tale evento, il quale resta al di fuori del perimetro dell’obbligazione<sup>104</sup>, potendo semmai rilevare come «interesse primario» del creditore (cfr. *supra*, par. 1, e *infra*, cap. 2, n. 8).

Parimenti condivisibile è la negazione della funzione del *benchmark* quale misura diretta ed esclusiva del rischio del portafoglio, se con tale locuzione si intende la rappresentazione *quantitativa* della volatilità. E infatti, al portafoglio di cui al *benchmark* è possibile associare, in ogni momento temporale considerato, un valore assoluto che ne indica la volatilità; valore che però non coincide né con il *benchmark* in sé (il quale appunto indica, secondo quanto illustrato in precedenza – par. 3 – un dato paniere di titoli diversificati adeguatamente rappresentativi di settori del mercato mobiliare), né tantomeno con il rendimento periodico del paniere in termini percentuali.

Senonché, i dubbi e le difficoltà cominciano ad emergere a fronte della compresenza, nel ragionare delle Corti, della duplice affermazione in base alla quale *da un lato* il *benchmark* non pone limiti percentuali di

---

di una «gestione passiva che replichi il parametro di riferimento», tale criterio quantificando correttamente – nelle parole della pronuncia – il «danno conseguente alla non adeguata distribuzione della tipologia degli investimenti in relazione alle caratteristiche dell’investitore». Quindi, sulla base dell’assunto per cui sussiste una «obiettiva impossibilità per il gestore di adeguare perfettamente in concreto la gestione al parametro di riferimento» (in ragione dell’esistenza di limiti oggettivi alla composizione di un portafoglio identico al benchmark, e comunque costi transattivi connessi con la replica: c.d. tracking error), il differenziale sopra enucleato viene tramutato in un risarcimento commisurato a una data quota percentuale (nel caso, il 70%).

<sup>104</sup> Come si illustrerà *infra*, nel cap. 3, n. 2, tale assunto vale anche nel caso di gestioni «passive».

composizione del portafoglio tali da costringere il gestore a «mimarlo» e, *dall'altro*, esso deve essere coerente con la linea di gestione, in quanto indicatore inteso a esprimere il rischio programmaticamente assunto in senso *non solo quantitativo, ma anche qualitativo*<sup>105</sup>.

In quest'ottica, va evidenziato che, in punto di funzione del *benchmark*, sussiste la necessità di aderire a una di due tesi ricostruttive, che tra loro si escludono reciprocamente. E infatti: o tra le caratteristiche della gestione (*sub specie* di *asset class* investibili e tipologie di operazioni realizzabili) e il *benchmark* sussiste un rapporto che è mediato *in toto* dalla determinazione del grado di rischio convenuto per la gestione (misura e limite di volatilità) e in tale mediazione si esaurisce, sicché una volta determinato il grado di rischio in coerenza con le caratteristiche della gestione è sufficiente che il portafoglio di cui al *benchmark* esprima – lungo tutta la durata del rapporto di gestione – un rischio coincidente, dal punto di vista quantitativo, con la misura della volatilità convenzionalmente assunta; oppure la predicata (*ex art. 42 Reg. Int. 1998*) coerenza tra parametro oggettivo di riferimento e rischi connessi alla gestione deve sussistere anche *dal punto di vista qualitativo*, cioè in relazione alle *caratteristiche* della gestione, inclusive della sottesa «politica d'investimento» intesa come la specifica logica finanziaria che governa in termini unitari le singole decisioni di acquisto e disinvestimento.

Nel primo caso, dovrebbe scartarsi come non corretta l'affermazione che vuole il *benchmark* dotato di valenza precettiva del rischio da assumersi anche in senso *qualitativo*, non esistendo un raccordo diretto tra la strategia d'investimento di cui alla linea di gestione e il parametro di riferimento. In effetti, senza un siffatto legame, potrebbe enuclearsi una serie infinita di portafogli composti in termini totalmente diversi rispetto a quello del *benchmark*, ma associati – in ogni momento temporale considerato – a una medesima misura assoluta di volatilità.

Nel secondo caso, dovrebbe conseguentemente affermarsi che il *benchmark* pone dei vincoli di conformità, *almeno parziale*, del portafoglio

---

<sup>105</sup> Cfr. ad esempio l'affermazione di Trib. Biella 5 aprile 2007, n. 221, *cit.*, dove si afferma che il *benchmark* «esprime non solo quantitativamente ma anche qualitativamente il profilo di rischio della gestione: rappresenta i rischi di mercato cui tipicamente è esposto il patrimonio gestito e costituisce il risultato di una strategia neutrale di investimento».

gestito rispetto a quello indicato dal *benchmark* medesimo. E infatti, assumendo la necessità di una coerenza tra parametro di riferimento e rischi della gestione anche rispetto alle caratteristiche della gestione (*i.e.* la tipologia, e non solo la misura quantitativa, dei rischi assunti), i due portafogli non potrebbero divergere oltre una certa misura, se non altro in quanto la dimensione qualitativa del rischio assunto dipende propriamente dalla concreta composizione del portafoglio lungo il corso del tempo.

Occorre subito manifestare, rinviando la più ampia trattazione di quanto affermato al prosieguo del lavoro, la netta preferenza in favore della seconda ipotesi ricostruttiva.

In questo senso, oltre alle importanti indicazioni derivanti dal contenuto dei lavori preparatori al Testo Unico della finanza<sup>106</sup>, vale l'argo-

---

<sup>106</sup> Le ragioni alla base dell'introduzione dell'obbligo di indicazione del *benchmark* nelle gestioni patrimoniali sono espone nei «Lavori preparatori per il testo unico della finanza servizi e strumenti di impiego del risparmio», in *Quaderni di Finanza della Consob*, n. 28, Roma, 1998, pagg. 32 ss.: «Essendo l'attività di gestione per sua natura controllabile soltanto *ex-post*, si ritiene che il benchmark costituisca lo strumento primario per la valutazione della capacità gestoria da parte del cliente e quindi per una adeguata informativa all'investitore. I punti a favore della previsione di un *benchmark* per gli investitori sono i seguenti: 1) identifica il prodotto: si sintetizza in modo rigoroso ciò che altrimenti è poco definito; 2) misura la bravura del gestore ("*performance attribution*") che non può più fare riferimento al parametro "più comodo" per il confronto; 3) evidenzia il contributo dell'*asset allocation*; 4) facilita i controlli dell'Autorità in materia di rispetto della parità di trattamento degli investitori: l'armonia (i rendimenti devono essere simili, a meno dell'effetto diversificazione) dei risultati sulle singole componenti di portafoglio è facilmente verificabile; 5) incentiva i gestori a cambiare lo "stile di gestione": più *asset allocation* e *stock selection*, meno *market timing*; 6) rende difficile l'uso di commissioni di performance "distorte", del tipo indice dei prezzi al consumo; 7) favorisce una maggiore concentrazione dell'industria: il gestore debole non ha coraggio di fare scelte forti contro il *benchmark* e tende ad "appiattirsi" su di esso; 8) offre un punto di riferimento *ex-ante* per l'indicazione degli obiettivi del cliente e dunque delle strategie relative; si tratta di una fase indispensabile per fornire al gestore le linee guida essenziali (in questo senso è anche il modo per seguire la regola fondamentale del *know your customer*); 9) rappresenta uno strumento di marketing che consente al gestore di evidenziare di quanto "si allontanano" dalla media di mercato e/o di prodotto. La definizione di un *benchmark* è elemento qualificante di ogni tipo di attività di gestione patrimoniale e influenza operativamente la costruzione e la gestione di un portafoglio. La scelta del *benchmark* dipende dagli obiettivi che una gestione deve realizzare».

mento testuale fornito dall'*incipit* dell'art. 42 Reg. Int. 1998, dove l'indicazione del *benchmark* è *direttamente* riferita alla definizione delle caratteristiche della gestione («*ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, l'intermediario deve indicare all'investitore un parametro oggettivo di riferimento*»).

Ciò rilevato, è sicuro che tali “caratteristiche” non possono ridursi alla mera elencazione di strumenti acquistabili e operazioni possibili. E infatti, il servizio di gestione di portafogli rinviene il suo tratto connotante proprio nella circostanza che i beni affidati all'intermediario sono fatti oggetto di una strategia d'investimento che li concepisce in maniera unitaria: per l'appunto, in termini di “portafoglio”. L'unità funzionale dell'insieme di beni considerato impedisce di concepire l'attività di *portfolio management* come una mera sequenza atomistica di atti, delimitata solo esternamente dal perimetro del mandato (cioè, strumenti e operazioni ammissibili).

Piuttosto, il vero è che l'erogazione del servizio presuppone la previa definizione di una strategia d'investimento la quale, alla luce del c.d. regime di adeguatezza che trova inderogabilmente applicazione alla gestione di portafogli su base individuale, deve essere coerente con la conoscenza ed esperienza del cliente, la sua situazione patrimoniale e, quanto più conta in questa sede, gli *obiettivi di investimento* del cliente.

Se dunque l'agire gestorio si costruisce intorno a tale stringente funzionalizzazione, il significato del *benchmark* non sembra potersi ridurre alla mera indicazione del *quantum* di rischio assumibile, come indirettamente ricavato dalla composizione del portafoglio di cui al parametro<sup>107</sup>. Né, a ben vedere, si capirebbe la razionalità di agganciare la misura quantitativa del rischio del portafoglio a quello del *benchmark* – la quale *varia nel tempo* in ragione della variazione del rischio dei singoli strumenti che lo compongono – senza riferire a tale parametro anche una rilevanza in

---

<sup>107</sup> Cfr. infatti la posizione della Consob che legittima la mancata indicazione del *benchmark* (e la sua sostituzione con indicatori quantitativi della misura di rischio assimilabile) solo nelle rare – e intrinsecamente problematiche dal punto di vista della tutela dell'investitore al dettaglio – ipotesi in cui la gestione sia pensata e condotta in termini totalmente astratti da qualsivoglia costruzione di un portafoglio-modello: cfr. *infra*, cap. 3, n. 4.

termini di costruzione e mutamento del portafoglio nel corso del rapporto gestorio.

L'insieme di questi dati porta di necessità a concludere che per formulare un giudizio di coerenza tra rischio cui è esposto l'investitore e caratteristiche della gestione non è sufficiente riferirsi all'elenco degli strumenti che possono essere acquistati, o a quello delle operazioni che su di essi possono essere realizzate: è richiesta infatti la comprensione dell'intera strategia di gestione nel suo complesso, e delle logiche che ne informano il concepimento e l'esecuzione.

In questo senso, del resto, depone anche l'art. 43 Reg. Int. 1998, che comprova l'obbligatorietà dello sviluppo e della formalizzazione, internamente all'organizzazione imprenditoriale del prestatore del servizio di investimento, di una «apposita documentazione da cui risultino» tanto «le analisi e le previsioni sulla base delle quali vengono assunte le strategie generali di investimento», quanto «la descrizione delle strategie deliberate» (co. 1); ciò, unitamente alla prescrizione (co. 2) che gli intermediari autorizzati dispongano «l'esecuzione delle operazioni sulla base delle strategie generali di investimento preventivamente definite tenendo conto delle informazioni concernenti gli investitori di cui dispongono nonché delle disposizioni particolari impartite dai medesimi».

Quanto precede sembra a sua volta confermato dall'osservazione in base alla quale la tesi che esclude qualsivoglia rilevanza del *benchmark* ai fini della determinazione dell'*asset allocation* e *stock picking* viene a obliterare del tutto, ed espungere dal ragionamento intorno alla ricostruzione della funzione del *benchmark*, taluni importanti rilievi, che pure si trovano affermati – a dire il vero, un po' frettolosamente, e senza essere realmente coltivati sul piano della conduzione del giudizio di responsabilità – nella giurisprudenza di merito.

Il riferimento corre all'affermazione – tecnicamente corretta, alla luce delle indicazioni della teoria finanziaria, illustrate *supra*, par. 3 – secondo cui «un portafoglio potrà ritenersi efficiente (correttamente gestito) se, posto un limite di rischio (variabilità), consegue il massimo rendimento nel rispetto di tale vincolo»<sup>108</sup>.

---

<sup>108</sup> Ancora Trib. Biella 5 aprile 2007, n. 221, *cit.*

Senonché, sulla base di quanto in precedenza esposto (*supra*, n. 3), va osservato che la valutazione di efficienza/“ottimalità” di un portafoglio non è realizzabile se non a seguito della previa delimitazione di una serie definita di comparti del mercato finanziario su cui investire (mentre non è materialmente enucleabile un portafoglio-modello “assoluto” cioè riferito a tutti gli investimenti esistenti a livello globale<sup>109</sup>); come pure occorre previamente definire un dato rapporto proporzionale tra i diversi comparti, *ex ante* valutato come idoneo a garantire in massimo grado i benefici della diversificazione. Se ciò è vero, allora in tanto si può condurre la richiamata valutazione di corretta gestione del portafoglio, in punto di efficienza del rischio assunto in rapporto al rendimento atteso, in quanto il contratto indichi quanti e quali comparti del mercato finanziario vengono considerati ai fini della costruzione di un portafoglio efficiente. Senonché, attesa la necessaria coerenza tra i rischi della gestione (alla luce delle sue caratteristiche) e il *benchmark*, non si capirebbe il motivo in base al quale il parametro possa legittimamente fare riferimento a comparti del mercato finanziario diversi o a rapporti proporzionali tra di essi *totalmente scollegati* rispetto a quelli definiti in contratto.

Tale rilievo si connette a sua volta a un ulteriore assunto, presente nella giurisprudenza di merito considerata, che correttamente distingue le gestioni di tipo passivo da quelle di tipo attivo, riferendovi un diverso contenuto degli obblighi del gestore. In particolare, se in ogni caso «l’intermediario proverà a conseguire risultati di gestione capaci di corrispondere al *benchmark*» (per quanto «il conseguimento di un rendimento inferiore al parametro di riferimento non costituisc[a] propriamente oggetto della prestazione dell’intermediario»), bisogna distinguere le divise modalità con cui si programma di raggiungere l’obiettivo. E infatti, «se viene adottato uno stile gestionale “passivo” l’intermediario si limiterà a replicare la composizione del parametro prescelto, mentre nel caso di stile gestionale “attivo” il gestore *differirà la composizione del portafoglio in modo più o meno marcato da quella del parametro di riferimento* selezionando gli strumenti finanziari che adotta» (enfasi aggiunta). Com’è facile osservare, il passaggio ora riferito, se si pone in

---

<sup>109</sup> Il «portafoglio di mercato» costituisce infatti di un assunto meramente teorico formulato nel *capital asset pricing model* di Sharpe.

linea con le indicazioni operative comunemente accettate e impiegate nella tecnica finanziaria (cfr. *supra*, n. 3), esprime una evidente convergenza con l'affermazione della rilevanza del parametro di riferimento quale vincolo almeno parziale di costruzione del portafoglio, corroborandola.

Aderendo a questa impostazione, il tema ricostruttivo si sposterebbe sull'identificazione delle *condizioni, delle modalità e dei limiti del legittimo scostamento del portafoglio* gestito da quello "paradigmatico" identificato dal *benchmark*, quale «modello di una strategia neutrale di investimento».

#### *6. I provvedimenti ACF sul benchmark: enucleazione di una sorta di «business judgment rule» relativa al merito gestorio*

Svolta la precedente ricognizione della giurisprudenza togata, è in questa sede opportuno soffermarsi sull'orientamento, relativo appunto al rapporto tra *benchmark* e giudizio di responsabilità del gestore di portafogli, formatosi in senso all'Arbitrio per le Controversie Finanziarie (ACF) istituito presso la Consob.

Pur trattandosi di organo non investito in senso proprio di una funzione giurisdizionale, la prospettiva di includere la casistica decisionale dell'ACF nella disamina del diritto vivente in materia risponde *tanto* alla funzione istituzionale propria dell'ADR in questione, in ragione del potenziale raccordo delle relative decisioni con l'esercizio delle attribuzioni (ispettive e sanzionatorie) della Consob, *quanto* alla rilevanza dei contenuti concretamente sviluppati dalle decisioni del Collegio, che si connota per un approccio radicalmente diverso da quello proprio della giurisprudenza, e degno di attento interesse e considerazione.

In particolare, le indicazioni provenienti dalle decisioni dell'ACF segnalano l'enucleazione di una sorta di «*business judgment rule*» relativa al merito gestorio. In particolare, l'Arbitro rifiuta di sviluppare un approccio valutativo inteso a sindacare, in relazione alla concreta e singola fattispecie considerata, l'"opportunità" o meno dell'adozione ed esecuzione della strategia considerata; piuttosto, attribuisce centralità al rispetto delle regole di corretta organizzazione dell'attività di erogazione



del servizio, così come elaborata al livello generale dell'impresa di investimento.

La linea di ragionamento è accolta, tra le altre, dalla decisione ACF n. 1390/2019. In essa si legge che la discrezionalità del gestore, qualificata come «connotato tipico di ogni obbligazione di natura gestoria, ma che nel caso di specie si colora in termini più intensi», fa sì che «al fine di verificare se l'obbligazione sia stata diligentemente adempiuta non è possibile sindacare il merito della scelta in concreto compiuta, e valutata come quella più funzionale a realizzare gli obiettivi di valorizzazione del patrimonio gestito, ma solo le modalità con cui quelle decisioni sono state assunte».

Da un simile assunto viene a conseguire che, «nell'ambito del servizio di gestione patrimoniale, il deficit di diligenza non potrà mai essere prospettato sol perché gli investimenti non hanno dato al cliente l'esito da questi auspicato – perché ciò rientra nell'alea tipica di ogni investimento – bensì solo quando quelle scelte, produttive di perdite, non sono state oggetto di una particolare ponderazione da parte dell'intermediario, ovvero non sono state inquadrare e inserite in un ordinato processo interno di valutazione, anche di tipo istruttorio».

Fermo questo assunto, nell'impianto argomentativo dell'ACF l'accertamento della natura "ordinata" del processo interno di valutazione è nei fatti ancorato a – e dipendente da – *l'esistenza di sanzioni amministrative irrogate dall'autorità indipendente del settore, con cui sia stata censurato il difetto organizzativo del prestatore del servizio di investimento*.

Nel caso deciso dal provvedimento, si legge in particolare che «l'intermediario non risulta essersi dotato, in concreto, di procedure adeguate per svolgere correttamente il servizio, risultando anzi "il processo di decisione di investimento inidoneo ed inefficace, *in quanto privo della capacità di indirizzare e controllare le scelte di investimento effettuate per conto dei patrimoni gestiti*", come ha rilevato la CONSOB con delibera irrogativa di sanzioni all'intermediario ai sensi dell'art. 195 TUF, per la violazione dell'art. 35-*decies*, comma 1, lett. a) e c), del TUF e degli artt. 65 e 66 del Regolamento Intermediari, nonché dell'art. 21, comma 1, lett. a) e d), del TUF, in tema di diligenza, trasparenza e correttezza, oltre che adozione di misure e tutele atte a garantire il corretto svolgimento, rispet-

tivamente, del servizio di gestione collettiva del risparmio e di gestione di portafogli» (enfasi aggiunta).

L'esistenza di una così stretta dipendenza del giudizio di responsabilità dal piano organizzativo dell'impresa prestatrice del servizio è sostenuta dalla considerazione in base alla quale «nell'ambito della prestazione dei servizi e delle attività di investimento non appare possibile operare una separazione rigida tra regole che attengono al piano della corretta organizzazione dell'attività e regole che attengono alla corretta esecuzione del contratto, vero invece essendo che anche in questo campo lo stretto collegamento, di inerenza teleologica e strutturale tra atto e attività (come si è detto con felicissima formula), comporta indiscutibilmente il rifluire sul primo di regole pur nate obiettivamente per disciplinare la seconda; con la conseguenza, allora, che la mancata adozione di assetti e procedure adeguate non solo può essere presupposto per l'adozione di misure sanzionatorie di stampo pubblicistico nei confronti dell'intermediario per la non corretta organizzazione di impresa, ma può rilevare anche come espressione di un deficit di diligenza sul piano dei rapporti interpretati, in quanto non permette di adempiere correttamente gli obblighi assunti nei confronti dei propri clienti, i quali hanno anch'essi evidentemente titolo per pretendere che la prestazione sia erogata nel contesto di un'attività correttamente organizzata» (ancora la decisione ACF n. 1390/2019).

La logica argomentativa dell'Arbitro manifesta più e distinti aspetti d'interesse, ai fini dell'impostazione della successiva analisi in ordine al tema qui considerato.

Di tale linea di ragionamento deve infatti essere senz'altro accolto il rilievo di ordine strutturale dell'essere l'organizzazione dell'impresa di investimento un profilo oggettivamente centrale ai fini dell'esatto adempimento dell'obbligo di prestazione; ciò rimontando alla natura intrinsecamente “d'impresa” del contratto di gestione di portafogli.

D'altro canto, richiede di essere più approfonditamente vagliata la prospettiva, promossa dall'ACF, che intende risolvere *tout court* il tema della discrezionalità nella valutazione del momento organizzativo *generale* (in relazione a ciascuna «linea di offerta» considerata, *i.e.* ciascuna linea di gestione predisposta e “proposta” al mercato dall'intermediario), nella misura in cui tale assunto potrebbe nei fatti condurre all'esito di una

completa insindacabilità delle *specifiche* modalità di erogazione del servizio nella singola fattispecie. Se una simile scelta istruttorie può essere forse stata dettata dalla limitatezza dei poteri istruttori spettanti all'Arbitro<sup>110</sup>, essa potrebbe segnare lo scivolamento della ricostruzione del rapporto tra intermediario e investitore al di fuori della fisiologica dinamica del rapporto obbligatorio (dove il debitore di una prestazione si trova in una situazione giuridica *passiva*), per connotare il rapporto in termini sostanzialmente *autoritativi*, cioè di un potere privato (situazione giuridica *attiva*) del gestore nei confronti del cliente.

Ci si deve pertanto domandare se il connotato di “discrezionalità” della gestione contenuto nella norma definitoria del servizio si spinga fino a un simile esito (cfr. *infra*, cap. 2, n.1).

Distintamente, collocandosi nella prospettiva dell'osmosi tra (sanzioni di) impresa e contratto sopra suggerita, occorre altresì interrogarsi sui rapporti esistenti tra *enforcement* pubblicistico ed *enforcement* privatistico, e perimetrare gli stessi con esattezza alla luce della natura essenzialmente individuale del giudizio di accertamento della responsabilità debitoria, in specie quando questo coinvolga l'accertamento del grado di diligenza profusa dall'obbligato alla prestazione nell'esecuzione del mandato gestorio.

L'interrogativo è se, in assenza di qualsivoglia norma di legge che conferisca all'accertamento della Consob – e quindi del giudice dell'eventuale impugnazione – l'effetto di vincolare i giudici civili nei singoli casi di giudizio sull'inadempimento della prestazione erogata in conseguenza di una organizzazione del servizio accertata come deficitaria da parte dell'Autorità, l'avvenuta (legittima) irrogazione della sanzione si prospetti come mero argomento di prova dell'inadempimento, oppure debba rivestire una più elevata funzione probatoria circa l'esistenza di un difetto organizzativo rilevante ai fini del giudizio di esatto adempimento.

Del pari, appare necessario indagare l'*an* e il *quomodo* del nesso tra sanzioni e giudizio sui singoli contratti d'impresa, anche *nel senso*

---

<sup>110</sup> Il quale, ad esempio, non dispone consulenze tecniche d'ufficio: cfr. l'art. 11 Regolamento concernente l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), Adottato con delibera n. 19602 del 4 maggio 2016, modificato con delibera n. 21867 del 26 maggio 2021, reperibile sul sito [www.acf.consob.it](http://www.acf.consob.it).

*opposto* a quello ora prospettato: cioè, quale sia la sorte del giudizio di responsabilità là dove difettino sanzioni amministrative, ovvero se la relativa impugnazione si sia conclusa con il loro annullamento.

Non si fatica a intendere come tale aspetto chiami in causa un tema di equilibri tra le attribuzioni – costituzionalmente protette – della funzione giurisdizionale e di quella di Vigilanza di tutela<sup>111</sup>. Con tutto ciò che ne consegue sul piano, *da un lato*, dell'effettività della tutela e, *dall'altro*, della prevedibilità delle decisioni delle corti giudicanti, in prospettiva della gestione del rischio di non conformità cui è strutturalmente esposto l'intermediario.

### 7. La funzione del benchmark nella letteratura specialistica

Gli interrogativi emersi dalla precedente analisi del formante giurisprudenziale (e para-giurisprudenziale dell'ACF) si trovano solo in parte valorizzati dalla dottrina che si è venuta a vario titolo a misurare con le questioni che ruotano intorno alla rilevanza giuridica del «parametro di riferimento» ai fini della determinazione del contenuto dell'obbligazione gestoria e, mediatamente, della conduzione dell'accertamento in ordine all'esatto adempimento della prestazione<sup>112</sup>.

---

<sup>111</sup> Sul tema, cfr. da ultimo F. SARTORI, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, suppl. n. 3, pag. 2.

<sup>112</sup> In argomento, cfr. P. LUCANTONI, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente; l'impatto del recepimento della direttiva Mifid*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, pag. 76; U. MINNECI, *Il contratto di gestione di portafoglio: tra identità del «tipo» e accertamento della mala gestio*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, pag. 1369; L. PICARDI, *Obblighi di informazione, responsabilità dell'intermediario e danno risarcibile nella gestione di portafogli*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, pag. 637; M. ROSSI, *Benchmark e responsabilità dell'intermediario nella gestione del portafoglio*, in *Giur. comm.*, 2017, II, pag. 945; V. SANGIOVANNI, *Il contratto di gestione di portafoglio*, in *Contr.*, 2013, pag. 499; M.S. HOUBEN, *op. cit.*, pag. 165; L. GAFFURI, *La funzione del benchmark nella gestione su base individuale di portafogli*, in *IlSocietario.it*, marzo 2017; M. COSSU, *Responsabilità per inadempimento del gestore professionale e quantificazione del danno risarcibile nel contratto di gestione di portafogli*, in *Pensar*, Fortaleza, v. 22, n. 3, set/dez. 2017; EAD., *Recesso dell'investitore e determinazione del danno risarcibile nella*

Comune a tutti gli autori è l'opinione che, ricondotta la prestazione gestoria del *portfolio manager* alla figura delle obbligazioni «di mezzi»<sup>113</sup>, esclude che la previsione dell'obbligo di indicazione dei *benchmark* rilevanti ne comporti la trasformazione in un'obbligazione «di risultato»; dove, in particolare, il debitore promette senz'altro (seppure nei limiti dell'impossibilità sopravvenuta non imputabile) il raggiungimento di un rendimento della gestione almeno pari a quello proprio del portafoglio costituito in coerenza coi *benchmark*<sup>114</sup>.

Senonché, accertato che il rapporto tra portafoglio gestito e *benchmark* non va certamente inquadrato nella prospettiva del raffronto tra risultati ma, semmai, in termini di *composizione dei portafogli*, l'esistente apporto dottrinale risulta incompleto, non appena si tenti di penetrare ulteriormente il tema e comprendere quale sia l'interesse creditorio dedotto

---

*gestione di portafoglio di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, pag. 67; G.M. BUTA, *Gestione individuale di portafogli, MiFID II e responsabilità dell'intermediario rispetto del benchmark prescelto dal cliente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, pag. 196; D. ALESSANDRI, *op. cit.*, pag. 631; A. TUCCI, *La rilevanza negoziale del benchmark nella gestione di portafogli*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2018, pag. 445; P. GIUDICI, *Contratti per consulenza e gestione di portafogli*, cit., pag. 1099; M. COSSU, *Contratto di gestione di portafogli*, cit., pag. 755; EAD. *Gestione di portafogli*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, pag. 197; A. PORTOLANO, sub *Art. 24*, in *Comm. T.u.f.*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, pag. 427; D. MAGNO, *op. cit.*, pag. 920; M. SALVATORE, *op. cit.*, pag. 165; P. GRIECO, *Mancata informazione sul rischio dell'investimento: responsabilità contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *Resp. civ. prev.*, 2017, pag. 1273.

<sup>113</sup> Avverte A. TUCCI, *op. cit.*, pag. 450, dell'insufficienza di esaurire il discorso ricostruttivo intorno all'obbligazione gestoria di portafogli nel richiamo alla categoria «trattativa – e, dunque, sempre infida» delle obbligazioni di mezzi.

<sup>114</sup> Cristallizza perspicuamente questa posizione M. BESSONE, *Servizi di investimento e disciplina del contratto. Il principio di separazione patrimoniale, "sana e prudente" gestione di portafoglio, conflitto di interessi*, in *Giur. Mer.*, 2002, pag. 1411: «il benchmark è congegno che svolge sicuramente una utile funzione informativa. Ma naturalmente non più di questo. Le comprensibili aspettative di risultati di gestione all'altezza dei parametri di suo riferimento (e se possibile ancor migliori) non sono cosa che giuridicamente possa rilevare. L'intermediario "gestore" proverà a conseguire risultati di gestione capaci di corrispondere al benchmark o a fare anche meglio. Sarà tuttavia chiaro che andamenti di gestione inferiori al benchmark di per sé non configurano una sua responsabilità, le sue essendo per così dire obbligazioni "di mezzi" e certo non obbligazioni (né garanzie) "di risultato"».

in obbligazione, e come il *benchmark* si rapporti al soddisfacimento di tale interesse. In assenza di una simile riflessione, si fatica in effetti a comprendere come si dovrebbe correttamente strutturare, dal punto di vista delle regole operative, lo svolgimento del giudizio in ordine all'esatto adempimento dell'obbligo di prestazione.

Non diversamente da quanto è emerso dall'illustrazione dell'elaborazione delle Corti, non sembra che in sede dottrinale si sia progrediti oltre assunti molto generali, che riferiscono al *benchmark* il ruolo di criterio concorrente alla valutazione dell'erogazione del servizio da parte del cliente, al più asserendo (per il tramite del principio della sua necessaria coerenza con le caratteristiche e gli obiettivi della gestione) l'esistenza di *un qualche* – non ulteriormente illustrato – effetto del medesimo nella fissazione di limiti alla composizione del portafoglio (limiti originari, come pure dinamici *i.e.* vigenti durante lo svolgimento del rapporto).

In particolare, sembra fare difetto una riflessione sufficientemente strutturata intorno alle condizioni e ai limiti della differenziazione del singolo portafoglio gestito dai *benchmark*, che il gestore può o deve operare per poter essere considerato adempiente al suo obbligo di prestazione. Al riguardo, se taluno sembra poter ravvisare una, seppur parziale, vincolatività del parametro di riferimento in punto di *asset allocation* esclusivamente nelle gestioni c.d. passive – e ciò, sulla base dell'argomento che con riferimento alle gestioni attive sussisterebbe incompatibilità logica tra il riferire al *benchmark* una funzione di vincolo alla composizione del portafoglio e l'affermare la discrezionalità gestoria<sup>115</sup> – altri non differenziano il discorso in base allo stile gestionale. Il discorso si arresta così all'affermazione secondo cui è inadempiente il gestore che differenzi *eccessivamente* il portafoglio gestito da quello di cui al *benchmark*, quanto a connotati della gestione e livello di rischio.

Fermo quanto precede, va poi segnalato che il problema qui in esame deve misurarsi con l'esistenza di talune differenze lessicali, che distinguono la disciplina del Reg. Int. 1998, su cui si è formata tutta la giurisprudenza sopra esposta, e quella vigente. In particolare, il Reg. Int. 1998, il quale annovera il «parametro oggettivo di riferimento» tra gli

---

<sup>115</sup> M. COSSU, *op. loc. ult. cit.*; A. PORTOLANO, *op. loc. ult. cit.*; A. TUCCI, *op. loc. ult. cit.*

elementi connotanti le caratteristiche della gestione (art. 38, par. 1, lett. d), dispone che «ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, l'intermediario deve indicare all'investitore un *benchmark* (o anche più *benchmark*) coerente con i rischi a essa connessi al quale commisurare i risultati della gestione», parametro che «deve essere costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo». La disciplina vigente stabilisce, invece, che il compendio informativo da fornire all'investitore prima dell'avvio dell'esecuzione del servizio deve contenere «la descrizione di qualsiasi parametro di riferimento al quale sarà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente» (47, par. 3, del Regolamento Delegato UE 2017/565 e art. 38 Reg. Int.), precisando che, «quando forniscono il servizio di gestione del portafoglio, le imprese di investimento stabiliscono un metodo adeguato di valutazione e raffronto, come ad esempio un valore di riferimento significativo, basato sugli obiettivi di investimento del cliente e sui tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente, in modo da consentire al cliente destinatario del servizio di valutarne l'esecuzione da parte dell'impresa» (art. 47, par. 2, Regolamento Delegato UE 2017/565).

Le divergenze nel dato normativo non possono fondare l'illazione – che è (peraltro blandamente) suggerita in talune opinioni dottrinali – in base alla quale al diverso significante, che connota i due testi, si assocerebbe altresì una differenza di significato. Parimenti non condivisibile è la posizione di chi risolve le differenze tra i testi “al negativo”, cioè concentrandosi su cosa il *benchmark* non è, e continua a non essere, prima e dopo la MiFID. Tale è l'opinione di chi<sup>116</sup> sostiene che, dal momento che ora «il *benchmark* va indicato soltanto là dove significativo (in funzione delle caratteristiche della gestione), e in ogni caso al solo fine di “raffrontare” il rendimento del portafoglio», allora risulta confermato «che il *benchmark* è un indicatore la cui funzione è di consentire all'investitore di porre a raffronto l'attività svolta dal gestore, con l'andamento di un parametro esterno». In conclusione, «è dunque da escludere che la rappresentazione del *benchmark* nel contratto di gestione modifichi la natura degli obblighi assunti dall'intermediario gestore: in altri termini, il

---

<sup>116</sup> F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, pagg. 195 ss.

*benchmark* non rappresenta un parametro il cui andamento il gestore è tenuto ad uguagliare o, addirittura, a superare; né, simmetricamente, si potrà ritenere che il gestore incorra in responsabilità per il semplice fatto di avere conseguito, in un determinato periodo, un risultato inferiore a quello del *benchmark* stesso».

Al netto della corretta – come pure mai contrastata da alcuno – affermazione finale, è evidente che il ragionamento ricade nel “dilemma” esposto in precedenza (n. 5). Se il *benchmark* è dotato una propria significatività ai fini della connotazione dell’attività gestoria e cioè all’*asset allocation*, non può che affermarsi la necessità del ricorso a esso in sede di conduzione del giudizio di responsabilità (e si tratta, allora, di capirne il *quomodo*). Correlativamente, si deve allora escludere che tale parametro resti del tutto estrinseco e “neutro” rispetto alla comprensione delle modalità (di valutazione) dell’adempimento della prestazione gestoria<sup>117</sup>.

A conferma delle considerazioni ora formulate, è poi interessante osservare che il medesimo autore, la cui opinione si è ora trascritta, riesce – in altri passaggi del testo da cui è tratta la citazione che precede – a distillare in maniera sintetica quanto perspicua il processo operativo sotteso alla predisposizione ed offerta del servizio di portafogli. Nel dettaglio, là dove si discorre della riconducibilità o meno delle gestioni “con preventivo assenso” alle gestioni patrimoniali “pure”, si afferma che «anche nelle gestioni con preventivo assenso è pur sempre il gestore ad individuare le operazioni da eseguire, sulla base di un *complesso processo decisionale che parte dall’analisi delle caratteristiche e delle esigenze del cliente, per poi includere la definizione delle strategie generali di investimento, la definizione del portafoglio-modello e, infine, delle*

---

<sup>117</sup> Nella medesima prospettiva, va anche osservato che, se si adottasse una lettura del tutto astratta e generica della locuzione secondo cui il *benchmark* deve essere «basato sugli obiettivi di investimento del cliente e sui tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente» e si impiegasse il benchmark nei termini impiegati dalla giurisprudenza di merito, il parametro si troverebbe ad avere una funzione ridondante rispetto al diverso elemento del contratto di gestione costituito «il livello di rischio entro il quale il gestore può esercitare discrezionalità» (art. 47, par. 3, lett. 3, Reg. Del. UE 565/2017; art. 38 Reg. Int.). E infatti, la predicata attività di “raffronto” si risolverebbe – come si risolve nella giurisprudenza illustrata *supra*, n. 5 – nella mera comparazione meramente quantitativa tra la volatilità del portafoglio-*benchmark* e di quello gestito.



*operazioni da compiere e/o degli strumenti da acquistare»<sup>118</sup>* (enfasi aggiunta). Non si chiarisce tuttavia se il «portafoglio-modello» definito in sede di “predisposizione” dell’erogazione del servizio debba o meno corrispondere al *benchmark* indicato in contratto. Senonché, l’esito negativo non si può raggiungere se non postulando una radicale cesura tra la dimensione organizzativa e quella negoziale attinente all’erogazione del servizio alla clientela.

### 8. *Svolgimento dell’indagine*

Alla luce della sin qui svolta ricognizione dei formanti legislativo, giurisprudenziale e dottrinale, si può fermare come punto di partenza dell’analisi che seguirà il dato secondo cui, nell’elaborazione corrente, rimane oscura la regola operativa derivante dall’indicazione del *benchmark*: in particolare, non si dà risposta al quesito in ordine all’impatto che lo stesso dispiega sulla prestazione gestoria in punto di identificazione dell’interesse creditorio e dei mezzi strumentali alla sua soddisfazione che il debitore è tenuto a prestare, e quindi *alle modalità* secondo cui esso condiziona il giudizio in ordine al suo esatto adempimento.

Una risposta a tale interrogativo presuppone di affrontare, nelle pagine che seguiranno, la questione ricostruttiva dell’oggetto e del contenuto dell’obbligazione gestoria qui considerata: a tal fine, occorrendo altresì sottoporre a verifica la qualificazione della stessa in termini di «obbligazione di mezzi», che emerge dall’esaminato panorama giurisprudenziale e dottrinale.

Ciò premesso, va pure preannunciato che la peculiare rilevanza che il parametro della diligenza viene qui ad assumere nella determinazione dell’interesse creditorio e delle condotte strumentali dovute dal debitore comporta che l’indagine non potrà limitarsi al momento “statico” della ricostruzione dell’obbligo di prestazione, dovendo necessariamente

---

<sup>118</sup> F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, pag. 78 dell’edizione del 2001, pagg. 80 s. dell’edizione del 2004, pagg. 121 s. dell’edizione del 2021. Si esprime nel senso dell’«allargamento dell’area lasciata a determinazioni autonome dei contraenti», soprattutto in relazione al passaggio della norma della MiFID che richiede di indicare il *benchmark* «ove significativo», M. MAGGILO, *op. cit.*, pag. 265.

completarsi nella comprensione della proiezione dinamica dell'obbligazione sul momento della tutela del diritto alla prestazione, mediante il giudizio di responsabilità del gestore.

A sua volta, tale ulteriore, per quanto connesso, angolo d'analisi richiede lo sviluppo di una distinta riflessione in ordine ai rapporti correnti tra il *benchmark* e il parametro della diligenza professionale.

Una simile prospettiva d'indagine, se appare necessaria a comprendere il menzionato momento "dinamico" del rapporto – inclusa l'allocazione, sul piano delle regole del giudizio, del rischio dell'incertezza in ordine alle cause che hanno impedito la realizzazione dell'"interesse primario" del creditore –, viene poi a schiudere un orizzonte problematico ancora più profondo e più radicale di quello sinora evocato. Un orizzonte che attinge, per l'esattezza, al cuore del diritto privato dell'impresa (o, se si preferisce, del diritto dell'economia). Ci si riferisce al reale spazio operativo che deve e può opportunamente riservarsi, con riguardo a un servizio erogato nel contesto di un'attività economica organizzata, a una tecnica normativa – quale appunto il parametro della diligenza – che si costruisce in termini aperti: la regola del singolo rapporto venendosi, pertanto, a concretizzare solo *ex post*, nel momento contenzioso, e in ragione delle mutevoli e in certa misura mai pienamente categorizzabili circostanze del caso concreto. Al fondo, risiede l'interrogativo in ordine alla reale posizione che può e deve spettare, sul piano della complessiva strategia regolatoria perseguita dall'ordinamento, ai precetti normativi a contenuto indeterminato. Di più, quando tale questione sia riferita allo specifico parametro costituito dalla diligenza professionale, si tratta altresì di cercare la corretta – e potenzialmente diversa, rispetto a quella fissata nella corrente elaborazione teorica – linea di confine tra il momento del "tecnico" (qui, rappresentato dalla tecnica finanziaria, dalla "regola dell'arte", di gestione di portafogli finanziari) o, se si vuole, del meramente "economico" (rilevante giuridicamente solo in via mediata, per il tramite dell'attività concretizzatrice del parametro della diligenza operata *ex post* dal giudice), e il momento giuridico in senso proprio (nel senso di formalmente precettivo).

Un simile interrogativo apre in effetti un prisma di problemi, nel cui ambito si profila il conflitto tra taluni opposti – e già evocati nell'analisi che precede – interessi, tutti meritevoli di considerazione in quanto

espressivi di “valori” di prim’ordine nell’ambito del diritto dell’economia. Conflitto che, a ben vedere, si cristallizza intorno a due poli e si riduce alla loro dialettica.

*Da un lato*, viene in rilievo la proiezione, sul piano dei rapporti contrattuali, del principio di uguaglianza, intesa come «pari autonomia dei privati» che si esprime a sua volta nel principio «del non assoggettamento all’altrui potere autoritario»<sup>119</sup>. Ciò implica la sindacabilità giudiziale della condotta del debitore dell’obbligo di prestazione nel singolo rapporto e quindi del diritto soggettivo del singolo cliente, nell’ambito di una visione – potrebbe dirsi, classica – che ritrova in tale dinamica istituzionale (a sua volta puntellata dall’indipendenza del magistrato) il baricentro del sistema delle relative tutele.

*Dall’altro*, emerge come meritevole di tutela l’istanza di pre-definizione delle condizioni del corretto agire d’impresa, e quindi della calcolabilità dei connessi costi e rischi, quale presupposto dell’assunzione di decisioni relative alle forme di organizzazione ed erogazione dell’offerta imprenditoriale che possano dirsi basate su una chiara percezione dei contenuti precettivi rilevanti, cioè della linea d’azione richiesta dal sistema delle fonti (ed esteso, nell’ambito in questione, all’attività di Vigilanza dell’Autorità).

È peraltro evidente che sullo sfondo di tale dialettica non può che collocarsi l’aspirazione a una effettiva ed efficace protezione dell’interesse della clientela di servizi finanziari, cioè un efficace *enforcement* della regola di condotta generale della materia, che vuole l’attività dell’intermediario funzionalizzata alla «diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse dei clienti e l’integrità dei mercati» (art. 21, co. 1, lett. a t.u.f.). Il che poggia, a propria volta, sull’effettiva idoneità della disciplina a enucleare regole sostanziali e processuali che generino corretti incentivi per le parti, ripartendo in maniera efficiente i rischi connessi all’esecuzione del contratto.

Da quest’angolo visuale, la posizione adottata dalla giurisprudenza di legittimità e quella proposta dall’ACF, sopra descritte, sembrano rappresentare plasticamente due estremi.

---

<sup>119</sup> C.M. BIANCA, *Le autorità private*, Napoli, 1977, pag. 5.

La Suprema Corte, richiamandosi alla propria funzione di giudice di legittimità, rimarca ed esalta la libertà dell'apprezzamento – per definizione estemporaneo, siccome rimesso alla singola fattispecie e alla sensibilità del singolo giudice del merito (ed anche, se non soprattutto, del singolo CTU) – in ordine al diligente espletamento dell'incarico gestorio. Essa riferisce perciò al precetto considerato (qui, l'indicazione del *benchmark*) il vago, insoddisfacente e concretamente non «operazionalizzabile» ruolo di *parametro concorrente* allo svolgimento del giudizio in ordine alla diligenza della condotta del debitore.

Per contro l'ACF, per il tramite di un elegante passaggio dogmatico inteso a rilevare i nessi tra il momento organizzativo dell'impresa e il momento dell'erogazione del servizio, esaurisce il secondo nel primo, quasi a privare il giudicante del ruolo di condurre una verifica individuale (cioè riferita alla singola fattispecie concreta considerata) della “qualità” di tale momento organizzativo e dei suoi concreti risultati<sup>120</sup>, ritenendo conclusiva sul punto la presenza oppure l'assenza di sanzioni amministrative irrogate dall'Autorità: massima (o quasi) certezza, ma anche pressoché totale insindacabilità dell'agire gestorio, *sub specie* del parametro della diligenza.

Occorre allora domandarsi se e come la riflessione sulla materia qui considerata possa fornire una via d'uscita da tale *impasse*.

Fissati gli obiettivi dell'indagine, il primo blocco tematico da affrontare – e a cui è destinato il secondo capitolo – è quello volto alla più precisa definizione delle caratteristiche di struttura e oggetto della prestazione gestoria di portafogli finanziari, nel suo complesso considerata.

Tale aspetto assume infatti una chiara rilevanza pregiudiziale rispetto alla comprensione della funzione che riveste il *benchmark* nel contesto della prestazione gestoria in esame (cui è destinato il capitolo terzo), come pure dei termini di rilevanza del *benchmark* nell'ambito della conduzione del giudizio di responsabilità in ordine all'esatto adempimento dell'obbligazione da parte dell'impresa d'investimento (ciò che costituisce l'oggetto del quarto capitolo).

---

<sup>120</sup> Sulla centralità del momento organizzativo dell'impresa ai fini della “costruzione” del servizio di gestione di portafogli e, conseguentemente, al fine della conduzione del giudizio di responsabilità, cfr. *infra*, rispettivamente cap. 2, n. 7 e cap. 4, n. 2.

## CAPITOLO SECONDO

### L'OBBLIGAZIONE GESTORIA DI PORTAFOGLI FINANZIARI: STRUTTURA E OGGETTO

SOMMARIO: 1. Natura «discrezionale» della gestione e sindacabilità delle scelte del mandatario. 2. Prestazione gestoria di portafogli finanziari e «potere privato». 3. (Segue) gli uffici di diritto privato. 4. (Segue) amministrazione di società e business judgment rule. 5. Parziale atipicità del contratto di gestione di portafogli e autonomia d'impresa dell'intermediario. 6. Dai limiti esterni del mandato gestorio alla conformazione interna della discrezionalità. 7. Adeguatezza della gestione e diversificazione del portafoglio. 8. La costruzione e il mantenimento di un portafoglio connotato da un «rischio efficiente» quale risultato dedotto in obbligatione.

#### *1. Natura «discrezionale» della gestione e sindacabilità delle scelte gestorie del mandatario*

*1.1.* L'esigenza di soffermare l'attenzione sulla conformazione della prestazione gestoria, per definirne più precisamente le caratteristiche di struttura e oggetto, risponde alle persistenti ambiguità e incertezze dottrinali, che sono state illustrate nel corso del primo capitolo, intorno al rapporto esistente tra due poli normativi. Da un lato, *l'obbligo di servire al meglio l'interesse dei clienti* di cui all'art. 21, co. 1, lett. a), t.u.f., a sua volta specificato dalla disciplina del regime di adeguatezza di cui all'art. 40 Reg. Int., e che nel contesto della gestione dei portafogli si presta a essere ricondotto all'obbligo del mandatario di realizzare *diligentemente, i.e. in maniera prudente e tecnicamente perita*, l'interesse del mandante<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Secondo lo schema tipico generale della c.d. attività di cooperazione, nel senso di attività funzionalizzata alla cura di interessi altrui. In materia, cfr. almeno S. PUGLIATTI, *Rilevanza del rapporto interno nella rappresentanza indiretta*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, pag. 483, in cui si definisce la nozione mediante il richiamo a F. CARNELUTTI, *Postilla*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1932, I, pag. 300, dove la cooperazione è

Dall'altro, *il predicato della "discrezionalità" della gestione*, che si trova nella nozione normativa del servizio di *portfolio management*, definito ex art. 1, co. 5-*quinquies*, t.u.f. come «la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti».

E infatti, se da parte di taluni si discorre, in modo ambiguo, dell'esistenza di una «ampia libertà dell'obbligato» circa le modalità con cui prestare il servizio<sup>2</sup>, in altre e più frequenti affermazioni il richiamo alla natura "di mezzi" dell'obbligazione gestoria, associato al rilievo della "discrezionalità" quale tratto normativamente connotante il servizio, viene nei fatti a prospettare una fattispecie obbligatoria dove lo spazio di sindacato delle modalità esecutive della prestazione (cioè le concrete scelte d'investimento adottate dall'intermediario) si trova limitato alla violazione da parte del gestore dei limiti "esterni" del programma gestorio concordato (*i.e.* i tipi di operazioni e le categorie di strumenti ammissibili, il ricorso alla leva e la sua entità, la misura massima di rischio assumibile) e alla gestione in conflitto d'interessi.

Sembrano in queste tesi essere sottratti alla possibilità del vaglio giudiziale i termini di esercizio di quello spazio valutativo che, in assenza di una rigida tipizzazione delle modalità esecutive della prestazione, è rimesso al gestore. Quasi che, rispettati i vincoli esterni della gestione, e assente un'operatività in conflitto d'interessi, l'effettiva idoneità

---

definita nei termini seguenti: «che un altro faccia rispetto a un interesse altrui ciò che ne farebbe se ne fosse il titolare»; G. MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. Vassalli, VIII-1, Torino, 1954, pag. 10; L. CAMPAGNA, *Il problema dell'interposizione di persona*, Milano, 1962, pag. 181; G. BAVETTA, *Mandato (negozio giuridico) (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXV, Milano, 1975, pag. 321. A questo elemento si accompagna anche la capacità del gestore di incidere sulla sfera giuridica del gerito, in via *diretta o indiretta* a seconda dello «specifico congegno effettuale volto ad attribuire al gerito la disponibilità giuridica dei risultati del negozio gestorio» (A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., pag. 23): sia esso quello della gestione rappresentativa ovvero quello del mandato senza rappresentanza (come, per l'appunto, nel caso della gestione di portafogli).

<sup>2</sup> Così E.M. MASTROPAOLO, *I servizi di investimento e gli intermediari professionali. Gestione del rischio e responsabilità. L'esperienza francese ed italiana a confronto*, Milano, 2003, pag. 521.

dell'attività esecutiva a realizzare la miglior cura dell'interesse del cliente (in altri termini, a costituire una erogazione del servizio di gestione *adeguata* in quanto soddisfattiva dell'interesse creditorio dedotto in obbligazione) resti sospesa in una sorta di “area franca” dalle regole del rapporto obbligatorio, e in specie quelle che *collegano l'obbligazione alla relativa responsabilità* per il caso del suo inesatto adempimento.

Tale approccio si riflette a propria volta sulla funzione assegnata al *benchmark*, giacché muovendo dai postulati sopra riferiti non può che giungersi ad altro risultato se non quello che riferisce al parametro oggettivo di riferimento un ruolo di natura meramente informativo-comparativa (*supra*, cap. 1, n. 6), cioè di strumento di mero raffronto dei risultati economici con un dato esterno<sup>3</sup>. Lungo tale logica, si spiega l'affermazione – ricorrente nella dottrina specialistica in materia<sup>4</sup> – dell'incompatibilità tra discrezionalità e vincolatività del *benchmark*, intesa come sua rilevanza ai fini della determinazione del contenuto dell'obbligazione.

Questa linea di ragionamento, che – seppure spesso in modo implicito o comunque non computo – sembra attraversare e unire la gran parte delle posizioni dottrinali in materia, si trova poi più ampiamente formalizzata, e per così dire radicalizzata, da quella parte del ragionamento formulato negli orientamenti dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (cfr. *supra*, cap. 1, n. 7), che non esita a evocare il concetto di *insindacabilità del merito delle scelte gestorie*, là dove afferma che «al fine di verificare se l'obbligazione sia stata diligentemente adempiuta non è possibile sindacare il merito della scelta in concreto compiuta, e valutata come quella più funzionale a realizzare gli obiettivi di valorizzazione del patrimonio gestito, ma solo le modalità con cui quelle decisioni sono state assunte».

È facile notare che il lessico impiegato nel passaggio ora trascritto riecheggia manifestamente quel modulo di ragionamento che appartiene alla responsabilità degli amministratori di società, e che va sotto il nome di *business judgment rule*. Col che, al netto delle difficoltà che tuttora

---

<sup>3</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., pagg. 195 ss.

<sup>4</sup> M. COSSU, *op. loc. ult. cit.*; A. PORTOLANO, *sub Art. 24, op. loc. ult. cit.*; A. TUCCI, *op. loc. ult. cit.*

circondano l'affermazione di tale regola nell'ordinamento italiano e la comprensione del suo effettivo significato ricostruttivo e applicativo<sup>5</sup>, sorge l'interrogativo circa la legittimità di tale attività di "trapianto" dal suo contesto originario – che attiene ai rapporti interni all'organizzazione corporativa societaria – a quello della prestazione gestoria nell'ambito di un rapporto contrattuale che lega il singolo cliente al proprio prestatore di servizi d'investimento (cfr. *infra*, n. 4).

1.2. Tutto ciò posto, occorre anzitutto evidenziare come l'idea di una insindacabilità del merito delle scelte gestorie si possa in via alternativa spiegare, sul piano ricostruttivo, o in termini di esonero da responsabilità del debitore della prestazione gestoria per la sua inesatta – *sub specie* del difetto di diligenza – esecuzione (esonero che andrebbe perfino oltre l'estensione della norma, comunque inapplicabile alla presente fattispecie, dell'art. 2236 c.c.), oppure concependo il rapporto giuridico tra le parti in termini diversi dall'obbligo di prestazione, e più simili invece, sotto il profilo strutturale, alla figura giuridica del *potere* discrezionale connesso con l'espletamento di una *funzione* propriamente intesa.

Al contrario, se si tiene fermo il dato dogmatico fondamentale, che osta al configurare un'obbligazione a cui non si associ la correlativa responsabilità per inadempimento, è da stimarsi sicuro che, finché si resti all'interno di un rapporto obbligatorio conformato sullo schema della prestazione caratteristica del mandatario (cioè di una gestione per conto altrui<sup>6</sup> di fonte contrattuale), il lemma "discrezionalità" – contenuto nella definizione normativa del servizio – non può avere l'effetto di realizzare una torsione del regime giuridico applicabile al rapporto che conferisca al gestore tratti di (anche solo parziale) insindacabilità in senso proprio del relativo agire. Differente, all'evidenza, è invece lo sviluppo di un modulo di giudizio sull'esatto adempimento che tenga in adeguato conto il fatto che l'intermediario adotta decisioni in una condizione di

---

<sup>5</sup> Per l'approfondimento della nozione nel suo contesto originario, cfr. invece D. SEMEGHINI, *Business Judgment Rule (diritto statunitense)*, in *Dig. Disc. Priv. Sez. comm.*, 7° agg., Torino, 2015, pag. 31.

<sup>6</sup> Gestione per conto altrui connotata dall'*impegno reciproco e vicendevole* di gerito e gestore «a destinare al gerito i risultati pratici» di una data operazione: così A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., pag. 32.



incertezza in ordine al futuro andamento del mercato finanziario, di tal che sussiste un'intrinseca rischiosità degli esiti economici della gestione, con la possibilità di registrate perdite o rendimenti "insufficienti" anche quando essa sia diligentemente condotta. Modulo di giudizio, quest'ultimo, del tutto coerente con il fatto che l'intermediario non garantisce un dato risultato economico ma promette una gestione tecnicamente perita, mentre il rischio economico dell'investimento resta a carico del cliente.

Nel contesto in discorso, è lo stesso riferimento al concetto di *insindacabilità del merito gestorio* che realizza la fuoriuscita del rapporto dai canoni del contratto e della relativa prestazione, per condurlo verso le logiche tipiche del potere discrezionale connesso a una funzione<sup>7</sup>.

Sussiste in effetti una irriducibile quanto evidente diversità tra le caratteristiche che connotano la prestazione gestoria del mandatario, pure se nell'ambito del c.d. mandato generico<sup>8</sup>, e la relazione giuridica che si instaura nell'ambito delle fattispecie di potere discrezionale. Ferma

---

<sup>7</sup> In punto di teoria dei rapporti giuridici, va rilevato che, nel caso di rapporto connotato da autoritatività (potere commisurato all'esercizio di una funzione), al gerito è imputata una posizione giuridica passiva (soggezione), e al gestore una attiva (appunto, il potere); nel rapporto obbligatorio – incluse le prestazioni a contenuto gestorio, in cui il debitore agisce per conto altrui – vale l'inverso, giacché il gestore è soggetto passivo (debitore della prestazione) e il gerito è soggetto attivo (creditore).

Questa complessità non è peraltro ignota all'elaborazione dottrinale: cfr. al riguardo le efficaci notazioni di A. CARBONE, *Potere e situazioni soggettive nel diritto amministrativo. I – Situazioni giuridiche soggettive e modello procedurale di accertamento (Premesse allo studio dell'oggetto del processo amministrativo)*, Torino, 2020, pag. 41 (di cui cfr. la nota 11 per riferimenti bibliografici): «nell'elaborazione che del potere si è avuta, si [è] assistito, in un primo ordine di idee, alla riconduzione del potere a situazione giuridica fondamentale (c.d. potere in senso ampio), contrapposta al dovere, quale *genus*, l'uno, delle situazioni attive e, l'altro, delle situazioni passive. In tale indirizzo concettuale, che si inserisce nella tradizionale visione del diritto come potere, la specifica distinzione tra diritto e una situazione di potere in senso stretto (in vario modo denominata: potestà, funzione) si è solitamente posta sulla base della commistione che, in quest'ultimo, si avrebbe, sotto un profilo intrinseco, tra potere (in senso ampio) e dovere, per cui il potere (in senso tecnico, potestà, funzione) si caratterizzerebbe nell'essere volto alla cura di un interesse altrui o di un interesse generale».

<sup>8</sup> Dove cioè non siano esattamente predeterminate le modalità di espletamento dell'incarico. Ovviamente, ciò può accadere in tutto o in parte: cfr. A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., pagg. 128 ss.

restando la presenza di taluni profili di generica comunanza tra le due figure, il cui minimo comune denominatore è dato (a) dall'esistenza di una situazione dove un soggetto è chiamato a curare interessi a sé alieni e, congiuntamente, (b) dall'assenza di una previa precisa determinazione (contrattuale o legale) delle esatte modalità di soddisfazione degli interessi il cui perseguimento è imposto dalla norma, il discrimine va ravvisato nel diverso *senso normativo dell'incompletezza* della fattispecie normativa (incompleta in quanto determina il fine da perseguirsi ad opera del gestore *sub specie* della tutela di taluni interessi privati o pubblici, senza dettagliare le condotte strumentali al relativo soddisfacimento).

Nella dinamica del potere discrezionale, l'indeterminatezza della norma intende conferire all'attività del soggetto agente una funzione *normativa* in quanto intesa a *completare*<sup>9</sup> il contenuto del rapporto giuridico, giacché l'ordinamento riserva al soggetto agente (titolare del potere, e quindi in posizione giuridica attiva<sup>10</sup>) il compito e il ruolo di fissare un dato equilibrio tra una pluralità di interessi di natura pubblica e privata (nel lessico giusamministrativistico, potere «determinativo»<sup>11</sup>).

---

<sup>9</sup> M.S. GIANNINI, *Il potere discrezionale della pubblica amministrazione: concetto e problemi*, Milano, 1939, pag. 66, dove si discorre di «completamento della norma giuridica» ad opera dell'esercizio del potere; R. GUASTINI, *Norma giuridica (tipi e classificazioni)*, in *Dig. disc. civ.*, XII, Torino, 1995, pag. 158; G.F. SCOCA, *La discrezionalità nel pensiero di Giannini e nella dottrina successiva*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2000, pag. 1045; G.F. SCOCA, E. FOLLIERI, *L'attività amministrativa e la sua disciplina*, in *Diritto amministrativo*<sup>7</sup>, a cura di F.G. Scoca, Torino, 2021, pagg. 185 ss.; sul concetto di riduzione progressiva della discrezionalità (per autovincolo sostanziale o in sede processuale), cfr. S. VACCARI, *Il Consiglio di Stato e la "riduzione progressiva della discrezionalità". Verso un giudicato "a spettanza stabilizzata"?*, in *Dir. Proc. Amm.*, 2019, pag. 1171.

<sup>10</sup> Fermo restando che «di regola la nozione del potere di completa con quella del dovere, che è anzi il momento anteriore del processo logico che può schematizzarsi come segue: l'ufficio impone al soggetto *re ipsa* il dovere di adempiere alla funzione specifica che ne costituisce il fondamento; l'adempimento di tale funzione ha luogo mercé l'esercizio del potere a tal fine concesso al soggetto titolare dell'ufficio»: S. PUGLIATTI, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, Milano, 1935, pagg. 23 ss.

<sup>11</sup> F.G. SCOCA, *Contributo sul tema della fattispecie precettiva*, Perugia, 1979, pagg. 95 ss.; discorre di «potere di emanare un comando che componga il conflitto di interessi attraverso effetti modificativi della realtà giuridica idonei ad incidere nella sfera altrui» A. CARBONE, *op. cit.*, pag. 45.

Da ciò coerentemente consegue, sul piano del sindacato sulla condotta del soggetto agente, una “riduzione dello spettro” del vaglio giudiziale, il quale si trova orientato all’identificazione di fattispecie di eccesso di potere. In tali casi, il procedimento di sussunzione della condotta dell’agente (risultato in concreto raggiunto) nello schema normativo (risultato dovuto in astratto), che è proprio del giudizio di responsabilità contrattuale, non può infatti operare nella misura in cui all’obbligazione si sostituisce, per l’appunto, la dinamica del potere discrezionale, dove l’incompletezza della regola del rapporto viene completata, cioè integrata con effetti costitutivi, proprio mediante la spendita di tale potere<sup>12</sup>. Tant’è che le relative patologie rilevano in termini di invalidità del provvedimento con funzione integrativo-normativa (così, per l’appunto, la figura dell’eccesso di potere<sup>13</sup>) e non di responsabilità.

---

<sup>12</sup> In questo contesto, la tutela di chi è soggetto al potere altrui, che non può strutturalmente esprimersi nelle forme del giudizio di responsabilità poiché – come si è detto – difettano le condizioni formali di previa esistenza di uno schema normativo di condotta giuridicamente dovuta (se del caso, anche di più condotte alternativamente dovute), si recupera solamente mediante quella posizione giuridica strumentale, costituita dall’interesse legittimo oppositivo, che s’innesta nella posizione di altrui potere quale limite ad essa posto non nell’interesse del singolo, ma in cui l’interesse del singolo si trova «occasionalmente protetto».

<sup>13</sup> Va peraltro rilevato che l’evoluzione della materia avvenuta nel corso degli ultimi lustri ha comportato un ampliamento dei principi alla luce dei quali vagliare l’esercizio del potere discrezionale *sub specie* di eccesso di potere (sui principi dell’azione amministrativa come vincolo posto all’esercizio del potere, cioè alla funzione, cfr. le illuminanti e sempre attuali pagine di F. BENVENUTI, *Funzione amministrativa, procedimento, processo*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1952, ora in *Scritti giuridici*, II, Milano, 2006, pagg. 1117 s.); in particolare, rileva lo sviluppo dei contenuti del vaglio sul mancato rispetto del principio di *proporzionalità* in senso stretto (c.d. adeguatezza) nell’esercizio del potere, quale fattispecie sintomatica dell’eccesso di potere. È chiaro che, *sul piano pratico*, tutto ciò conduce a un parziale avvicinamento della figura del potere a quella degli atti di cooperazione gestoria sotto il profilo del vaglio giudiziale, nella misura in cui risponde alla «necessità che lo stesso processo di esplicazione del potere, nella centralità che viene ad assumere il piano dinamico della produzione, non rimanga relegato alla sfera interna soggettiva dell’irrelevante giuridico, ma assurga invece a fenomeno appunto rilevante sotto il profilo del diritto» (così A. CARBONE, *op. cit.*, pag. 37).

In ogni caso, va osservato che si tratta di un avvicinamento che va nel senso dell’estensione del vaglio (sul potere) e non già della restrizione (del vaglio sugli atti di

Strutturalmente diversa è invece l'«incompletezza» dello schema normativo nelle obbligazioni nascenti da un mandato generico: nel contesto di queste ultime l'attività di determinazione spetta *ex post* al giudice e non *ex ante* al soggetto agente, essendo la condotta debitoria soggetta ad una valutazione *integrale* (e non limitata al profilo dell'eccesso di potere) da parte dell'organo giudicante.

Nel caso dell'esecuzione di un mandato generico (o comunque connotato da profili non predeterminati) l'attività determinativa del soggetto agente (debitore della prestazione, e quindi in posizione giuridica passiva) ha infatti una *funzione di mero fatto*, nel senso che le decisioni dell'intermediario nell'erogazione del servizio si attestano sul *piano materiale dell'attività esecutiva* di una prestazione e non coinvolgono il piano precettivo, cioè dell'integrazione del rapporto a mezzo della concreta specificazione delle modalità di soddisfacimento dell'interesse posto quale fine dell'attività. In altri termini, il debitore è obbligato a eseguire la prestazione e quindi *deve stabilire come agire* cioè quali condotte porre in essere<sup>14</sup>, ma ciò non abilita alcuna inferenza in ordine al

---

cooperazione gestoria), il che tende a corroborare ulteriormente gli assunti formulati *ultra*.

<sup>14</sup> Ciò in effetti è consentaneo alla natura della prestazione, conseguendo al «diverso modo e grado di determinabilità del dare e del fare» (V. PANUCCIO, *op. cit.*, pagg. 90 ss., da cui anche le citazioni che seguono). E infatti, mentre i rapporti obbligatori di dare «prospettano necessariamente elementi reali (o personali) di riferimento ben individuati (i soggetti obbligati alla custodia, al deposito, al trasporto, il locatario, l'affittuario, il comodatario, etc., e gli oggetti da custodire, depositare, trasportare, la cosa locata, affittata, data in comodato, etc., il luogo, il tempo)» nei rapporti di fare (quelli aventi per oggetto «ogni attività umana utile, economicamente rilevante»; dunque, «il fare si identifica col lavoro in senso ampio»), «simili riferimenti sembrano mancare o comunque si attenuano»; e mancano vieppiù nelle obbligazioni di cooperazione giuridica, cioè quelle in cui il risultato della prestazione non consiste in una *res* o in un modo di essere di essa. Assenti tali punti di riferimento, che rendono l'obbligazione di «lavoro» intrinsecamente generica (nel raffronto con l'obbligazione di dare, dove le condotte eventualmente non esplicitate di desumono dalla loro diretta e immediata strumentalità al dare) poiché la «determinazione dell'attività si ha eseguendola», allora il momento deontico dell'obbligazione si esprime in rapporto all'interesse creditorio, inteso come «utile» in senso ideale, che essa intende soddisfare. La valutazione di corrispondenza tra il dover essere e la concreta attività esecutiva del debitore si svolge applicando un criterio che una autorevole dottrina – correttamente non impiegando, per le ragioni qui sviscerate, il termine

fatto che l'ordinamento intenda «riservare» istituzionalmente tale valutazione al soggetto agente, così limitando il sindacato *ex post* del giudice circa l'effettivo soddisfacimento dell'interesse creditorio<sup>15</sup>.

E infatti, l'esistenza di un rapporto obbligatorio il cui contenuto esprime margini di indeterminatezza<sup>16</sup> fa sì che l'obbligazione si trovi a essere integrata da clausole generali, o comunque da norme a contenuto elastico<sup>17</sup>, la cui applicazione è amministrata dal giudice mediante il suo libero apprezzamento (questo sì discrezionale), il quale si esercita *ex post* nel momento dell'eventuale giudizio di responsabilità. Ferma restando – dal punto di vista tecnico-formale – la natura meramente accertativa della cognizione del giudice in ordine al contenuto del regolamento per effetto dell'operare delle fonti legali di integrazione del diritto, resta che il contenuto della clausola generale è tale da rimettere all'organo giudicante un'ampia attività valutativa. Tale attività prende corpo nel (*ri*)costruire – nel momento contenzioso del rapporto, e sulla base delle circostanze della fattispecie concreta – il risultato in astratto dovuto e, di conseguenza, il modello oggettivo di condotta cui il debitore avrebbe dovuto

---

“discrezionalità” – definisce in termini di «*intelligenza nell'adempimento*», quale nozione che declina nel campo delle obbligazioni di fare del generale obbligo di cooperazione proprio dei rapporti obbligatori: «la diligenza nell'adempimento è obbligo sufficiente ad assicurare l'interesse del creditore nelle obbligazioni generiche di dare e nel lavoro subordinato; l'intelligenza nell'adempimento (pur se ancorata al criterio sufficientemente oggettivo della “regola dell'arte”) vale a garantire il creditore nei rapporti di cooperazione e lavoro autonomo»; in fondo, «si tratta di vari aspetti dell'obbligo alla cooperazione (in buona fede, diligente, intelligente) spettante al creditore». Cfr. ancora V. PANUCCIO, *op. cit.*, pag. 117: il principio «dell'esecuzione «a regola d'arte» della prestazione dovuta ... equivale, opportunamente trasportato dal dare generico al puro fare, al principio di esecuzione in buona fede del contratto».

<sup>15</sup> «Il ragionevole interesse del creditore costituisce il limite invalicabile al potere (e talora addirittura impeditivo di qualsiasi attività) che egli ha di determinare mediante le proprie scelte l'attività del debitore nell'obbligazione di fare», così V. PANUCCIO, *op. loc. ult. cit.*

<sup>16</sup> Di tal che «il nucleo del problema risiede quindi, qui, nella giustiziabilità in concreto, la quale è resa incerta dalla difficoltà di qualificazione delle condotte»: R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, pag. 346.

<sup>17</sup> Con riferimento ai rapporti *causa mandati*, l'art. 1710 c.c.

conformarsi, per quindi compararlo con la condotta storicamente tenuta e il relativo esito (risultato in concreto). Dalla comparazione retrospettiva tra risultato in astratto e risultato in concreto consegue l'affermazione o la negazione della responsabilità per inesatto adempimento.

In definitiva, la natura indeterminata della fattispecie normativa non aspira qui a fondare, *ex ante*, una riserva insindacabile di apprezzamento del soggetto obbligato<sup>18</sup>. Tutto all'opposto, mira – per effetto di una «indeterminatezza intenzionale del legislatore»<sup>19</sup> – ad espandere il margine di apprezzamento *ex post* del giudice, riservandogli una integrale e globale valutazione dell'esecuzione del singolo rapporto considerato, per valutarne l'idoneità a soddisfare l'interesse creditorio. Si realizza così

---

<sup>18</sup> Altro profilo è quello inteso a rilevare l'esistenza in capo al gestore di un "potere" dispositivo degli strumenti del portafoglio che, se nei confronti dei terzi non incontra specifici condizionamenti (dal momento che l'intermediario agisce in nome proprio), nei rapporti interni – cioè nel trasferimento degli effetti economici e giuridici dell'affare nella sfera del gerito – è circoscritto al fatto che l'attività compiuta sia valutata *ex post* dal giudice quale esatto adempimento della prestazione in esito a una valutazione integrale della fattispecie estesa al "merito" delle scelte d'investimento operate. In assenza di un potere rappresentativo, difetta la sussistenza di una posizione giuridica attiva che consenta di realizzare *in via diretta* una modificazione della sfera giuridica altrui. Sul punto, cfr. tra i molti A. LENER, voce *Potere (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXXIV, Milano, 1985, pag. 630: «Il mandatario non rappresentante non ha, in linea generale, un potere sulla sfera del gerito: i risultati della sua attività vengono imputati alla sua sfera giuridica, e da questa debbono trasferirsi alla sfera del gerito con la necessaria partecipazione di costui (che in un certo ambito è autorizzato ad appropriarsi da sé di quei risultati, fatte salve le ragioni del mandatario o di terzi: art. 1705 comma 2, 1706 comma 1). Il potere di rappresentanza muta radicalmente la situazione, in quanto l'attività di gestione non produce ora risultati nella sfera del gestore, ma diretta mente in quella del gerito: benché si dica di solito che il potere di rappresentanza rileva essenzialmente verso l'esterno, la sua incidenza primaria è nel rapporto gestore-gerito, dove si traduce in un potere di gestione della sfera altrui nel significato qui considerato. I due poteri vanno tenuti distinti per il motivo che un potere di gestione della sfera altrui può non accompagnarsi al potere di agire in nome altrui; ma il potere di rappresentanza, sia attribuito al mandatario o ad altri (dipendente, creditore, ecc.), comporta sempre, verso l'interno, un potere di gestione, anche quando manchi un corrispondente dovere. Verso l'esterno, invece, il potere esercitato è quello del gerito, al quale viene giuridicamente imputato come proprio l'atto del rappresentante».

<sup>19</sup> Così la brillante formula di S. RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1987, pag. 732.

l'attribuzione al giudice del ruolo di operare un «autonomo apprezzamento ... della situazione di fatto ed alla concretizzazione della norma secondo parametri desunti da modelli di comportamento o valutazioni sociali presenti nell'ambiente nel quale la decisione è destinata a produrre effetti»<sup>20</sup>.

## 2. Prestazione gestoria di portafogli finanziari e «potere privato»

2.1. Fermato quanto precede in ordine alla diversità strutturale tra il rapporto giuridico che si instaura nell'ambito di un "mandato generico" e quello sotteso a una situazione di potere, occorre adesso verificare se nel caso del servizio di *portfolio management* un esito diverso da quello dell'apprezzamento giudiziale integrale del "merito" dell'attività del gestore possa ritrarsi dall'ipotetica qualificazione del rapporto tra intermediario e investitore alla stregua di un *potere privato*<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> S. RODOTÀ, *op. cit.*, pag. 723. Nell'ambito del giudizio sui rapporti seriali tra imprese e clienti (prodotti d'impresa), l'apprezzamento in questione chiama in gioco la definizione un determinato equilibrio tra principi costituzionalmente rilevanti, e cioè tra l'autonomia d'impresa e l'utilità sociale. Questo tipo di apprezzamento rimanda non già a un «normalità statistica», tipica della norma tecnica, bensì a una normalità di valore, tipica della clausola generale (cfr. ancora S. RODOTÀ, *op. cit.*, pag. 726). Si può pertanto dire che sussiste una spiccata "politicità" come contrapposta a "neutralità" della clausola della buona fede; neutralità che è invece predicata dalle tesi che ne limitano la funzione alla garanzia della razionalità complessiva dell'operazione, cioè la inscrivono in una logica di normalizzazione del sistema (S. RODOTÀ, *op. cit.*, pag. 731); cfr. infatti la tesi espressa in ID., *Diligenza (Diritto civile)*, in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964, pag. 539, contro la funzione integrativa della diligenza, in favore dell'identificazione della buona fede quale fonte del fenomeno integrativo. Al di là del profilo dogmatico, il punto risiede nel punto di equilibrio nel bilanciamento tra l'interesse proprio del debitore e di quello del creditore.

<sup>21</sup> Va peraltro formulata una precisazione sul perimetro della nozione di potere, rilevante ai fini dell'analisi che segue. In effetti, anche nel lessico giuridico aduso nella dottrina privatistica la nozione di potere si estende almeno a quella serie di facoltà che si esprimono in diritti potestativi non riconducibili ad attività funzionalizzate, ma a singoli atti intesi a soddisfare un interesse proprio del titolare, quali ad es. opzioni e recessi (cfr. infatti M. BUONCRISTIANO, *Profili della tutela civile contro i poteri privati*, Padova, 1986, pag. 292, il quale ritiene che «vi è posizione di supremazia di un privato su un altro

(o, secondo un'espressione autorevolmente conosciuta, di una «autorità privat[a]»<sup>22</sup>).

A ben vedere, una simile ricostruzione sembra trovare un proprio possibile fondamento in due – diverse, ma convergenti – linee di ragionamento esistenti nella corrente elaborazione della materia dei servizi di investimento. Il riferimento corre (i) alla già richiamata posizione dell'ACF che non fa mistero di volere applicare al sindacato dell'agire del gestore di portafogli i moduli propri della funzione di amministrazione nell'ambito della società per azioni (*business judgment rule*), nonché (ii) a quella linea dottrinale che ha promosso un accostamento ricostruttivo tra il rapporto d'investimento (che lega l'intermediario al cliente

---

privato ..., allorché essa si esprima non soltanto attraverso atti o comportamenti immediatamente incidenti nella sfera giuridica altrui, ma dei quali sia caratteristica imprescindibile la reiterazione, almeno in linea tendenziale»); inoltre, la figura del potere viene evocata con riferimento alla fattispecie della rappresentanza (in senso proprio *i.e.* alla c.d. rappresentanza diretta). Nel senso della non riconducibilità di tali figure alla nozione di potere, cfr. invece S. PUGLIATTI, *op. cit.*, pagg. 23 e 72 s., spec. 76, testo e nota 170.

Pare in ogni caso evidente che l'interesse a condurre una valutazione di analogia tra la gestione «discrezionale» di portafogli finanziari e la figura del potere privato sussiste esclusivamente in relazione ai due ambiti tematici sopra considerati, che similmente al *portfolio management* somministrano casi di attività di cooperazione. Al contrario, un paragone non ha senso di porsi con riferimento alle facoltà/diritti potestativi e al potere rappresentativo, che sono connotati da una struttura tutt'affatto differente. E infatti, nel primo caso (recesso e opzione), si tratta di posizioni che sono intese a soddisfare un interesse proprio del relativo titolare, mentre nel secondo caso (potere rappresentativo) la fattispecie attiene al profilo esterno della capacità di impegnare verso terzi un soggetto diverso da sé, senza considerazione diretta del rapporto interno. Il profilo che invece interessa in questa sede attiene fondamentalmente alla censurabilità in sede giudiziale delle scelte d'investimento dell'intermediario, nel rapporto (interno) tra gestore e gerito quale rapporto connotato a un agire (del prestatore del servizio) funzionalizzato (alla cura dell'interesse dell'investitore): cfr. R. DI RAIMO, *op. cit.*, pagg. 321 ss. Sul tema, v. ora anche M. SEMERARO, *A proposito di Cass., 23 maggio 2017, n. 12937: «ufficio di diritto privato» e procedimento nelle negoziazioni in strumenti finanziari*, in *Liber Amicorum Aldo A. Dolmetta*, a cura di E. Ginevra, R. Lattanzi, U. Malvagna, U. Minneci, G. Muciarone, A. Sciarrone Alibrandi, Pisa, 2023, pag. 401, spec. pagg. 407 ss.

<sup>22</sup> C.M. BIANCA, *op. cit., passim*, al cui novero venivano li ascritti gli uffici tutelari o genitoriali, nonché gli organi amministrativi nei gruppi organizzati.



al dettaglio) e gli «uffici di diritto privato»<sup>23</sup>: con tale locuzione intendendosi quegli istituti del sistema privatistico dove la legge assegna a determinati soggetti talune funzioni, *sub specie* di obblighi di cura di interessi a sé alieni e riferibili ad altri soggetti privati, la cui protezione sia valutata dall'ordinamento come *necessaria nell'interesse collettivo*<sup>24</sup>. E, in via strumentale all'adempimento di tali obblighi, la legge assegna ai titolari dell'ufficio taluni poteri, intesi come capacità o facoltà di incidere unilateralmente sulla sfera giuridica dei soggetti i cui interessi essi sono dalla legge chiamati a tutelare<sup>25</sup>.

2.2.1. Quanto al primo tema, va rilevato che, nella stessa evoluzione teorica interna al diritto societario, l'emersione dell'idea di una insindacabilità *in senso proprio* delle scelte gestorie (e non di un mero adattamento del giudizio di responsabilità all'intrinseca rischiosità dell'attività

---

<sup>23</sup> «Titolare dell'ufficio è colui che nell'interesse altrui, in obbedienza ad un dovere e in forza di un potere proprio, commisurato al dovere medesimo, esplica in proprio nome una data attività»: così S. PUGLIATTI, *op. cit.*, pagg. 23 ss.; R. DI RAIMO, *op. cit.*, pagg. 332 ss., dove una chiara sintesi dell'evoluzione della nozione apportata relazione alla dottrina anteriore a Pugliatti (per le cui indicazioni bibliografiche, cfr. pag. 332, nota 31).

<sup>24</sup> Illustra brillantemente S. PUGLIATTI, *op. cit.*, pag. 74, che «gli interessi che stanno alla base di un determinato ufficio pubblico o privato sono sempre interessi che, per la loro peculiare importanza, esorbitano dalla zona dei meri interessi privati individuali. Ciò risulta assai chiaramente per ogni ufficio di diritto pubblico; ma anche per gli uffici di diritto privato, basterà notare che o gli stessi interessi privati acquistano un carattere particolare per la posizione del titolare di essi, che richiede una maggiore tutela (si pensi al minore incapace e ai suoi interessi privati, in rapporto ai quali vale l'adagio: *interest reipublicae rem pupilli salvam fore*); o, per le particolari relazioni nascenti tra soggetti determinati, nascono interessi collettivi di indiscutibile valore, come l'interesse familiare, di cui diviene custode il genitore esercente la patria potestà. In conclusione anche l'ufficio di diritto privato appartiene agli istituti regolati da norme di ordine pubblico, e quindi esorbita dal campo degli interessi tipicamente privati e individuali».

<sup>25</sup> Resta invece sullo sfondo la circostanza costituita dal fatto che l'ufficio tutelare si associa all'attribuzione al tutore di un potere rappresentativo, giacché «l'ufficio preesiste alla rappresentanza, la quale ultima è esclusivamente uno strumento eventuale per perseguire le finalità stabilite dall'ordinamento» (R. DI RAIMO, *op. cit.*, pag. 334; cfr. anche S. PUGLIATTI, *op. cit.*, pag. 28). Altro è il profilo decisionale in ordine a date modalità di cura dell'interesse altrui, altro sono le modalità di trasmissione al patrimonio del gerito degli effetti dell'attività di cooperazione.

economica in relazione alla quale le decisioni manageriali insistono e alla complessità dell'incarico gestorio) non può che poggiare su una ricostruzione del rapporto soci-assemblea che, distaccandosi nettamente dal mandato, valorizza il momento della funzione sottesa dalla ripartizione *legale* delle attribuzioni che avviene nella disciplina del tipo societario mediante la relativa organizzazione corporativa. Questa prospettiva analitica allontana l'attività di amministrazione dalla prestazione contrattuale e la avvicina all'ufficio, cioè al fascio di poteri di fonte legale strumentali al perseguimento di una funzione: se quest'ultima prospettiva prevale su quella della prestazione, ciò equivale a dire che il *focus* è sull'ufficio del gestore e non sul diritto (alla prestazione) del gerito<sup>26</sup>.

2.2.2. Con riferimento al secondo argomento, va rilevato che la dottrina che più attentamente e con migliori risultati ricostruttivi ha approfondito le tematiche inerenti alla natura dei contratti d'investimento (in generale, e a prescindere dalla circostanza che si versi o meno in una gestione di portafogli)<sup>27</sup> ha coltivato la prospettiva qualificatoria del rapporto tra l'investitore<sup>28</sup> e l'intermediario in termini consimili a quelli propri dell'ufficio tutelare, dove la *funzione* assegnata al soggetto che ne è investito rende lo stesso un «organo della collettività»<sup>29</sup>.

La prospettiva di un accostamento tra l'investitore e l'incapace legale non deve essere concepita come meramente suggestiva e da relegarsi sul piano della provocazione intellettuale. E infatti, se è vero che il cliente conferisce e revoca liberamente l'incarico gestorio all'intermediario, rileva, nella prospettiva qui considerata, il fatto che le operazioni di investimento – acquisto o alienazione di strumenti finanziari – non possono essere compiute *in proprio* (cioè senza l'intermediazione di un'impresa di investimento) dall'investitore. Quest'ultimo, in effetti, non ha diretto

---

<sup>26</sup> Per la qualificazione nel senso di autorità private degli amministratori di enti che impersonificano gruppi organizzati, C.M. BIANCA, *op. cit.*, pag. 55.

<sup>27</sup> D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, pag. 67; R. DI RAIMO, *op. cit.*, pagg. 321 ss.

<sup>28</sup> Rientra *integralmente* nel perimetro di applicazione della disciplina di protezione di cui alla MiFID. Sul tema, cfr. U. MINNECI, *Servizi di investimento*, cit., pagg. 100 ss.

<sup>29</sup> S. PUGLIATTI, *op. cit.*, pag. 73, nota 166.

accesso al mercato dei capitali e deve a questo fine «passare attraverso» l'intermediario che, in ragione di una precisa scelta regolatoria adottata per il perseguimento di una vasta serie di obiettivi di *policy*, funge da guardiano dell'accesso degli investitori al sistema finanziario<sup>30</sup>.

La logica di tale impostazione è di conciliare la tutela dell'investitore con quella del mercato dei capitali nel suo complesso, inteso quale meccanismo di allocazione efficiente delle risorse finanziarie (cfr. infatti, con riferimento alle regole di condotta nella prestazione dei servizi, tra l'obiettivo di «servire al meglio l'interesse dei clienti» e quello di promuovere e mantenere e «l'integrità dei mercati» (art. 21, co. 1, lett. a, t.u.f.)<sup>31</sup>. Ciò da cui si rafforza, per l'appunto, l'idea dell'intermediario che funge anche da “organo della collettività”.

Costituisce infatti un punto fermo dell'elaborazione della letteratura specialistica in materia quello inteso a rilevare come l'opera delle Corti e quella del legislatore europeo – nel passaggio dalla direttiva ISD a MiFID e quindi a MiFID 2 – sia venuta a delineare un ruolo “paternalistico” *ad ampio spettro* proprio dell'intermediario<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> Secondo la teoria dei c.d. gatekeepers, per la cui formulazione cfr. R.H. KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1986, pag. 56.

<sup>31</sup> Si tratta di un interesse «individuale, dei singoli clienti, ma altresì generale e riconducibile all'ordine pubblico economico»: così R. DI RAIMO, *op. cit.*, pag. 340.

<sup>32</sup> Nel senso del (dovere di) guidare le scelte d'investimento del cliente, per costruire intorno a tale ruolo una più sicura responsabilizzazione del medesimo dal punto di vista degli obblighi negoziali. Responsabilizzazione che a propria volta supporta un'aspettativa sociale a che i servizi erogati siano qualitativamente elevati dal punto di vista oggettivo (non essendo più sufficiente che essi siano forniti in maniera “trasparente”). Cfr. A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, pag. 5: «soprattutto nel mercato *retail*, infatti, l'investitore ricerca nell'intermediario un interlocutore del quale potersi fidare per una decisione di investimento che non è in grado di gestire da solo. Una simile dinamica fiduciaria – del tutto normale e assolutamente necessaria in un contesto complesso come quello finanziario – porta tuttavia con sé la vulnerabilità del cliente rispetto all'intermediario destinatario della sua fiducia. Di qui la titolarità di un potere dell'intermediario sul cliente, che giustifica la corrispondente responsabilità del primo a tutela della possibile vulnerabilità del secondo, così da assicurare, in una prospettiva di carattere più generale, “la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario” (art. 5, comma 1°, lett. a), t.u.f.». In questo senso, è significativa l'espansione del perimetro della fattispecie di cui al servizio di consulenza sino ad includervi la

Tale ruolo assume la massima espressione nell'ambito del regime di adeguatezza, dove l'esito negativo del relativo *test* comporta un obbligo di astensione dell'intermediario non rimovibile dalla volontà del cliente. Ciò conferisce al rapporto di investimento un netto coefficiente di diversità rispetto alla disciplina generale del mandato. E infatti, mentre in questo il gestore è tenuto ad eseguire le istruzioni ricevute dal mandante (salva la rara quanto concretamente giustificata – anche nella logica paritaria e anodina propria del diritto civile non d'impresa – eccezione costituita dall'art. 1711, co. 2, c.c.), in quello la prestazione dell'intermediario si arricchisce della funzione di proteggere il mercato, prevenendo l'investitore dall'assumere decisioni di investimento che, pur liberamente e consapevolmente assunte alla stregua dei parametri generali del diritto privato patrimoniale, l'impresa di investimento ritiene – a dispetto del contrario avviso del gerito – non adeguate agli obiettivi e alla situazione dell'investitore, e come tali idonee a promuovere, sul piano generale, fenomeni di inefficienza allocativa. Non è difficile allora prospettare, come in talune fattispecie di uffici a protezione degli incapaci, una situazione di concorso o cooperazione nell'assunzione della decisione di investimento: in senso figurato, una integrazione, da parte dell'intermediario, della (in sé imperfetta) capacità d'agire dell'investitore.

Non può esservi dubbio che tale logica valga anche nella gestione di portafogli, pure a fronte dell'espresso riferimento – portato dall'art. 24, co. 1, lett. a), t.u.f. – al fatto che «il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere». Sul punto, è infatti

---

c.d. consulenza incidentale, intesa come raccomandazione personalizzata fornita, per l'appunto, «incidentalmente» cioè nel contesto della prestazione di un diverso servizio d'investimento. Al riguardo, cfr. ancora ID., *op. loc. ult. cit.*, per il rilievo che la «scelta operata dalle autorità di vigilanza di espandere in via interpretativa la fattispecie di consulenza, così da generalizzare la regola di adeguatezza e, in questo modo, realizzare uno spostamento del paradigma verso un modello paternalista, che, altrimenti, potrebbe essere più dubbio», il quale rileva come la tendenza espansiva della disciplina della consulenza (e segnatamente del regime di adeguatezza che ne consegue) risponda anche alla linea sposata dalle Autorità di settore, e richiama le considerazioni di O. CHEREDNYCHENKO, *Contract Governance in the EU*, cit., pag. 503.

Sui profili di interazione tra la consulenza i servizi d'investimento esecutivi, cfr. ora R. GHETTI, *op. cit.*, pag. 179.

senz'altro da condividere la conclusione cui perviene la Corte di Cassazione quando afferma che «per rimanere tali e così rimanere soggette al regime normativo loro proprio, le “istruzioni vincolanti”, di cui alla norma dell'art. 24 TUF, debbono in specie rimanere all'interno delle caratteristiche della gestione che, nel concreto, sono state individuate nell'apposito contratto»<sup>33</sup>: non certo poiché al cliente sia precluso il diritto di negoziare una variazione della linea d'investimento, ma perché tale variazione in tanto è legittima, in quanto la nuova linea prescelta sia coerente con gli obiettivi e la situazione del cliente. Del resto, è evidente che la linea di investimento convenuta dalle parti viene a specificare (sul piano della definizione del programma gestorio) e operationalizzare (sul piano della sua esecuzione) il regime di adeguatezza nell'ambito del servizio della gestione di portafogli. In definitiva, anche a fronte dell'adozione di istruzioni da parte dell'investitore, «residuerà pur sempre in capo all'intermediario il potere-dovere di disattendere tutte quelle indicazioni che si rivelino sovversive della linea di investimento adottata»<sup>34</sup>.

2.3. Tanto detto, in questa sede interessa considerare tale prospettiva ricostruttiva (del potere privato *i.e.* della funzione) limitatamente all'impatto che essa dispiega sul modello di sindacato giudiziale in ordine all'attività dell'intermediario, per stabilire se essa lo conduca verso quello tipico del potere discrezionale, cioè dell'insindacabilità nei limiti dell'eccesso di potere<sup>35</sup>. Tale verifica richiede di essere distintamente condotta con riferimento ai due ambiti sopra considerati: quello degli uffici di diritto privato (*infra*, n. 3) e quello della *business judgment rule* nell'amministrazione di società (*infra*, n. 4).

---

<sup>33</sup> Cass., 3 maggio 2017, n. 10713. In dottrina, G. MINERVINI, *Gestioni di portafogli di investimento con preventivo assenso*, in *Giur. comm.*, 2001, II, pag. 68.

<sup>34</sup> U. MINNECI, *op. cit.*, pag. 1375.

<sup>35</sup> Considera tale prospettiva R. DI RAIMO, *op. cit.*, pag. 346.

### 3. (Segue) gli uffici di diritto privato

Muovendo dal primo gruppo di istituti, la soluzione dell'interrogativo si ricollega all'osservazione secondo cui la circostanza che si tratti di uffici, nel senso in precedenza illustrato, non implica in automatico che si possa correttamente applicare a essi lo stesso modello di sindacato (insindacabilità del merito gestorio, salvo l'eccesso di potere) che si dà nell'ambito delle figure di potere pubblico: che i rapporti e le situazioni giuridiche che derivano dagli uffici di diritto privato non presentano le caratteristiche che giustificano quel modello di sindacato. Ciò, in quanto non si può assegnare alla decisione sulle modalità di esercizio dei poteri di cui all'ufficio privato quell'effetto di *costituzione* della *lex specialis* del rapporto, che invece si dà in quelle figure di potere che, esprimendo una dimensione di autoritatività, cioè di vera e propria sovraordinazione<sup>36</sup> dell'organo dell'ufficio al privato, si prestano a essere sottoposte a una *review* improntata all'insindacabilità del merito delle scelte operate nell'espletamento della funzione (nel limite dell'eccesso di potere).

E infatti, tale sovraordinazione, che – come detto – si può dare esclusivamente negli uffici *pubblici*, dipende dalle modalità secondo cui qui si atteggia il contenuto della funzione in punto di identità e consistenza degli interessi da curare. In particolare, la legge assegna all'organo dell'ufficio la funzione del perseguimento degli interessi la cui protezione risponde a un interesse collettivo (c.d. interesse primario o interesse essenziale) tenendo nel contempo in conto gli interessi dei privati coinvolti nell'esercizio del potere (interessi secondari<sup>37</sup>), secondo un'attività di bilanciamento del perseguimento dei primi con il non eccessivo e ingiusto sacrificio dei secondi.

Il connotato essenziale del potere discrezionale che giustifica un modello di sindacato "ristretto" si colloca dunque sul piano del «disegno

---

<sup>36</sup> S. PUGLIATTI, *op. cit.*, pag. 45.

<sup>37</sup> Secondo la nota distinzione operata da M.S. GIANNINI, *Istituzioni di diritto amministrativo*, Torino, 1946, pag. 45. Cfr. anche G.F. SCOCA, *La discrezionalità nel pensiero di Giannini e nella dottrina successiva*, cit., pag. 1048.

degli interessi»<sup>38</sup>: e cioè della rimessione all'organo titolare della funzione della decisione amministrativa che compone – cioè opera un bilanciamento e fissa un equilibrio tra – una *pluralità di interessi riferibili a diversi centri di imputazione* (c.d. effetto determinativo). A fronte di ciò, il privato è protetto dall'esercizio del potere in via “occasionale” nella forma dell'interesse legittimo, *sub specie* della censurabilità del non corretto svolgimento del procedimento di apprezzamento e bilanciamento degli stessi nell'ambito del perseguimento dell'interesse pubblico cui è funzionalizzato il potere.

Una situazione siffatta non si presenta tuttavia negli uffici di diritto privato, dove non sussiste alcuna *pluralità di interessi* da contemperare, giacché l'espletamento dell'ufficio è normativamente funzionalizzato al perseguimento di un solo interesse, poiché unitario e unico è l'interesse al cui perseguimento è chiamato il titolare.

Nell'ambito degli istituti tutelari degli incapaci<sup>39</sup> (in specie, minori e interdetti), ciò è reso manifesto dell'art. 382, co. 1, c.c.<sup>40</sup>, ai sensi del quale «il tutore deve amministrare il patrimonio del minore con la diligenza del buon padre di famiglia», col che «egli risponde verso il minore di ogni danno a lui cagionato violando i propri doveri»<sup>41</sup>. In effetti, il richiamo alla diligenza – e l'espressa giustiziabilità della gestione negligente per il tramite del rimedio risarcitorio – già suggerisce la riconducibilità del rapporto tra tutore (o genitore, limitatamente all'attività di amministrazione di beni *ex art.* 320, co. 1, c.c.) e minore o interdetto nell'ambito del rapporto obbligatorio avente contenuto gestorio<sup>42</sup>.

<sup>38</sup> G.F. SCOCA, *La teoria del provvedimento dalla sua formulazione alla legge sul procedimento*, in *Dir. amm.*, 1995, I, pag. 34; ID., *Contributo sul tema della fattispecie precettiva*, cit., pagg. 247 ss.

<sup>39</sup> Dove sussiste anche l'immanente restrizione alla sfera d'azione del tutore che consegue all'esistenza di un controllo preventivo del giudice in ordine al compimento degli atti di straordinaria amministrazione (che prende corpo in provvedimenti autorizzatori: artt. 320, co. 3, 374 e 375, 424 c.c.).

<sup>40</sup> Applicabile agli interdetti in ragione dell'art. 424 c.c.

<sup>41</sup> Non vi sono ragioni perché la norma non si applichi anche ai genitori (cfr. S. PATTI, *Famiglia e responsabilità civile*, Milano, 1984, *passim*).

<sup>42</sup> Cfr. F. BOSETTI, *Interesse legittimo di diritto privato e profili patrimoniali nel rapporto tra genitori e figli*, in *Il diritto privato nel prisma dell'interesse legittimo*, a cura di U. Breccia, L. Brusuglia e F.D. Busnelli, Torino, 2001, pag. 115.

Con riferimento alla figura dell'esecutore testamentario – che pure si annovera tra gli uffici di diritto privato; ed anzi, ne costituisce forse la figura che più comunemente vi è associata<sup>43</sup> – sussistono trascurabili differenze lessicali rispetto al tutore in punto di disciplina della rispettiva responsabilità<sup>44</sup>, la quale si costruisce intorno al richiamo al «buon padre di famiglia», da intendersi quale versione ellittica della diligenza *ex art.* 1176, co. 1, c.c. Né conduce verso diverse conclusioni la circostanza della normale pluralità di “interessati” all'attività esecutiva cui l'esecutore è chiamato (eredi e legatari), giacché il perimetro e il contenuto dei suoi compiti si inscrivono all'interno dei limiti del negozio testamentario quale espressivo di una volontà testamentaria versata in una regola negoziale necessariamente dotata della caratteristica della determinatezza<sup>45</sup>. Può in

---

<sup>43</sup> V. M. TRIMARCHI, *Esecutore testamentario (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XV, Milano, 1966, pagg. 406 ss.

<sup>44</sup> Ai sensi dell'art. 703, co. 4, c.c. «l'esecutore deve amministrare come un buon padre di famiglia», ed *ex art.* 709, co. 2, c.c. «egli è tenuto, in caso di colpa, al risarcimento dei danni verso gli eredi e verso i legatari».

<sup>45</sup> Al fondo, l'attività dell'esecutore si compone di due elementi: uno essenziale, *i.e.* la cura dell'esatta esecuzione delle disposizioni *mortis causa* del defunto (art. 703, co. 1, c.c.), e uno normale (che la volontà testamentaria può escludere), il quale ha natura strumentale rispetto al primo, *i.e.* l'amministrazione della massa ereditaria a seguito della presa di possesso dei beni che ne fanno parte (art. 703, co. 2, c.c.). Ora, né nella prima né nella seconda tipologia di incombenze può ravvisarsi un potere discrezionale dell'esecutore, giacché mai egli è abilitato a procedere a bilanciamenti di interessi di sorta. Quanto alla prima, una discrezionalità in senso tecnico non esiste nemmeno là dove la disposizione testamentaria da eseguirsi sia ambigua (per quanto nei limiti della sufficiente determinatezza e quindi della validità), e richieda pertanto una più “energica” attività interpretativa. Al riguardo, non può infatti dubitarsi – e non consta che simile dubbio sia stato avanzato – che l'attività interpretativa dell'esecutore, eventualmente necessaria ai fini della concreta esecuzione di talune disposizioni, sia in alcun modo “istituzionalmente riservata” al medesimo: in effetti, ciò equivarrebbe ad attribuire all'esecutore un potere integrativo (di completamento) della regola negoziale fissata dal testatore, che non può dirsi immanente all'ufficio dell'esecutore. Un'integrazione della regola negoziale *mortis causa* potrebbe eventualmente derivare da una concettualmente diversa disposizione testamentaria, che rimetta all'esecutore (quale mero «terzo», o se del caso onerato) la scelta del beneficiario di una disposizione a titolo particolare nei limiti dell'art. 631 c.c.; la facoltà attribuita al terzo non è però connotata dalla sua funzionalizzazione a un interesse altrui, attribuendo piuttosto al terzo un diritto il cui esercizio potrebbe semmai essere censurato *ab extrinseco* nell'ottica dell'abuso (non diverse da quanto accade a fronte di



definitiva aderirsi alla qualificazione della figura in termini di mandato *post mortem*, che una illustre dottrina ha prospettato<sup>46</sup>.

Ma anche a prescindere dal tema, ora evocato, della configurabilità o meno di un interesse collettivo omogeneo in capo ai soggetti interessati dall'attività dell'esecutore, è evidente che la fattispecie della gestione di portafogli non presenta simili interrogativi, nella misura in cui essa è normativamente condotta su base *personalizzata*, *i.e.* nell'esclusivo interesse di ciascun singolo investitore cui è erogato. Di tal che il paragone è meglio impostato riferendolo alle ipotesi degli uffici (tutelari) a favore di un singolo soggetto.

In definitiva, deve escludersi che la qualificazione del rapporto tra investitore e cliente in termini di ufficio di diritto privato possa realizzare un allineamento delle modalità di sindacato dell'attività esecutiva modellato su quello del potere discrezionale. Non si può infatti affermare l'esistenza di una discrezionalità in senso proprio del *portfolio manager*, trattandosi piuttosto di un tipo di rapporto giuridico che, rispetto al profilo ora considerato, non differisce dalla prestazione gestoria nell'ambito del mandato generico, dove l'attività determinativa del debitore in sede di esecuzione ha natura prettamente "materiale" e non "normativa", nel senso esposto in precedenza.

#### 4. (Segue) amministrazione di società e business judgment rule

Gli assunti in precedenza formulati consentono di impostare la verifica del restante profilo in precedenza evocato: ossia quello della tenuta, sul piano ricostruttivo (e quindi applicativo), dell'operazione – praticata dall'ACF (cfr. *supra*, n. 1, nonché cap. 1, n. 6) – di esportazione alla responsabilità dell'intermediario delle logiche della *business judgment rule* propria della materia della responsabilità degli amministratori. Con tale locuzione – è il caso di ribadire – si evoca l'esistenza di una effettiva insindacabilità del merito delle scelte gestorie adottate dagli ammini-

---

un diritto di recesso o d'opzione). Sul tema cfr. per tutti V. PUTORTI, *Morte del disponente e autonomia negoziale*, Milano, 2001, *passim*.

<sup>46</sup> G. GIAMPICCOLO, *Il contenuto atipico del testamento*, Milano, 1954, pag. 130.

stratori, e non già la mera esigenza di adeguamento del giudizio di responsabilità all'intrinseca rischiosità che connota l'esercizio dell'attività d'impresa.

In questa prospettiva, occorre anzitutto riprendere l'assunto, in precedenza formulato (2.1), secondo cui per poter fondare una vera e propria insindacabilità gestoria occorre perseguire una lettura dell'attività di amministrazione di società ove, dal punto di vista ricostruttivo, il momento della ripartizione legale delle attribuzioni interne all'organizzazione corporativa, e del perseguimento di un interesse che non è riducibile alla mera "somma" di quelli dei soci, prevalgono sulla dimensione contrattuale della prestazione resa dai gestori-amministratori in favore dei geriti-soci<sup>47</sup>.

Con riferimento al tipo società per azioni, dove la disciplina di legge aspira a un maggiore grado di "separazione" tra la proprietà (geriti) e il controllo (gestori), a venire in rilievo è in particolare l'art. 2380-*bis* c.c.<sup>48</sup>, dove si discorre di una funzione gestoria assegnata *in via esclusiva* all'organo amministrativo. Tale norma, letta congiuntamente alle disposizioni di cui agli artt. 2364 e 2364-*bis* c.c., che assegnano all'assemblea una serie di competenze tipiche che non consentono la devoluzione statutaria all'assemblea di competenze gestorie ad ampio spettro, fornisce un

---

<sup>47</sup> Si tratta in effetti di una prospettiva che la lettura giuscommercialistica ha cominciato a coltivare a far data dagli anni settanta del secolo scorso (cfr. per tutti R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, pagg. 78 ss.), e che può dirsi divenuta maggioritaria a seguito della riforma del diritto societario avvenuta nel 2003, in specie a motivo della modifica dell'art. 2364 c.c., da cui è scomparsa la possibilità che lo statuto riservi all'assemblea la competenza a deliberare «su altri oggetti attinenti alla gestione della società o sottoposti al suo esame dagli amministratori» (così, l'abrogato art. 2364, co. 1, al n. 4, c.c.), adesso prevedendosi esclusivamente l'ipotesi di «autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti» (in questi termini invece l'attuale art. 2364, co. 1, n. 5, c.c.).

Registrano al riguardo una evoluzione della disciplina della funzione di amministrazione in senso «tecnocratico»: cfr. P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, pagg. 269 ss.

<sup>48</sup> «La gestione dell'impresa si svolge nel rispetto della disposizione di cui all'articolo 2086, secondo comma, e spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale».

addentellato testuale in favore di una di lettura del fenomeno societario dove l'organo amministrativo non si presenta come mero mandatario "collettivo" dei soci *ex art. 1726 c.c.*, bensì è assegnatario di un ambito decisionale di esso proprio e ad esso riservato. Ferma restando la nomina assembleare e la libera revocabilità, da parte dell'assemblea, dell'amministratore dall'ufficio, esso ritrae il *contenuto* e le *modalità* di doveroso espletamento delle proprie funzioni non già dalla volontà dei soci, bensì in via *originaria e immediata* dalla legge<sup>49</sup>, che fissa in termini *inderogabili* (*i.e.* non comprimibili dall'autonomia statutaria) la sfera di azione rimessa agli amministratori<sup>50</sup>.

Tanto rilevato, sorge l'interrogativo in ordine alle modalità di raccordo tra la spettanza esclusiva della funzione gestoria in capo agli amministratori e la relativa responsabilità (*art. 2392 c.c.*), la cui disciplina positiva rimane legata a un approccio di matrice obbligatoria, nella misura in cui si costruisce intorno alla nozione di *adempimento diligente* dei doveri di carica («gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze»). In effetti, come è già dimostrato dai precedenti rilievi relativi agli uffici di diritto privato,

---

<sup>49</sup> Concezione prospettata, con riferimento alle persone giuridiche (e quindi oltre il perimetro della società azionaria) da F. GALGANO, *sub Artt. 11-35. Delle persone giuridiche*, in *Commentario al cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1969, pagg. 211 ss. Sul piano della teoria generale del diritto, la formulazione della teoria organicistica è comunemente attribuita a O. VON GIERKE, *Sulla storia del principio di maggioranza*, in *Riv. soc.*, 1961, pagg. 1118 s.

<sup>50</sup> Dal punto di vista del fondamento normativo di tale situazione di potere, oltre all'*art. 2380-bis c.c.* va richiamata – come opportunamente osservato ancora da C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 2012, pag. 396, testo e nota 110 – anche la norma dell'*art. 2383, comma 3, c.c.* che riconosce il diritto al risarcimento dei danni nel caso di revoca senza giusta causa, non potendosi ritenere giusta causa – secondo una opinione sostanzialmente incontrovertita in dottrina e giurisprudenza – la mera esistenza di divergenze in ordine alla politica imprenditoriale. Col che, risulterebbe confermata l'esistenza, nella società per azioni, di una riserva amministrativa di definizione dell'indirizzo gestorio, comprimibile dall'assemblea solo mediante una previsione statutaria, alla stregua di un'autorizzazione *ex art. 2364, n. 5, c.c.* sugli atti di definizione della politica imprenditoriale (e nei limiti che tale strumento incontra alla luce dell'esigenza di efficiente amministrazione della società).

la fonte legale e la natura inderogabile delle competenze gestorie non postulano né impongono una riduzione dello spettro di sindacato del giudice in ordine alle modalità di espletamento dell'ufficio. Al contrario, la responsabilità si presta a essere concepita in termini di naturale contrappeso e riequilibrio dell'attribuzione della funzione, che concorre a legittimarla: com'è stato osservato, il collegamento di reciproca funzionalità tra poteri e doveri degli amministratori «esige un controllo da parte dei soci sull'uso che ne [n.d.a.: dei poteri] vien fatto, che si concreta, come si è visto, non già in una sovrapposizione di competenze in ordine alla gestione, ma in un esame retrospettivo»<sup>51</sup>.

Ed è proprio nella risposta all'interrogativo in ordine al fondamento, al contenuto e ai limiti di una ipotetica insindacabilità delle decisioni manageriali che si rinviene, *a contrario*, la soluzione al problema, che qui interessa, della legittimità della tesi che vuole applicare una *business judgment rule* al servizio di *portfolio management*. Nel senso che quelle ragioni che potrebbero giustificare l'idea di una insindacabilità delle scelte gestorie degli amministratori di società non si rinvergono nell'ambito della gestione di portafogli.

Per illustrare l'asserzione, è opportuno richiamare l'impostazione della materia della responsabilità degli amministratori di società tracciata, in tempi recenti, da un'opinione autorevole<sup>52</sup>. Questa si organizza intorno alla notazione ricostruttiva che identifica nell'assemblea «il luogo dove si svolge la dialettica fra le diverse possibili funzioni dell'investimento azionario» – ché «gli azionisti legittimamente perseguono le specifiche finalità del proprio investimento» –, e nell'organo amministrativo il luogo dove viene in considerazione «l'impresa nella sua dimensione globale», ivi emergendo un «profilo di doverosità» connotato dall'essere l'azione amministrativa «svolta nell'interesse altrui»<sup>53</sup> al fine di dare attuazione all'oggetto sociale e cioè di «assicurare le condizioni per la salvaguardia ed efficienza dell'attività imprenditoriale» *sub specie* «dell'equilibrio fra i diversi fattori di produzione che contribuiscono all'impresa», anche alla luce della «situazione generale del mercato»<sup>54</sup>.

---

<sup>51</sup> R. WEIGMANN, *op. cit.*, pag. 101.

<sup>52</sup> C. ANGELICI, *op. cit.*, spec. pagg. 387 ss.

<sup>53</sup> Ivi, pag. 388.

<sup>54</sup> Ivi, pag. 391.

Fissato questo dato ricostruttivo, viene allora in rilievo la considerazione – centrale ai fini del tema qui in esame – volta a evidenziare come, nell'ambito della società azionaria, l'assunzione di una decisione imprenditoriale «può implicare una scelta e selezione fra gli interessi che nell'impresa rilevano e contribuiscono alla sua funzione produttiva, si potrebbe dire alla sua efficienza»<sup>55</sup>. In questo contesto, fermo restando il necessario perseguimento dell'interesse al mantenimento dell'impresa nel mercato in termini di equilibrio economico (e quindi di continuità prospettica), può darsi una divergenza in ordine ai diversi interessi «di investimento» degli azionisti: per semplificare, misura della propensione al rischio, ampiezza dell'orizzonte temporale di valutazione dell'investimento e del suo rendimento, rilevanza di eventuali interessi ulteriori a quello del profitto<sup>56</sup>.

Senonché, è pure evidente che la definizione di un unico punto di equilibrio, in cui vengono congiuntamente massimizzati tutti gli interessi rilevanti, nella realtà non si dà, per più e diverse ragioni. Sicché il criterio di efficienza, quale vettore della gestione, indica l'esistenza non già di uno solo bensì di «diversi equilibri fra gli interessi coinvolti: i quali tutti potrebbero considerarsi coerenti con quell'efficienza, anche se diversamente soddisfano le diverse esigenze settoriali»<sup>57</sup>.

Se si accede a tale interpretazione, l'esistenza di un'area di insindacabilità delle decisioni gestorie può pertanto ragionevolmente ipotizzarsi solo in relazione ai profili “apicali” che attengono alla fissazione della politica dell'impresa e alle conseguenti decisioni generali di ordine strategico, ma non rispetto agli atti di attuazione ed esecuzione della politica e della strategia dell'impresa. E infatti, mentre nei primi l'organo amministrativo è chiamato a *fissare* – all'interno del perimetro tracciato dall'oggetto sociale – *un punto di equilibrio* tra diverse possibili destinazioni di impiego del capitale dei soci corrispondenti ad altrettanti

---

<sup>55</sup> Ivi, pag. 392.

<sup>56</sup> A loro volta da misurarsi – in termini di limite esterno, siccome strumentale alla tutela del patrimonio sociale e del suo vincolo di destinazione – con le esigenze di conservazione dell'impresa e, più precisamente, della fissazione di un equilibrio idoneo a garantirne la permanenza sul mercato in condizioni di economicità (efficienza imprenditoriale).

<sup>57</sup> Ivi, pag. 409.

potenzialmente divergenti interessi dei medesimi, nei secondi l'apprezzamento rimesso agli amministratori – che va progressivamente ad esaurirsi man mano che aumenta il grado di dettaglio della singola decisione – attiene alla scelta dei mezzi idonei al perseguimento di un fine ormai sufficientemente delineato sul piano oggettivo.

In altri termini, nella misura in cui alla funzione amministrativa è inerente la necessità di assumere decisioni imprenditoriali strategiche che operano un bilanciamento tra diversi interessi, sembra sottrarsi a possibili censure il fatto *in sé* che gli amministratori abbiano dato prevalenza a un interesse rilevante piuttosto che a un altro, con il limite dell'incoerenza di una data decisione imprenditoriale con alcuno degli «interessi che ragionevolmente possono riferirsi all'investimento azionario»<sup>58</sup>.

Ne consegue la possibilità di affermare l'esistenza di uno spazio di insindacabilità in capo agli amministratori limitatamente all'ambito in cui una reale discrezionalità (amministrativa) è chiamata ad esprimersi. Rispetto ai profili altri dalla decisione per così dire «politica» di definizione del concreto bilanciamento dei diversi interessi rilevanti nell'ambito dell'impresa azionaria, risulta confermato integralmente il paradigma dell'adempimento diligente alle obbligazioni di mezzi<sup>59</sup>.

---

<sup>58</sup> Ivi, pag. 419. È importante segnalare che quest'ultima ipotesi *non contraddice, ma anzi corrobora*, l'idea di una responsabilità degli amministratori di società modellata, in relazione alla categoria di decisioni strategiche di definizione della politica dell'impresa, sul sindacato amministrativo in ordine all'esercizio di poteri discrezionali attraverso il vizio di eccesso di potere, e concentrata sulle modalità estrinseche di assunzione della decisione: in particolare, quelle inerenti *i)* alla ragionevolezza e completezza dell'attività istruttoria e *ii)* all'assenza di interessi, direttamente o indirettamente riferibili agli amministratori, tali da incidere sulla capacità di effettivo perseguimento da parte di questi dell'interesse sociale. L'attribuzione al capitale di un impiego non ragionevolmente riferibile ad alcun interesse che può assegnarsi all'investimento azionario integra, nella logica del sindacato sull'esercizio del potere discrezionale, un eccesso di potere espresso sintomaticamente dall'irragionevolezza della decisione assunta.

<sup>59</sup> Di tal che il riferimento alla «discrezionalità» o alla «insindacabilità nel merito delle scelte gestorie» può accettarsi solamente in senso evocativo o comunque figurato perché, nei fatti, un «sindacato nel merito» opererà nelle forme ordinarie del giudizio di responsabilità (così come si scende nel “merito”, per dire, dell'esecuzione della prestazione medica). Senso evocativo o figurato che indica, segnatamente, la necessità che il giudizio di responsabilità, per dirsi correttamente impostato e non risultare in una posizione di garanzia dell'amministratore dell'eventuale cattiva *performance* della società,

Alla luce di quanto precede si impone dunque, e in termini agevoli, la risposta negativa all'interrogativo circa la presenza, nella gestione di portafogli, di uno "spazio" discrezionale rimesso all'intermediario, comparabile a quello della definizione della politica e della strategia imprenditoriale, che spetta agli amministratori della società azionaria. In questo senso, è facile evidenziare che nel caso in questione, dove l'intermediario riceve l'incarico da un cliente di cui solo deve curare gli interessi (ciò in cui per l'appunto consiste la natura *personalizzata* della gestione, che è indicata dalla definizione legale del servizio), non sussiste una pluralità di diversi e potenzialmente contrastanti interessi, tra i quali fissare un punto di equilibrio. Se l'attività è per intero rivolta alla soddisfazione di un unico interesse obiettivamente considerato, residua infatti solo un margine di apprezzamento di natura strettamente tecnica<sup>60</sup>, che consiste

---

dovrà tenere conto del fatto che l'attività gestoria può assai di sovente comportare la necessità di misurarsi con un ambiente in cui gli atti gestori: *da un lato*, avvengono in un contesto di incompletezza informativa, che non è mai compiutamente superabile per ragioni economiche (oltre un certo livello l'istruttoria relativa a una data operazione diventa economicamente inefficiente) o anche giuridiche (ad esempio, la tutela dei segreti industriali dei concorrenti); *dall'altro*, sono comunque incerti nei loro effetti economici ultimi: non solo per l'impossibilità di prevedere con certezza le dinamiche sul lato della domanda di mercato, ma anche perché – almeno nei settori economici più sofisticati – l'imprenditore opera in un contesto concorrenziale caratterizzato dall'adozione di comportamenti strategici da parte di tutte le imprese concorrenti, col che sussiste anche una rilevante incertezza sul lato dell'offerta (in relazione ai *competitors*).

Tutto ciò ovviamente fa sì che il vaglio giurisdizionale potrebbe, non sempre ma almeno in un certo numero di casi, indicare come compatibili con il parametro della diligenza più contegni in sé alternativi, ma tutti realizzanti esatto adempimento dell'obbligazione. In un simile contesto, occorre allora formalizzare un processo logico di analisi che declini il criterio della diligenza in termini acconci alle peculiari caratteristiche del rapporto di amministratori, anche con l'obiettivo a scongiurare la c.d. *hindsight bias* (ovvero quella tendenza cognitiva inconscia, rilevante sul piano psicologico-comportamentale, a considerare in ogni caso illegittimo, sotto il profilo della diligenza, il comportamento che poi, nel concreto, sia risultato foriero di un esito negativo per la società). Tale è in ultima istanza la consistenza della *business judgment rule*.

<sup>60</sup> U. MINNECI, *op. cit.* pag. 1374.

nella scelta dei mezzi da prestare per il perseguimento di un interesse la cui determinazione preesiste al momento esecutivo<sup>61</sup>.

### 5. Parziale atipicità del contratto di gestione di portafogli e autonomia d'impresa dell'intermediario

Tanto detto sul piano strutturale, la disamina del significato normativo della “discrezionalità” del *portfolio manager* richiede di essere completata analizzando le ragioni di politica del diritto, che sono sottese al riconoscimento di tale discrezionalità gestoria<sup>62</sup>.

Al riguardo, va osservato che la parziale genericità del mandato del gestore di portafogli (*i.e.* la sua discrezionalità) non ha niente di ontologico. Essa non deve cioè concepirsi come «effetto collaterale» di una materiale impossibilità di ricorrere a tecniche normative dotate di margini di più agevole prevedibilità applicativa.

In effetti, tecniche più rigorosamente tipizzanti sarebbero in astratto ipotizzabili: basta pensare, al riguardo, a una previsione che obblighi i prestatori di servizi di gestione a rifarsi a “portafogli modello” normativamente previsti, unitamente all’obbligo di offrire solo gestioni passive,

---

<sup>61</sup> Questo ragionamento trova poi un proprio *a fortiori* all’interno della disciplina di legge in materia di gestione di portafogli su base individuale che, integrando la già stringente disciplina “generale” dei servizi di investimento, fornisce una parziale tipizzazione del contenuto del contratto di gestione nell’ottica della promozione della trasparenza nei confronti del mercato, cioè della fissazione *ex ante* di un elevato livello di dettaglio dei contenuti del servizio. Il richiamo corre all’art. 47, par. 3, Reg. Del. 565/2017, che definisce analiticamente le informazioni che gli intermediari devono fornire «quando si propongono per servizi di gestione del portafoglio ad un cliente o potenziale cliente, le imprese di investimento forniscono al cliente» (in termini sostanzialmente pedissequi, cfr. l’art. 38 Reg. Int.).

<sup>62</sup> È evidente che, nonostante gli obblighi di forma-contenuto del contratto di gestione di portafogli previsti dalla disciplina di settore (cfr. la nota che precede), sussiste una significativa misura residua di indeterminatezza in ordine alle modalità di esecuzione dell’incarico. In effetti, imporre l’indicazione de «gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità» (art. 38, co. 1, lett. b, Reg. Int.) non viene certo a rendere l’esecuzione del mandato un’operazione meccanica, e priva di margini di apprezzamento esecutivo in capo al gestore.



accompagnato dalla fissazione di stringenti limiti alla deviazione del singolo gestore da tali portafogli modello<sup>63</sup>.

Se ciò è corretto, ne consegue che l'aver fatto ricorso a una tecnica di regolamentazione del servizio che lascia uno spazio di "atipicità", attribuendo all'autonomia dell'intermediario<sup>64</sup>, sia pure entro taluni limiti esterni da indicarsi contrattualmente (obiettivi della gestione, vincoli di composizione del portafoglio, strumenti acquistabili), un ruolo centrale ai fini dell'effettiva e concreta conformazione del servizio, implica una ben precisa scelta di politica del diritto. Una scelta chiaramente orientata alla promozione della concorrenza tra le imprese d'investimento in ordine allo sviluppo di tecniche e strategie "rivali" di gestione dei portafogli.

E però, tanto più tali strategie e tecniche di investimento si fanno articolate e complesse, tanto meno è possibile, e comunque opportuno<sup>65</sup>, rappresentare compiutamente tali tecniche in un testo contrattuale. Com'è facile intendere, il riferimento va in particolare alle gestioni c.d. "attive", dove il gestore ambisce – mediante lo sviluppo di metodologie più o meno sofisticate – al conseguimento di risultati superiori a quelli del "mercato" di riferimento. Ne consegue, in definitiva, un certo grado di fisiologica "opacità" del servizio.

Proprio questa circostanza consente allora di attingere il senso politico del riferimento alla "discrezionalità" della gestione: il quale va inteso nel senso di ammettere che il gestore offra un servizio le cui modalità di erogazione sono comunicate al cliente con un grado di dettaglio che, alla luce del generale principio di trasparenza informativa, dovrebbe *altrimenti reputarsi insufficiente*. In altri termini, la nozione di

---

<sup>63</sup> Così nella più risalente disciplina statunitense, su cui cfr. M. MIOLA, *op. cit.*, pag. 295.

<sup>64</sup> Autonomia d'impresa che, dunque, prende qui la forma della predisposizione non solo e non tanto di un testo contrattuale, bensì anche – con riferimento a quei profili che non sono esauriti da una disciplina pattizia versata nel testo contrattuale – di date modalità "materiali" di organizzazione ed erogazione del servizio in via professionale. Sul tema, cfr. A.A. DOLMETTA, *Prassi d'impresa e sopravvenienze (legislative o giurisprudenziali)*, in *An. giur. econ.*, 2018, pagg. 513 ss.

<sup>65</sup> Quanto meno per la protezione della segretezza del *know-how* sviluppato dall'impresa d'investimento.

“discrezionalità”, contenuta nella definizione della gestione di portafogli, intende solamente “autorizzare” l’offerta di un servizio le cui modalità di esecuzione sfuggono in parte a quel livello di tipizzazione che, nell’ambito della materia considerata, si esige per ragioni di protezione della clientela.

E però, l’esistenza di una simile dinamica – che risulta, in ultima istanza, in una ridotta operatività del presidio della trasparenza nei confronti degli investitori – non può non richiedere una speculare forma di riequilibrio sul piano degli strumenti di tutela. Ed è naturale che il “riequilibrio” prenda la forma del vaglio giudiziale condotto *ex post* circa le modalità di esercizio della “discrezionalità” gestoria che – in coerenza con la legge – il contratto di gestione di portafogli rimette all’intermediario.

Il dato di ordine strutturale, che vede l’obbligazione del gestore di portafogli come una *species* del mandato generico, dove il contenuto della prestazione viene integrato dal parametro della diligenza (la cui applicazione è somministrata *ex post* dal giudice), si lega così a quello funzionale, cioè della coerenza della tecnica di tutela rispetto agli interessi protetti. Nel senso che, se nel servizio di *portfolio management* quell’esigenza di protezione dell’investitore<sup>66</sup> che è generalmente tutelata

---

<sup>66</sup> Che realizza la verifica della coerenza dell’esercizio dell’attività dell’intermediario con i valori normativi che innervano lo svolgimento delle attività economiche. Sul piano dei principi costituzionali, va osservato che se in un contesto di economia di mercato è riconosciuto all’imprenditore il controllo dei propri fattori di produzione, e cioè gli è riservata la prerogativa di dare forma all’attività di produzione e offerta dei propri servizi (art. 41, co. 1, primo periodo, Cost.; per il mercato dei servizi relativi al risparmio, art. 47 Cost.), sussiste l’interesse dell’ordinamento a che tale autonomia realizzi effettivamente una «concorrenza sui meriti»: che essa sia cioè veicolo di progressivo aumento dell’oggettiva qualità dei beni e servizi offerti sul mercato, e non degeneri invece in una corsa al ribasso o nello sfruttamento di rendite di posizione rese possibili da consolidamento di situazioni di potere economico privato (artt. 2 e art. 41, co. 1, secondo periodo, Cost.). L’ordinamento non può pertanto non apprestare mezzi e presidi atti a garantire che l’esercizio dell’attività di impresa sia coerente con i valori che innervano la costituzione economica. Se tali presidi si restringono *ex ante*, è naturale che essi si estendano *ex post*.

Sul rapporto tra clausole generali e governo dell’economia, cfr. A. DI MAJO, *Clausole generali e diritto delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, pag. 540; S. RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, cit., pag. 732; C.M. BIANCA, *op. cit.*, pag. 65. Sia

mediante presidi di elevata trasparenza del servizio non può compiutamente esprimersi in questa forma (in virtù delle ragioni che ostano a una precisa ed esaustiva predefinitone – legale o contrattuale – delle caratteristiche del servizio), allora una equivalente forma di controllo si deve recuperare “a valle” tramite un vaglio giurisdizionale aperto e ad ampio spettro in ordine all’esistenza di un sufficiente livello di “qualità” del servizio erogato, alla luce dei parametri normativi rilevanti.

In questa logica, l’esistenza di uno “spazio vuoto” nel programma esecutivo si trova doverosamente – sul piano dell’assetto istituzionale complessivo della regolamentazione del fenomeno economico – “riempito” dal parametro della diligenza nel perseguimento dell’interesse del gerito (artt. 1176 e 1710 c.c., nonché 21, co. 1, lett. a t.u.f.), che nella sua natura di fattispecie aperta si propone come tecnica realizzativa di una «ripartizione di competenze»<sup>67</sup> tra il soggetto agente e il giudice, con un *esplicito e intenzionale trasferimento al giudice del potere di procedere* a un apprezzamento della fattispecie, condotto *ex post* nell’eventuale momento contenzioso.

#### 6. Dai limiti esterni del mandato gestorio alla conformazione interna della discrezionalità

Le conclusioni sin qui raggiunte consentono di superare ogni incertezza in ordine all’effettiva rilevanza di una ricerca intesa a indagare la funzione negoziale del *benchmark* in rapporto alla struttura e all’oggetto dell’obbligo di prestazione del *portfolio manager*.

A questo fine, occorre allora anzitutto identificare l’interesse creditizio che l’intermediario è contrattualmente obbligato a soddisfare. Nell’accostare il tema, vanno *in limine* richiamati i contenuti della giurisprudenza edita in materia, che sono stati esposti nella presentazione dello stato dell’arte della materia oggetto del presente lavoro (cap. 1, par. 5).

---

consentito, a scopo informativo, anche il rinvio a U. MALVAGNA, *Clausola di riaddebito e servizi di pagamento. Una ricerca sul rischio d’impresa*, Milano, 2018, pagg. 172 ss.

<sup>67</sup> S. RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, cit.

Si è lì osservato, in particolare, che la posizione sviluppata del Supremo Collegio esprime un approccio connotato da un certo grado di “minimalismo”: essa si vuole limitare ad affermare che il *benchmark* ha una qualche rilevanza rispetto all’adempimento dell’obbligazione, senza spingersi sino a indicarne concretamente i termini di rilevanza<sup>68</sup>. E tuttavia, va detto che nella misura in cui il Supremo Collegio omette di indicare quali sono le modalità pratiche mediante le quali il *benchmark* assume rilievo in tale valutazione di «razionalità e adeguatezza», difetta anche di un chiaro significato il riferimento a una gestione effettuata «*in contrasto*» con il *benchmark*.

Una parziale risposta a tale interrogativo sembrerebbe potersi trarre dalla congiunta lettura delle pronunce di legittimità e dei provvedimenti di merito ai quali esse si riferiscono. Nella misura in cui non rifiutano come *contra legem* l’impianto concettuale sotteso al processo valutativo ivi svolto, esse vengono in un certo senso a “validare” – o comunque affermano la non intrinseca irrazionalità de – i criteri ivi utilizzati. Come si è pure esposto in precedenza (ancora, cap. 1, par. 6), nella giurisprudenza di merito edita in materia la valutazione della coerenza della gestione con il *benchmark* è stata condotta mediante la comparazione tra la complessiva rischiosità del portafoglio gestito con quella di un portafoglio ideale con composizione identica al *benchmark*. A fronte del

---

<sup>68</sup> In particolare, ferma la comune premessa secondo cui «la gestione patrimoniale integra un contratto tipico strutturato sugli elementi del mandato, peculiarmente connotato di discrezionalità, che pone a carico dell’intermediario un’obbligazione di mezzi e non di risultato» (Cass. 1° dicembre 2016, n. 24545, *cit.*), la Cassazione si limita ad affermare che il *benchmark* costituisce un elemento che, se «non impone al gestore di acquistare titoli nelle proporzioni indicate», comunque «costituisce un modo per valutare la razionalità e l’adeguatezza dell’attività dell’intermediario». Ne consegue, a dire della Corte, che «ove la gestione sia risultata in contrasto con il predetto parametro e, quindi, con i rischi contrattualmente assunti dagli investitori, l’intermediario risponde delle perdite che gli stessi abbiano, per l’effetto, subito». Cfr. anche Cass. 27 ottobre 2020, n. 23568, *cit.*: se anche non impone al gestore di acquistare titoli nelle proporzioni indicate, costituisce un modo per valutare la razionalità e l’adeguatezza dell’attività dell’intermediario, per cui, ove la gestione sia risultata in contrasto con il predetto parametro e, quindi, con i rischi contrattualmente assunti dagli investitori, l’intermediario risponde delle perdite che gli stessi abbiano, per l’effetto, subito (Cass. 3 gennaio 2017, n. 24; cfr. pure Cass. 21 aprile 2016, n. 8089)».

verificarsi, lungo il corso della gestione, di una significativa differenza tra i due valori, e cioè di un portafoglio molto più rischioso del *benchmark*, si dà una situazione di inadempimento; nessuna indicazione essendo fornita sulla misura di divergenza “ammessa”.

Fermo restando che la circostanza per cui la Corte non abbia ravvisato profili di illegittimità nel ricorso a tale metodo non viene di per sé a implicare che *altri e diversi* criteri possano essere in futuro “validati” dal Supremo Collegio, vanno qui richiamate le ragioni (cfr. già *supra*, cap. 1, par. 6) per cui si è sostenuta l'insufficienza di un simile impiego del *benchmark*, che riduce quest'ultimo a un mero indicatore *quantitativo* del rischio.

In primo luogo e su un piano meramente testuale, tale lettura “quantitativa” del parametro di riferimento viene a sovrapporre la funzione a quella del diverso requisito contenutistico del contratto di gestione di portafogli, contenuto nella lett. e) dell'art. 47, par. 3, Reg. Del. 2017/565 (che richiede, tra l'altro, di indicare «il livello di rischio entro il quale il gestore può esercitare discrezionalità»). Ne risulterebbe insomma una *interpretatio abrogans* di parte del dato normativo.

In secondo luogo e nell'ambito di una valutazione complessiva del dato normativo, va pure precisato che intendere il *benchmark* come rilevante solo rispetto all'*entità* del rischio a esso associato equivale a dire che, fermo questo limite assoluto di rischio, il gestore potrebbe costruire il portafoglio non avendo alcun riguardo alla composizione del *benchmark*. Conterebbe infatti solo che l'entità del rischio sia non superiore a quello del *benchmark*, il che potrebbe darsi anche se il portafoglio fosse costruito esclusivamente con strumenti che non concorrono a formare il parametro. Non si riesce però a capire la logica sottesa a un simile impiego del *benchmark*, e più precisamente come un simile utilizzo del “parametro di riferimento” renda lo stesso «*significativo, basato sugli obiettivi di investimento del cliente e sui tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente*» (art. 47, par. 2, Reg. Del. 2017/575). In effetti, non appare congruo né razionale agganciare la misura quantitativa del rischio del portafoglio a quella del *benchmark* – la quale *varia nel tempo* in ragione della variazione del rischio dei singoli strumenti che lo compongono – senza riferire a tale parametro anche una sua propria rilevanza

in termini di costruzione e mutamento del portafoglio nel corso del rapporto gestorio.

Se dunque un simile approccio di natura meramente “quantitativa”, e in questo senso *estrinseca*, non riesce a cogliere la reale funzione del parametro di riferimento (tant’è che lo assorbe in un diverso elemento del contratto di gestione di portafogli), occorre allora abbandonare questa prospettiva per attribuire al *benchmark* un diverso ruolo. Un ruolo che si rapporta non tanto al “perimetro esterno”, quanto al momento intrinseco dell’obbligazione di gestione del portafoglio, cioè all’interesse creditorio che l’intermediario si obbliga a soddisfare.

In altri termini, il *benchmark* richiede di essere concepito nella sua rilevanza *qualitativa*, cioè come elemento che concorre a *conformare* – non i limiti esterni della gestione (cioè strumenti acquistabili, operazioni ammesse e misura massima di rischio raggiungibile dal portafoglio), bensì – l’esercizio della discrezionalità *dal suo interno*, cioè a guidare, in termini più o meno stringenti a seconda del tipo di gestione, le scelte di investimento. Con conseguente riduzione del grado di genericità<sup>69</sup> del contenuto della prestazione gestoria, che in sé resterebbe altrimenti affidato al parametro della cura diligente dell’obbligo del gerito (artt. 1710 c.c. e 21 t.u.f.). Né al riguardo può omettersi di rilevare che le considerazioni di tecnica finanziaria, riportate in sede di presentazione delle forme di concreto utilizzo del *benchmark* nella costruzione dei portafogli d’investimento (*supra*, cap. 1, n. 3), sembrano confermare la proposta ricostruttiva qui formulata. Sul piano empirico, il ricorso a “indici” o “parametri” di riferimento supporta l’obiettivo di ricercare un dato *connotato qualitativo* del portafoglio, e cioè una costruzione del portafoglio coerente<sup>70</sup> con il *benchmark*, da intendersi come portafoglio la cui diversificazione è tale da esprimere un rapporto di elevata efficienza del rapporto tra rischio e rendimento.

---

<sup>69</sup> Maggiore grado di precisione che non necessariamente va intesi nei termini dell’obbligo della riproduzione pedissequa dell’indice. Cfr. infatti, *infra*, nel cap. 3, nn. 2 e 3, la diversa rilevanza che esso assume nelle gestioni attive e in quelle passive.

<sup>70</sup> Per quanto non necessariamente identica: cfr. *infra*, cap. 3, nn. 2 s.

## 7. Adeguatezza della gestione e diversificazione del portafoglio

7.1. Nella prospettiva adottata, va peraltro posto in evidenza che la disciplina del servizio di gestione di portafogli non si esaurisce nel rapporto diretto tra il criterio della diligente cura dell'interesse del cliente e l'obbligo di indicazione del *benchmark*. Al contrario, tale rapporto è indiretto e cioè mediato dalla disciplina delle regole di condotta nella prestazione dei servizi d'investimento e, segnatamente, dalla regola di adeguatezza dettata dall'art. 25, par. 2, MiFID 2, art. 54, Reg. Del. 565/2017, e dall'art. 40 Reg. Int.

Come illustrato in apertura del presente lavoro (*supra*, cap. 1, n. 1.2), il regime di adeguatezza<sup>71</sup> si impernia intorno alla triade costituita da: i) gli «obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio», ii) la situazione finanziaria del cliente, inclusa la «capacità di sostenere perdite»<sup>72</sup>, e iii) la «conoscenza ed esperienza» del cliente<sup>73</sup>.

---

<sup>71</sup> Il regime di adeguatezza impone che il servizio soddisfi un triplice e congiunto criterio, e segnatamente: «a) corrispond[a] agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio; b) [sia] di natura tale che il cliente è finanziariamente in grado di sopportare i rischi connessi all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) [sia] di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio» (così l'art. art. 54, par. 2, Reg. Del. 565/2017).

<sup>72</sup> Cfr. artt. 25, par. 2, MiFID 2 e 54 Reg. Del. 565/2017, nonché art. 40 Reg. Int.

<sup>73</sup> Questo profilo resta qui sullo sfondo, nella misura in cui si riferisce a un aspetto contenuto strumentale, nel senso che costituisce il presupposto cognitivo che consente all'investitore la consapevole valutazione delle operazioni d'investimento, alla stregua del duplice parametro degli obiettivi d'investimento e della situazione finanziaria. Va peraltro segnalata la minore rilevanza che tale requisito riveste nella gestione di portafogli rispetto alla consulenza, atteso che solo nel servizio di *portfolio management* si assume una condotta normalmente passiva dell'investitore. Questo aspetto è riflesso nelle Linee Guida Esma «on certain aspects of the MiFID II suitability requirements», 23 September 2022 | ESMA35-43-3172, par. 38, pag. 50: «when portfolio management is to be provided, as investment decisions are to be made by the firm on behalf of the client, the level of knowledge and experience needed by the client with regard to all the financial instruments that can potentially make up the portfolio may be less detailed than the level that the client should have when an investment advice service is to be provided. Nevertheless, even in such situations, the client should at least understand the overall risks of

Per ben illustrare i rapporti tra adeguatezza della gestione e impiego dei *benchmark*, è importante evidenziare come, già sul piano lessicale del dato normativo vigente, il rapporto tra obiettivi di investimento e tolleranza al rischio si atteggi in termini di *genus e species*, nel senso che nei primi è «inclusa» la seconda, di tal che la valutazione della tolleranza al rischio dell'investitore concorre alla più ampia valutazione avente per oggetto l'individuazione degli obiettivi di investimento.

L'espressa inclusione della "tolleranza al rischio" tra le componenti necessarie alla valutazione dell'adeguatezza dimostra che la regolamentazione finanziaria si costruisce intorno alla valorizzazione di un concetto di base della teoria della finanza, vale a dire dell'esistenza, nei mercati efficienti, di uno stringente rapporto tra rendimento e rischio: maggiore il rischio, maggiore il rendimento (e viceversa).

Rilevata questa correlazione di fondo, ne consegue sul piano logico che, essendo l'investitore posto di fronte alla possibilità di scegliere tra diversi possibili impieghi del suo capitale, la nozione di "obiettivi di investimento" non può correttamente essere intesa come volta a designare *un solo e unico livello* di rendimento atteso *voluto* dall'investitore, in relazione al quale egli è disposto ad accettare un solo livello (massimo) di rischio, quanto piuttosto una *serie di combinazioni tra rischio e rendimento* (attesi) che sono per l'investitore idonee a soddisfarlo in egual misura (c.d. curva di indifferenza), nell'ambito di un *range* di rischio cui l'investitore intende esporsi. Reso il cliente edotto<sup>74</sup> del meccanismo di base in virtù del quale per potere aspirare a un guadagno maggiore egli deve esporsi a un rischio maggiore (in termini di perdita del capitale e di illiquidità), la maggiore o minore propensione/tolleranza al rischio di un singolo investitore allude allora al rapporto che sussiste tra la crescita del rischio e la crescita del rendimento atteso: se si vuole porla in termini figurati, a quanto l'investitore vuole essere "pagato di più" (in termini di maggiore rendimento atteso) per assumere una unità di rischio in più. Col

---

the portfolio and possess a *general understanding of the risks linked to each type of financial instrument that can be included in the portfolio*» (enfasi aggiunta).

<sup>74</sup> Costituisce obbligazione dell'intermediario quella di far comprendere all'investitore l'esistenza del principio del *trade-off* tra rischio e rendimento: cfr. Linee Guida Esma «on certain aspects of the MiFID II suitability requirements» (23 September 2022 | ESMA35-43-3172), pagg. 38 e 39.



che, potrà dirsi che l'investitore con bassa propensione al rischio vorrà essere pagato molto di più – rispetto a un investitore con alta propensione al rischio – per ogni unità marginale di rischio; di conseguenza, il secondo avrà più probabilità del primo di trovare sul mercato dei capitali investimenti a rendimento elevato, coerenti con il proprio livello di rischio massimo assumibile per quel rendimento.

7.2. È peraltro evidente che, a dispetto del lessico del legislatore, chiaramente tributario delle teorie economiche ora richiamate (il dato emerge in effetti già sul piano testuale, quando si discorre di *risk tolerance*), il concetto di preferenze dell'investitore non è suscettibile di essere meramente trasposto alla valutazione di adeguatezza di un servizio di investimento fornito a un investitore al dettaglio. Se la teoria economica qui considerata muove dall'assunto della completa razionalità dell'investitore e, in particolare, assume come dato indiscusso la capacità dell'agente di quantificare in termini esatti e matematicamente formalizzati la propria propensione al rischio<sup>75</sup>, il diritto è chiamato a misurarsi con la realtà di un investitore al dettaglio che esprime un bisogno di protezione “grezzo”, alla cui soddisfazione è chiamato l'intermediario professionale<sup>76</sup>.

Tale rilievo sta alla base del dato per cui l'intermediario gestore procede alla costruzione di portafogli “adeguati” alla propria clientela non mediante lo sviluppo di (virtualmente impossibili) analisi e valutazioni personalizzate per ciascun singolo cliente<sup>77</sup>, bensì opera – sia in sede di

---

<sup>75</sup> C.d. parametro o coefficiente  $\lambda$  che compone la funzione di utilità attesa, cioè definisce la curva di rapporti rischio-rendimento che conduce a un pari livello di soddisfazione dell'investitore.

<sup>76</sup> La stessa manualistica economica è peraltro pienamente consapevole della funzione meramente teoretica di tale aspetto della *modern portfolio theory*, quando puntualizza che «nessun investitore è capace di definire scientemente una funzione di utilità attesa in grado di riflettere le proprie preferenze»; infatti, «il problema è ravvisabile nel fatto che l'investitore-tipo è incapace di comunicare il valore del parametro  $\lambda$ , poiché egli non ha le competenze matematiche sufficienti per interpretare una funzione di utilità e quindi tradurre nel parametro  $\lambda$  il proprio grado di tolleranza al rischio»: così U. POMANTE, *op. cit.*, pag. 374.

<sup>77</sup> Anche l'analisi della situazione finanziaria del cliente si basa, com'è ovvio, su parametri standardizzati. Cfr. Le Linee Guida Esma «on certain aspects of the MiFID II

rilevazione degli obiettivi di investimento, sia in sede di definizione del portafoglio-modello – per categorizzazioni di natura generale che si organizzano intorno a *valutazioni tipiche oggettive* relative alle esigenze finanziarie e alle preferenze della clientela: nel senso che diverse *linee di gestione* saranno sviluppate in relazione a diverse *categorie* di clienti.

Questo aspetto si raccorda a propria volta in termini organici alla caratteristica – che definisce nell'intrinseco l'impresa (in generale, come pure quella di investimento: cfr. *amplius infra*, cap. 4, n. 2) – del necessario agire standardizzato e “oggettivato” dell'impresa, e cioè del fatto che l'impresa predetermina al suo interno il proprio agire secondo precetti generali, per garantire a se stessa di operare nei rapporti con i terzi in maniera regolare e prevedibile<sup>78</sup> e di essere in grado di gestire

---

suitability requirements» (23 September 2022 | ESMA35-43-3172), pag. 45: «Information necessary to conduct a suitability assessment includes different elements that may affect, for example, the analysis of the client's financial situation (including his ability to bear losses) or investment objectives (including his risk tolerance). Examples of such elements are the client's: - marital status (especially the client's legal capacity to commit assets that may belong also to his partner); - family situation (changes in the family situation of a client may impact his financial situation e.g. a new child or a child of an age to start university); - age (which is mostly important to ensure a correct assessment of the investment objectives, and in particular the level of financial risk that the investor is willing to take, as well as the holding period/investment horizon, which indicates the willingness to hold an investment for a certain period of time); - employment situation (the degree of job security or that fact the client is close to retirement may impact his financial situation or his investment objectives); - need for liquidity in certain relevant investments or need to fund a future financial commitment (e.g. property purchase, education fees)».

<sup>78</sup> È evidente che, anche nell'ambito della gestione di portafogli, l'esigenza di una sufficientemente precisa delimitazione delle modalità di esecuzione della prestazione sussiste già sul piano interno dell'impresa. Nella misura in cui le modalità di impiego, da parte del singolo consulente, dello spazio di discrezionalità riconosciuto a livello contrattuale si riflettono sugli esiti dell'attività – sia in termini di maggiori o minori ricavi a titolo di commissioni lucrate sulla singola gestione, sia per effetto dell'impatto che un dato *track record* della gestione dispiega sulla posizione competitiva dell'impresa: sul presupposto che, a prescindere dall'esistenza di inadempimenti, gli investitori preferiranno rivolgersi a intermediari che conseguono risultati comparativamente migliori dei concorrenti –, sussiste la necessità organizzativa di “incardinare” l'azione dei singoli addetti lungo dei protocolli di azione che, se non sono tali da rendere l'azione di quelli un fatto meccanicistico (giacché la soppressione totale della discrezionalità appare impraticabile anche al livello organizzativo interno: in effetti, la teoria dell'*agency* rifluisce

efficacemente i costi transattivi connessi con l'agire degli addetti dell'impresa (*i.e.* le persone fisiche dei gestori di portafogli)<sup>79</sup>.

È allora evidente che, per poter consentire un operare efficiente dell'impresa, il numero delle “categorie” di cliente – e delle annesse linee di gestione – non potrà essere numericamente indefinito, ma dovrà essere contenuto in una misura limitata<sup>80</sup>. In effetti, l'idea di sviluppare una strategia di gestione *tailor-made* per ogni cliente è impossibile non solo per l'incapacità del singolo investitore di definire esattamente e “matematicamente” la propria tolleranza al rischio, ma anche perché ciò sarebbe foriero di costi in capo all'impresa di investimento che renderebbero l'erogazione del servizio economicamente non sostenibile.

Può pertanto affermarsi che la regola di adeguatezza nella gestione di portafogli si compone di un duplice contenuto: *i) da un lato*, offrire solo (categorie di<sup>81</sup>) linee di gestione coerenti con la rilevata propensione al

anche nella dimensione interna tra impresa/*manager* e addetto), conducono a un sufficiente grado di controllabilità del loro agire e, quindi, di gestione di questo specifico vettore di manifestazione del rischio operativo.

<sup>79</sup> Gli studi economici mettono in evidenza, in effetti, che la realtà dell'impresa si caratterizza, al fondo, per la sua rispondenza a un dato modo di gestione dei costi transattivi connessi con lo svolgimento delle attività economiche: modo di gestione che è quello della *gerarchia* e che si contrappone concettualmente al contratto. Ma è allora inevitabile che l'impresa si organizzi in maniera tale da consentire un adeguato controllo dei costi e dei rischi operativi, tanto nel senso della loro rilevazione quanto nel senso dell'efficace trasmissione “verticale” delle relative decisioni assunte lungo tutta la linea dell'organizzazione. Si configura, secondo questo parametro, un tipico rapporto di *agency* tra l'impresa (*manager*) e l'addetto che opera. Sulla funzione di controllo propria delle procedure, con diretto riferimento alla prestazione dei servizi di investimento, cfr. M. SEPE, *op. cit.*, pag. 171: «la “formalizzazione” delle procedure interne in apposite “disposizioni” trova la sua “ratio” nell'esigenza di poter ricostruire e valutare a posteriori la devianza del comportamento tenuto rispetto a un canone di normalità e adeguatezza e dall'altro nell'attribuzione a ciascuno dei partecipanti alla struttura di ben precisi ruoli e responsabilità».

<sup>80</sup> In effetti, la prassi indica che le linee di gestione offerte dalle imprese di investimento raramente raggiungono la decina di unità.

<sup>81</sup> Sul punto cfr., con riferimento ai prodotti di gestione collettiva, F. DENOZZA, *Obblighi di informazione e parità di trattamento nella fornitura di prodotti finanziari*, in *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, in *Quad. doc. ric. Assogestioni*, n. 26, 2003, pagg. 57 s.; in relazione ai comparti delle SICAV, cfr. L. SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, pag. 290.

rischio del (la corrispondente categoria di) cliente; *ii*), *dall'altro*, realizzare – all'interno di ciascuna linea di gestione – un rapporto rischio-rendimento adeguato al cliente-tipo, cioè dotato di un livello di efficienza sufficiente a soddisfare l'interesse oggettivo tipico della “figura” di cliente standard cui la singola linea è associata<sup>82</sup>.

7.3. L'illustrata dimensione del rischio finanziario nella disciplina dei servizi di investimento – che si costruisce in rapporto al rendimento atteso dipendente dalla tolleranza al rischio dell'investitore<sup>83</sup>, nell'ambito di un limite massimo assoluto imposto dalla situazione finanziaria (e quindi è un parametro relativo delimitato da un valore assoluto) – fonda due fondamentali corollari, che tracciano il vettore verso cui si deve normativamente orientare la discrezionalità del gestore di portafogli e che, di conseguenza, informano la valutazione *ex post* del suo corretto adempimento.

*Da un lato*, diviene evidente la necessità di rifiutare ogni approccio alla valutazione del rischio assunto dalla gestione e al rendimento della medesima che consideri questi due aspetti come elementi separati e autonomi. Così, è errato per l'intermediario impostare la sua azione convergendo sulla sola valutazione della misura di rischio assunto, la cui eccedenza rispetto a quella indicata dalla situazione finanziaria

---

<sup>82</sup> La fissazione di tale livello ha natura giuridico-politica e non si può risolvere in un dato meramente tecnico o statistico. Si tratta infatti di un criterio che non rimanda a una «medianità statistica» (M. GIORGIANNI, *L'inadempimento. Corso di diritto civile*, Milano, 1959, pag. 331), bensì a una *medianità “deontica”*: cfr. U. MALVAGNA, *op. cit.*, pagg. 80 ss.

<sup>83</sup> Quanto ai rapporti che corrono tra il criterio degli «obiettivi di investimento» («inclusa la sua tolleranza al rischio») e il criterio della «situazione finanziaria» («inclusa la sua capacità di sostenere le perdite»), tale nesso va concepito riferendo al criterio della capacità di sostenere le perdite la funzione di un limite esterno al rischio assumibile dall'investitore, *che prescinde* dalle preferenze individuali e, più generale, dalla “vantaggiosità” del rapporto rischio-rendimento: oltre un dato livello, che si commisura in ragione della concreta situazione finanziaria dell'investitore, anche il più “appetitoso” dei rapporti rischio-rendimento è da considerarsi oltre la sua portata, in quanto il verificarsi dell'evento avverso (perdita del capitale) produrrebbe delle conseguenze ritenute inaccettabili, poiché latrici di gravi impatti finanziari sul medesimo.

dell'investitore è peraltro condizione sufficiente per affermare l'inadempimento del gestore, *sub specie* della capacità di sopportazione delle perdite. L'inadempimento del gestore può tuttavia anche derivare dalla sola violazione dell'obbligo di investire in termini coerenti agli obiettivi di investimento del cliente, i quali come si è detto designano una data serie di *rapporti tra rischio e rendimento* (all'interno del perimetro del rischio massimo lecitamente assumibile, definito alla stregua del criterio della *ability to bear losses*). Inoltre, ci si deve astenere da una valutazione «astratta» del rendimento conseguibile da una data scelta di investimento, cioè non commisurata al rischio ad essa associato. In ottica di valutazione *ex post* dell'operato del gestore, ciò implica l'impossibilità di trarre delle conseguenze di natura generale e per così dire “automatiche”, anche di natura meramente inferenziale o presuntiva<sup>84</sup>, dal solo rilievo del rendimento in sé solo considerato (*underperformance* rispetto a un rendimento “del mercato”).

*Dall'altro*, il rapporto di inerenza che sussiste tra rischio e rendimento conferma la necessità che il giudizio di adeguatezza, cui il gestore è chiamato prima di compiere una data scelta di investimento (ad es., mantenere un investimento o liquidarlo, acquistare un dato strumento), sia condotto in un'ottica volta alla considerazione dell'impatto della scelta sul portafoglio di investimento del cliente *globalmente considerato* (c.d. *portfolio approach*). Se l'attività del gestore è orientata dal criterio dell'adeguatezza della gestione rispetto agli obiettivi di investimento del cliente nei termini sopra illustrati, non può non riconoscersi la natura intrinsecamente relazionale della regola di adeguatezza, che per l'appunto designa l'idoneità di ciascuna singola azione al conseguimento di un dato rapporto tra rischio e rendimento, connotato qualitativamente per il suo soddisfare le preferenze dell'investitore. Ma allora tale idoneità non può correttamente valutarsi se non in termini globali, *i.e.* riferiti all'interesse degli strumenti finanziari che compongono il portafoglio dell'investitore. In particolare, una simile valutazione deve tenere in considerazione che l'impatto di una determinata scelta di investimento sulla realizzazione degli obiettivi di investimento del cliente non dipende esclusivamente

---

<sup>84</sup> Quanto osservato nel testo integra il ragionamento svolto da U. MINNECI, *op. cit.*, pag. 1385. Cfr. anche E.M. MASTROPAOLO, *op. cit.*, pagg. 590 ss.

dalle caratteristiche dei singoli strumenti cui la scelta di investimento si riferisce, ma richiede che si valuti anche come lo strumento si rapporta all'interesse del restante portafoglio<sup>85</sup>.

Così, quando l'intermediario stia valutando la sostituzione di uno strumento con un altro, non è sufficiente la comparazione delle caratteristiche dello strumento che ci si propone di alienare con quello che ci si propone di acquistare: non è necessariamente conforme al canone dell'adeguatezza l'atto di sostituire uno strumento del portafoglio con un altro parimenti rischioso ma dotato di un maggiore rendimento atteso. Ciò dipende dal fatto che l'incidenza del rischio finanziario su ciascuno degli elementi del patrimonio dell'investitore richiede di valutare anche i *nessi reciproci che intercorrono tra gli strumenti finanziari* in relazione al loro reagire agli eventi esogeni che integrano il rischio di mercato, cioè il loro grado di reciproca correlazione<sup>86</sup>.

7.4. Tali postulati si trovano recepiti sul piano del *framework* normativo in materia, là dove viene tracciato un rapporto di strumentalità tra un'adeguata diversificazione del portafoglio e la conformità della gestione al canone dell'adeguatezza. Nei fatti, il *portfolio approach* si trova dotato di una propria chiara sanzione giuridica. Il riferimento corre, in particolare, alle Linee Guida Esma «on certain aspects of the MiFID II suitability requirements» (23 September 2022 | ESMA35-43-3172), dove

---

<sup>85</sup> Sul punto cfr. perspicuamente P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., pagg. 429 ss.

<sup>86</sup> Si è infatti già illustrato (su cui cfr. *supra*, cap. 1, par. 3) che un elemento centrale della tecnica degli investimenti finanziari è costituito dall'aver compreso che il beneficio della diversificazione degli investimenti è massimo là dove il portafoglio esprima un limitato livello di correlazione tra i singoli strumenti. E infatti, quando i rendimenti dei titoli sono *perfettamente* correlati in senso positivo una variazione di un titolo si assocerebbe a una *pari variazione* degli altri strumenti del portafoglio (con l'effetto dell'amplificazione del rischio del portafoglio), mentre nel caso di correlazione solo debolmente positiva o financo negativa l'impatto sul rendimento del portafoglio complessivo di una riduzione di valore di uno o più strumenti sarebbe «attenuato» o, più propriamente, “coperto” dall'opposto andamento degli altri strumenti. Conseguentemente, la rischiosità complessiva del portafoglio diviene inferiore senza incidere sul rendimento atteso (il quale continua a essere rappresentato dalla media ponderata dei rendimenti attesi dei singoli strumenti finanziari).

viene richiesto che l'impresa di investimento «*establish policies and procedures which enable it to ensure inter alia that ... the advice and portfolio management services provided to the client take account of an appropriate degree of risk diversification*», il che a propria volta presuppone lo sviluppo di «*a methodology that would allow it to conduct a suitability assessment based on the consideration of the client's portfolio as a whole*» (p. 61). Quanto al contenuto di tale metodologia, è perspicuamente richiesto che essa si strutturi mediante la considerazione di *tutti i singoli vettori di rischio* in cui la teoria finanziaria ha “vivisezionato” il rischio finanziario per consentire l'adeguata gestione: «*when a firm conducts a suitability assessment based on the consideration of the client's portfolio as a whole, it should ensure an appropriate degree of diversification within the client's portfolio, taking into account the client's portfolio exposure to the different financial risks (geographical exposure, currency exposure, asset class exposure, etc.)*» (p. 62)<sup>87</sup>.

Il raccordo tra i dati ora richiamati e il parametro dell'elevata diligenza professionale cui è tenuto il gestore – e in cui si iscrive la (pienamente sindacabile) “discrezionalità” del *portfolio manager*: cfr. *supra*, n. 1 – consente in questa sede di affermare, in vista del successivo sviluppo dell'analisi, che il concetto di «*appropriate degree of diversification*» non si limita a indicare l'esistenza di un dovere di diversificazione “purchessia” – cioè, non si esaurisce nel rifarsi a una generica regola prudenziale che sconsiglia di “mettere tutte le uova nello stesso paniere” –, dovendo piuttosto essere letto come mirante a imporre al gestore la predisposizione di un'organizzazione del servizio che incorpori in maniera strutturale delle validate metodologie finanziarie, tali da consentire il raggiungimento di un *sufficientemente elevato livello di efficienza del portafoglio quanto al relativo rapporto rischio-rendimento*, mediante appropriate tecniche di diversificazione<sup>88</sup>.

---

<sup>87</sup> Proseguono le linee guida: «*In cases where, for example, from the firm's perspective, the size of a client's portfolio is too small to allow for an effective diversification in terms of credit risk, the firm could consider directing those clients towards types of investments that are 'secured' or per se diversified (such as, for example, a diversified investment fund)*».

<sup>88</sup> Sul rapporto tra organizzazione d'impresa e giudizio di responsabilità, cfr. *infra*, cap. 4, nn. 2 ss.

In termini operativi, la doverosità per il gestore di impostare l'attività di gestione in termini metodologicamente formalizzati e tecnicamente solidi al fine di conseguire un efficiente livello di copertura dei rischi finanziari<sup>89</sup> si esprime normalmente<sup>90</sup> mediante il ricorso alla costruzione di paradigmi di portafoglio (portafogli-modello) *massimamente diversificati e non correlati*: quindi, esposti al livello di rischio minimo ottenibile in relazione a un dato rendimento atteso. Secondo gli insegnamenti della tecnica finanziaria (cfr. in particolare la disamina svolta nel primo capitolo, n. 3), tale attività si avvale del ricorso ai *benchmark*, quali indici (elaborati *ad hoc* da soggetti specializzati oppure che replicano la composizione di sedi di negoziazione dotate di sufficiente dimensione e liquidità) identificativi di portafogli di strumenti finanziari composti in termini rappresentativi dei comparti del mercato dei capitali (*asset class*) preliminarmente selezionati dal gestore come quelli suscettibili di formare oggetto dell'investimento di cui al singolo portafoglio del cliente.

Da quest'angolo visuale, sembra ragionevole affermare che quegli stessi indici impiegati per la costruzione dei portafogli-modello vengano, per una necessità imposta dal principio di non contraddizione, a coincidere con quelli che – secondo un criterio di significatività (art. 38, co. 1, lett. d Reg. Int.) – devono essere indicati nel contratto di gestione di portafogli, e previamente stabiliti dall'impresa di investimento come «metodo adeguato di valutazione e raffronto», strumentale a «consentire al cliente destinatario del servizio di valutarne l'esecuzione da parte dell'impresa» (art. 47, par. 3, lett. c), Reg. Del. 565/2017). Posto che tale parametro deve per l'appunto essere «basato sugli obiettivi di investimento del cliente e sui tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente» (art. 47, par. 2, Reg. Del. 565/2017), non potrebbe dirsi corretta l'indicazione contrattuale di *benchmark* non impiegati dall'impresa di investimento nella costruzione del portafoglio-modello da cui muove ciascuna singola gestione.

---

<sup>89</sup> Nell'ambito di un dato rendimento atteso in ragione dei divisati obiettivi di investimento del cliente.

<sup>90</sup> Per il tema delle gestioni flessibili o con *esclusiva asset allocation* tattica, cfr. *infra*, cap. 3, n. 4.



Risulta pertanto confermata l'ipotesi di un'intrinseca funzione precettiva dei *benchmark* ex art. 47 Reg. Del. 565/2017 ai fini della costruzione dei portafogli d'investimento<sup>91</sup>: funzione che si spiega alla luce della stretta relazione che corre tra essi e il *portfolio approach* che informa il regime dell'adeguatezza<sup>92</sup>.

#### 8. La costruzione e il mantenimento di un portafoglio efficiente quale risultato dedotto in obbligazione

8.1. Se il portato precettivo della regola di adeguatezza conduce agevolmente alla conclusione per cui il gestore ha l'obbligo di prestare un'attività volta alla costruzione di un portafoglio connotato da un appropriato livello di diversificazione (in senso qualitativo, cioè di efficiente rapporto tra rischio e rendimento), sul piano ricostruttivo dell'obbligazione resta da identificare l'interesse creditorio, che il gestore si obbliga *ex contractu* a soddisfare. Si tratta di un interrogativo che la giurisprudenza sopra richiamata, come pure la dottrina specialistica, mostrano di trascurare<sup>93</sup>, nella misura in cui esauriscono il discorso nella notazione secondo cui l'assenza di qualsivoglia garanzia dell'intermediario circa un dato rendimento del portafoglio gestito renderebbe la prestazione del *portfolio manager* una «obbligazione di mezzi». La promessa dell'intermediario non consiste infatti nel conseguire in modo incondizionato l'interesse pratico in senso oggettivo cui tipicamente il creditore aspira, e da

---

<sup>91</sup> Cristallina sul punto M. COSSU, *Gestione di portafogli*, cit, pagg. 208 ss., secondo cui il *benchmark* rappresenta «un insieme di indicatori ciascuno dei quali ha un peso specifico nel consentire di valutarne l'andamento; e in ragione del *benchmark* di determina anche l'*asset allocation*, o politica degli investimenti, e quindi ha luogo la selezione concreta dei prodotti e degli strumenti finanziari adatti al cliente (anche) in considerazione del suo profilo di rischio».

<sup>92</sup> Applicabile in termini consimili tanto alla consulenza quanto alla gestione di portafogli.

<sup>93</sup> Questo approccio spiega altresì la “degradazione” del *benchmark* a limite esterno della prestazione gestoria, a discapito del riconoscimento a questo della natura di elemento informante dall'interno l'esercizio della discrezionalità gestoria.

cui l'obbligazione trae origine (c.d. «interesse primario»<sup>94</sup>): ciò che accade invece, per l'appunto, nelle obbligazioni «di risultato»<sup>95</sup>.

Si tornerà in seguito sulle implicazioni che, sul piano dello svolgimento del giudizio di responsabilità, possono essere riferite alla concezione dell'obbligazione del *portofolio manager* alla stregua di un'obbligazione di mezzi (cap. 4, nn. 1 ss.). Per adesso interessa osservare che, pur concedendo la configurabilità *prima facie* della prestazione del gestore in questi termini (nella misura in cui difetta un rendimento minimo del portafoglio, promesso incondizionatamente dal gestore), una simile qualificazione è insufficiente ai fini della compiuta ricostruzione dell'obbligazione nella sua struttura e nel suo oggetto. Affermare che una data obbligazione è «di mezzi» non esonera l'interprete dalla necessità di identificare quale sia l'interesse dedotto in obbligazione, alla cui soddisfazione è orientata la prestazione delle condotte dovute: altro è

---

<sup>94</sup> L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» (Studio critico)*, cit., pag. 4 dell'estratto della Rivista di Diritto Commerciale. Più di recente esso è stato definito come interesse «estrinseco»: così G. D'AMICO, *La responsabilità ex recepto e la distinzione tra obbligazioni «di mezzi» e «di risultato»*. Contributo alla teoria della responsabilità contrattuale, Napoli, 1999.

<sup>95</sup> «Che il debitore sia tenuto a una certa modalità di condotta e non anche ad un fine nella sua oggettività distinto da essa per la sua attitudine a non esaurirvisi, è quel che si designa con il sintagma «obbligazioni di mezzi». Che il debitore sia tenuto ad un fine determinato ed individuato nella sua oggettività, anche a prescindere dalla concreta modalità della condotta adottata, è quel che si designa con il sintagma «obbligazioni di risultato»»: così F. PIRAINO, *Adempimento e responsabilità contrattuale*, Napoli, 2011, pag. 510.

Sul tema, cfr. almeno G. OSTI, *Revisione critica sulla teoria dell'impossibilità della prestazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1918, pagg. 209 ss.; L. MENGONI, *op. cit.*; E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1954, I, pag. 112; P. TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*<sup>20</sup>, Milano, 2014, pag. 369; M. GIORGIANNI, *op. cit.*; A. DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale. Art. 1173-1176*, in *Comm. al Codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1988, pag. 456; U. BRECCIA, *Le obbligazioni*, in *Tratt. dir. priv.*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 1991, pag. 139, G. D'AMICO, *op. cit.*; C. CASTRONOVO, *Del non risarcibile aquiliano: danno meramente patrimoniale, c.d. perdita di chance, danni punitivi, danno c.d. esistenziale*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, pag. 315; A. NICOLUSSI, *Sezioni sempre più unite contro la distinzione fra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi. La responsabilità del medico*, in *Danno e Resp.*, 2008, pag. 871; G. CERDONIO CHIAROMONTE, *L'obbligazione del professionista intellettuale. Tra regole deontologiche negoziali e legali*, Padova, 2008.

l'interesse creditorio *ex art. 1174 c.c.*, altro sono i mezzi che il debitore deve prestare per soddisfarlo.

8.2. Affrontare l'interrogativo circa l'identità dell'interesse dedotto nell'obbligazione gestoria dell'intermediario richiede di contestualizzare tale questione all'interno del dibattito relativo alla tipologia di obbligazione qui considerata, ossia le obbligazioni dove la soddisfazione dell'interesse primario del creditore si rapporta alla condotta debitoria secondo un rapporto di significativa *aleatorietà*. Simili tratti sono senz'altro presenti nella gestione di portafogli finanziari, quale attività di c.d. cooperazione gestoria<sup>96</sup> mirante a una data misura di valorizzazione del portafoglio che, *ex ante*, non può dirsi conseguibile con certezza per il tramite di una esecuzione diligente: in effetti, può senz'altro darsi che una gestione diligente registri perdite finanziarie.

Con qualche semplificazione dovuta a ragioni di sintesi espositiva, può dirsi che, nella materia delle obbligazioni "di mezzi", l'interesse creditorio oggetto dell'obbligazione trova due distinte forme di ricostruzione.

In particolare, una prima linea di pensiero muove dalla prospettiva della natura unitaria della struttura dell'obbligazione, dove *sempre* il debitore promette incondizionatamente (con il limite dell'impossibilità sopravvenuta non imputabile) un dato risultato, inteso come soddisfazione di un interesse *ex art. 1174 c.c.*, *insieme con un determinato novero di condotte strumentali* al relativo soddisfacimento.

In coerenza con tale premessa, che nega che la distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato rilevi sul piano strutturale<sup>97</sup>, l'interesse

---

<sup>96</sup> Cfr. *supra*, par. 1.

<sup>97</sup> Il senso della nozione di "obbligazione di mezzi" assume dunque una dimensione sostanzialmente empirica e in particolare rimane legato a un ampliamento, che lì si verifica, dello spazio di controvertibilità circa l'esattezza o meno dell'adempimento. Controvertibilità che il giudice è chiamato a superare esercitando il proprio apprezzamento in relazione al contenuto, al titolo dell'obbligazione e alle circostanze tutte della fattispecie concreta, mediante un tipo di sindacato della condotta debitoria che è stato convincentemente qualificato in termini di «modello teleologico *a posteriori*», in quanto «presuppone l'individuazione di una modificazione o di un atto di conservazione della sfera giuridica del creditore o di terzi (risultato in concreto) da assumere come oggetto di un raffronto il cui termine di comparazione è costituito dal risultato cui si sarebbe potuti pervenire ove

creditorio dedotto in *obbligazione* viene individuato in un *risultato* dovuto, diverso dall'*interesse primario* e che può opportunamente definirsi come «intermedio», in quanto corrispondente alla realizzazione delle condizioni materiali idonee *in via effettiva e in misura sufficientemente adeguata*, sul piano causale, a raggiungere la realizzazione dell'*interesse primario*<sup>98</sup>. Tale linea di ricostruzione, muovendo dalla natura unitaria del concetto di obbligazione e dalla necessità che ogni obbligazione debba consistere nella *promessa della soddisfazione* di un interesse creditorio *ex art. 1174 c.c.*, argomenta che in talune specie di obbligazioni sussiste l'impossibilità di dedurre (o comunque, si verifica la non deduzione de) la soddisfazione dell'*interesse primario*: e ciò accade in ragione dell'*aleatorietà* intercorrente tra una condotta anche massimamente diligente e il conseguimento dell'*interesse* in discorso. Quando ciò si verifica, quando cioè «l'oggetto della qualificazione giuridica, ossia il contenuto del rapporto obbligatorio» non coincide «con la realizzazione di questo interesse che potremmo chiamare primario», allora si prospetta una scissione tra tale fine pratico e la prestazione dovuta: «la tutela giuridica, che è la misura del dover avere del creditore, è circoscritta a un interesse strumentale, a un interesse di secondo grado che ha come scopo immediato un'attività del debitore capace di promuovere l'attuazione dell'*interesse primario*». Ne risulta che «in tali ipotesi il fine tutelato, cioè appunto il risultato dovuto, non è che un mezzo nella serie teleologica che costituisce il contenuto dell'*interesse primario* del creditore»: non essendo ragionevole che la tutela giuridica protegga il conseguimento di un interesse positivo coincidente con l'*interesse primario*, essa pertanto ripiega su un «risultato intermedio», «mezzo nella serie teleologica» verso la possibile soddisfazione dell'*interesse primario*<sup>99</sup>.

Si distacca da tale ricostruzione, per contro, un variegato insieme di proposte ricostruttive<sup>100</sup>, le quali, muovendo dall'osservazione, in sé

---

si fossero adottati contegni diversi e più adeguati rispetto a quelli posti in essere dal debitore (risultato in astratto)»: così F. PIRAINO, *op. cit.*, pagg. 576 s.

<sup>98</sup> L. MENGONI, *op. cit.*

<sup>99</sup> *Ibidem.*

<sup>100</sup> P. SCHLESINGER, *Riflessioni sulla prestazione dovuta nel rapporto obbligatorio*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, pag. 1280; A. DI MAJO, *sub Artt. 1173-1176. Delle obbligazioni*, *cit.*, pag. 456; V. CARBONE, *La responsabilità del medico ospedaliero come*

corretta, secondo cui la funzione che la diligenza qui riveste è quella di operare come criterio di determinazione dei “mezzi” – *i.e.* le condotte materiali – dovuti dal debitore<sup>101</sup>, promuovono una ricostruzione dell’obbligazione che ne pone al centro non tanto la realizzazione effettiva delle condizioni idonee a promuovere il raggiungimento dello stato di conservazione o mutamento che risponde all’interesse primario<sup>102</sup>, bensì in via diretta la dimensione *qualitativa della condotta*<sup>103</sup>.

---

*responsabilità da contatto*, in *Danno e resp.*, 1999, pag. 441. In una posizione parzialmente distinta, e che però propone uno statuto della responsabilità relativa alle obbligazioni di mezzi dove assume rilievo *prima facie* la realizzazione di una condotta diligente “in astratto” cioè secondo i mezzi normalmente da impiegarsi nel genere di prestazioni considerato, G. D’AMICO, *op. cit.*, *passim*, spec. pagg. 157 ss.

<sup>101</sup> Così differendo dal ruolo che essa tipicamente riveste nell’ambito del rapporto obbligatorio, *i.e.* quello di criterio di imputazione dell’obbligo di conservazione della possibilità della prestazione: L. MENGONI, *op. cit.* *Contra* S. RODOTÀ, voce *Diligenza (Diritto civile)*, cit., pag. 539.

<sup>102</sup> L. MENGONI, *op. cit.*; nonché ID., *Responsabilità contrattuale*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, pag. 1072; C. CASTRONOVO, *Del non risarcibile aquiliano: danno meramente patrimoniale, c.d. perdita di chance, danni punitivi, danno c.d. esistenziale*, cit., pagg. 324 s.; dove lo spunto (*a contrario*) della ricostruzione in termini di incremento delle *chances*.

<sup>103</sup> Si realizza così una sostanziale riproposizione di quelle opinioni che, in coerenza con una un tempo predominante dottrina (A. BRECHT, *System der Vertragshaftung*, in *Jh. Jahr.*, 1908, pagg. 213 ss., e G. HARTMANN, *Die Obligation: Untersuchungen über ihren Zweck und Bau*, Erlangen, 1875; sui quali cfr. le considerazioni critiche di G. OSTI, *op. cit.*, pagg. 209 ss.), prospettavano una ricostruzione dell’obbligazione che la esauriva in un «dovere di sforzo», cioè di mera «tensione della volontà» del debitore estrinsecantesi nella profusione, a mezzo delle condotte del debitore, di un impegno funzionalmente volto alla soddisfazione dell’interesse primario, il cui difetto consente di concludere nel senso della negligenza del debitore intesa come *culpa* del medesimo (cfr. ID., *op. loc. ult. cit.*). Sul piano ricostruttivo, ciò implicava pertanto la negazione della necessaria esistenza, nel perimetro oggettivo dell’obbligazione, di una «ragione di bene» dovuta, che potesse concepirsi come qualcosa di distinto dalla condotta e rispetto alla quale la condotta si ponesse come causa efficiente: In tema cfr. L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» (Studio critico)*, cit., I, pag. 3 dell’estratto della Rivista del Diritto Commerciale; G. COTTINO, *L’impossibilità sopravvenuta della prestazione e la responsabilità del debitore. Problemi generali*, Milano, 1955, pag. 75; R. CICALA, *Concetto di divisibilità e indivisibilità dell’obbligazione*, Napoli, 1953, pag. 84.

In quest'ottica, l'interesse creditorio cessa di essere concepito in termini di "risultato intermedio", nel senso sopra richiamato, poiché l'intera analisi si risolve in una correlazione immediata tra il parametro della diligenza e le condotte prestate (i "mezzi"), con la conseguenza che l'obbligazione viene a esaurirsi integralmente nelle condotte stesse, il cui *modo d'essere* (dovuto) è determinato dalla diligenza<sup>104</sup>. Tali ricostruzioni si rapportano così all'interesse primario, unico risultato rilevante, attribuendogli una collocazione per così dire «ibrida» nella struttura dell'obbligazione: estraneo al relativo perimetro in quanto non promesso *sic et simpliciter*<sup>105</sup>, ma al contempo parametro in relazione al quale

---

<sup>104</sup> P. SCHLESINGER, *op. cit.*

<sup>105</sup> Afferma G. D'AMICO, *op. cit.*, pagg. 169 ss., che in tale tipologia di rapporti, «la prestazione-*risultato* coincid[e] con la realizzazione dell'interesse finale o primario del creditore (ad es., la guarigione), con la precisazione tuttavia che tale "risultato" (che, a questo punto e in ipotesi, cesserebbe di essere "estrinseco" alla struttura del rapporto, perché rientrerebbe nel programma obbligatorio) è dedotto *in obligatione* non *in assoluto*, bensì *nei limiti in cui può essere conseguito attraverso un'attività diligente (perita, prudente)* del debitore».

Questa sorta di deduzione in obbligazione "condizionata" o "limitata" del risultato finale costituirebbe così il *proprium* dell'obbligazione di risultato, e sarebbe da rinvenirsi in tutte le situazioni in cui il raggiungimento dell'interesse primario – che rientra nell'oggetto dell'obbligazione in quanto «è sempre il *risultato* di un comportamento (diligente) del debitore a costituire oggetto del diritto del creditore» – è «sottratto alla possibilità (sia pure astratta) di [un] integrale "controllo", sì che – sotto questo profilo – si presenta come (più o meno) aleatorio, se non addirittura (in qualche ipotesi) irraggiungibile» (G. D'AMICO, *op. cit.*, pag. 171 cui appartiene pure la citazione che segue, pag. 174). Col che, «l'aleatorietà (oggettiva) del risultato emerge» alla stregua di un elemento «determinante (nella maggior parte dei casi) ai fini della qualificazione dell'obbligazione come "mezzi"».

A propria volta, la detta natura "condizionata" o "limitata" della deduzione in obbligazione della soddisfazione dell'interesse primario si esprime sul piano delle regole di giudizio *traslando* sul debitore il rischio della causa ignota – l'onere di dimostrare il contenuto e l'imputabilità del fattore estraneo sopravveniente –, quale conseguenza del fatto che a un risultato "governabile" (tale, *in thesi*, nelle obbligazioni di risultato) si è sostituito un risultato, *i.e.* il soddisfacimento dell'interesse primario, "ingovernabile" (G. SICCHIERO, *Dalle obbligazioni "di mezzi e di risultato" alle "obbligazioni governabili o non governabili"*, in *Contr. e impr.*, 2016, pag. 1391). Ed è oltremodo significativo notare, in questo rispetto, che la stessa identificazione della "causa ignota" quale tema di prova affonda le proprie radici nella formulazione della norma del codice Pisanelli (art.

valutare l'esattezza dell'adempimento, *sub specie* dell'idoneità del congegno debitorio a realizzare l'interesse primario. In tale schema di ragionamento l'idoneità causale della condotta al conseguimento dell'interesse primario è dunque *vettore della concretizzazione della diligenza*, mentre dalla ricostruzione della struttura dell'obbligazione è espunta l'idea che il debitore sia tenuto *incondizionatamente* a far conseguire al creditore una utilità oggettivamente apprezzabile, che si ponga come elemento ulteriore e distinto rispetto a un dato insieme di condotte in sé considerate (e qualitativamente determinate in base alla diligenza), pur non venendo a identificarsi con l'interesse primario, ma rimanendo strumentale alla relativa soddisfazione<sup>106</sup>.

In definitiva, un conto è dire che l'obbligazione di mezzi *si esaurisce dal punto di vista oggettivo nell'obbligo di tenere una condotta qualificata secondo il predicato della diligenza*<sup>107</sup>, un altro è dire che il debitore è tenuto a raggiungere un dato effetto utile, concettualmente pensabile e verificabile nel giudizio di responsabilità (per quanto in sé non soddisfacitivo dell'interesse "finale" il cui il creditore aspira, bensì di un interesse strumentale al logicamente successivo, eventuale raggiungimento dell'interesse finale), *mediante* una determinata serie di condotte la cui enucleazione avviene in applicazione della regola di diligenza, che qui

---

1225 c.c.: ««Il debitore sarà condannato al risarcimento dei danni, tanto per l'inadempimento dell'obbligazione quanto per il ritardo dell'esecuzione, ove non provi che l'inadempimento o il ritardo sia derivato da una causa estranea a lui non imputabile, ancorché non sia per sua parte intervenuta malafede») che da sempre è stata intesa come applicabile (anche o solo) alle obbligazioni di consegna, quale archetipo delle obbligazioni di risultato. Sulla base di questa notazione G. D'AMICO, *op. cit.*, pagg. 30 ss., propone la tesi che individua nella responsabilità *ex recepto* – non già un diverso criterio di imputazione o un diverso limite della responsabilità – un diverso oggetto dell'obbligazione: non già custodia in vista della successiva consegna, ma «conservazione».

<sup>106</sup> In definitiva, una simile impostazione si connota per la negazione di uno spazio logico proprio al risultato "intermedio" (cioè quello senz'altro dovuto nell'obbligazione di mezzi e non soddisfacitivo dell'interesse primario): esso rimane "schiacciato" nel rapporto tra la valutazione che guarda alla condotta, indipendentemente dagli esiti che produce (*diligentia in abstracto*), e la valutazione che guarda alle ragioni del mancato raggiungimento dell'interesse primario (*diligentia in concreto*).

<sup>107</sup> Diligenza che costituisce il criterio per determinare, per l'appunto, il "modo d'essere" dell'obbligazione.

possiede la funzione di criterio di determinazione della prestazione dovuta alla stregua di un criterio di congruità al perseguimento del fine<sup>108</sup>.

8.3.- Il presente lavoro non è evidentemente la sede in cui prendere posizione su tale complessa tematica, nella sua formulazione di tratto generale. Quello che interessa, piuttosto, è verificare come i postulati delle due macro-tesi ora considerate interagiscano con la materia in discorso, *sub specie* dell'identificazione dell'interesse creditorio dedotto in obbligazione.

Applicando dunque le precedenti linee ricostruttive alla prestazione caratterizzante il servizio del *portfolio manager*, si prospetta l'alternativa

<sup>108</sup> F. PIRAINO, *op. cit.*, pag. 584.

Esula dal presente discorso il profilo relativo alla configurazione della diligenza, rispetto al quale può dirsi indiscussa l'adozione di una nozione oggettiva. Nel senso che il giudizio sulla diligenza, seppure condotto *ex post* dal giudice sulla base dell'apprezzamento olistico delle concrete caratteristiche della singola fattispecie concreta, mira a ricostruire, *in via oggettiva*, uno *standard economico-sociale* di condotta cui ci si attende che ciascun consociato, posto in quelle medesime concrete condizioni, si conformi (A. DI MAJO, *sub Artt. 1173-1176. Delle obbligazioni*, cit., pag. 425). Un simile approccio risponde in effetti a una percezione maggiormente "moderna" delle regole dei rapporti patrimoniali, la quale sostituisce a un giudizio sulla diligenza di tipo essenzialmente moralistico uno di natura per così dire "funzionale", cioè basato sull'enucleazione di un livello oggettivo (C.M. BIANCA, *sub Artt. 1218-1229. Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Commentario al c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1967, pag. 427) – per quanto ricavato nel concreto, caso per caso – di "qualità minima" delle condotte dovute dai consociati, che sia sufficiente a garantire un sufficientemente ordinato svolgimento dei rapporti intersoggettivi tutelando l'affidamento dei creditori, e che sia al contempo ragionevolmente raggiungibile – e quindi esigibile – dal complesso dei soggetti tenuti. Peraltro, resta evidente che il discrimine tra soggettivo ed oggettivo dipende in realtà da quanto nel dettaglio si va a costruire la singola fattispecie: cioè, a quante e quali sono le circostanze di fatto, relative alla sfera del debitore, rilevanti ai fini del giudizio.

Inoltre, una simile concezione della diligenza ha altresì il pregio di mettere in evidenza come la distinzione tra la diligenza del buon padre di famiglia e quella professionale attenga non già alla struttura di base della nozione, ma alle modalità di enucleazione dello *standard* dovuto, le quali non sono quelle che rispondono, su un piano di normalità, alla «tensione della volontà, sforzo od impegno nella direzione (della produzione) di un determinato risultato» di un comune *bonus pater familias*, bensì quelle dettate da «una diligenza che assommi e richiuda in sé il rispetto di quel patrimonio di esperienze tecniche e/o competenze che pertiene al settore di attività considerato» (A. DI MAJO, *sub Artt. 1173-1176. Delle obbligazioni*, cit., pag. 431).



tra un'obbligazione dove l'interesse creditore è *ipso facto* soddisfatto là dove l'intermediario abbia *agito diligentemente al fine di conseguire un dato risultato finanziario*, “sperato” dal creditore ma non “promesso” dal debitore, e un'obbligazione dove il gestore è tenuto senz'altro a fare conseguire al creditore il risultato “intermedio” della *costruzione di un portafoglio* che, *ex ante*, si manifesti come *obiettivamente idoneo al conseguimento degli obiettivi finanziari contrattualmente divisati*.

Occorre allora domandarsi, così nella fattispecie ora considerata come in generale, se questa distinzione sia dotata di una sua propria reale sostanza, ovvero se risponda a mere istanze classificatorie ed esigenze di coerenza dogmatica generale, oppure ancora non si risolva in differenze lessicali rispetto a una identica ricostruzione del fenomeno.

Ora, se si prova a guardare all'illustrata dialettica distaccandosi dagli aspetti maggiormente dogmatico-formali per convergere sul “bene” che nel concreto viene preteso dal debitore, sembra possibile concludere nel senso che al fondo di essa riposa una diversa percezione circa il grado di consistenza *reale* dell'interesse “secondario” nell'ambito delle obbligazioni di mezzi, cioè di quel risultato “intermedio” (rispetto alla sequenza causale verso l'interesse primario), che consiste nella realizzazione delle condizioni materiali idonee in via effettiva e in misura sufficientemente adeguata a soddisfare l'interesse primario.

In questa prospettiva, potrà allora dirsi che tanto più tale logica risulta appagante quanto più il risultato intermedio costituisca qualcosa di verificabile sulla base di valutazioni e “metriche” socialmente condivise e affidanti. Detto altrimenti, il “risultato intermedio” si affranca dall'essere il mero riflesso di una condotta qualitativamente idonea al raggiungimento dell'interesse primario quando esso possa essere compreso, apprezzato e misurato secondo logiche e metodologie che, per quanto inevitabilmente convenzionali, possano dirsi dotate di un sufficiente livello di oggettività sul piano social-tipico (e quindi, se del caso, scientifico), e come tali dotate di un grado di formalizzazione che le rende sufficientemente affidabili nella coscienza collettiva.

Al contrario, se la soddisfazione del risultato intermedio resta, sul piano empirico e per così dire epistemico, un elemento non attendibilmente verificabile, discorrere di un risultato intermedio autonomo dall'interesse primario rischia di risultare non pienamente appagante sul

piano teorico né operativo. Se tale “ragione di bene” promessa al creditore fatica a essere distinta dalla mera (valutazione di) idoneità della condotta debitoria a soddisfare l’interesse primario del creditore, allora il giudizio di responsabilità non potrà prescindere dall’interrogarsi sullo svolgimento della dinamica eziologica tra i mezzi prestati e l’interesse primario (non raggiunto). E cioè sulle ragioni per cui una condotta, pur apparendo diligente cioè conforme alle regole dell’arte ordinariamente da impiegarsi in relazione al tipo di attività considerato (c.d. *diligentia in abstracto*), non abbia portato alla soddisfazione dell’interesse primario. Ma tale è proprio l’approccio predicato dalla tesi che nega la autonoma rilevanza dell’“interesse strumentale”, e riferisce alle obbligazioni di mezzi una struttura differente da quelle “di risultato”<sup>109</sup>.

---

<sup>109</sup> Questa differenza emerge chiaramente dall’angolo visuale della logica sottesa alla conduzione del giudizio di responsabilità, che si impone in ciascuna delle due opposte visioni.

E infatti, se è ragionevole che nel corso del giudizio di responsabilità sorga nella mente del giudicante l’interrogativo circa le ragioni per cui vi è stata la soddisfazione dell’interesse primario (qui, al raggiungimento degli obiettivi finanziari del cliente), l’interrogativo è diversamente impostato a seconda dello schema concettuale di riferimento. Poiché se il raggiungimento del “risultato intermedio” costituisce un elemento in sé pensabile e autonomamente accertabile, l’interesse primario può essere relegato al di fuori della fattispecie, con la conseguenza che interrogarsi sul suo mancato raggiungimento assume una rilevanza secondaria; al tempo stesso, l’attività esecutiva prestata rileva non tanto in sé bensì rispetto all’effetto che ha prodotto (cioè il raggiungimento del risultato “intermedio”). Al contrario, se la ricostruzione della fattispecie guarda all’attività esecutiva prestata dal debitore nel suo rapporto diretto con la dinamica eziologica che non ha portato al raggiungimento dell’interesse primario, allora il giudizio deve vertere non già sul risultato prodotto dall’attività esecutiva bensì su un duplice e congiunto elemento: *da un lato*, sulla “qualità delle condotte” e, *dall’altro*, sulle ragioni per cui questo non è stato raggiunto.

In altri termini, o il mancato raggiungimento dell’interesse primario è concepito come elemento totalmente estrinseco all’obbligazione, e allora l’eventuale interrogarsi sulle ragioni che nel concreto potrebbero averne impedito il soddisfacimento costituisce al più un *elemento indiziario* nell’ambito di un più ampio tema di prova che interessa l’effettiva realizzazione da parte del debitore di condizioni idonee a promuovere la soddisfazione di quello (così, nelle tesi che negano la rilevanza categoriale della nozione di obbligazione di mezzi). Oppure, *in termini speculari*, l’interesse primario rimane in qualche modo attratto alla fattispecie obbligatoria, di tal che il giudizio mira a domandarsi perché, pure a fronte della condotta diligente (*in abstracto*), quell’interesse primario non sia stato

8.4. Nel contesto di un simile ordine di considerazioni, la misurabilità tecnico-scientifica delle caratteristiche quantitative e qualitative del rischio finanziario del portafoglio gestito consente di affermare l'esistenza di una *razionalmente credibile calcolabilità*, in un'ottica *ex ante* (cioè al momento dell'esecuzione della prestazione e prima che se ne manifestino gli effetti economici), della qualità del risultato "intermedio" prodotto dai mezzi prestatati dal debitore, quale elemento concettualmente distinto dalla soddisfazione dell'interesse primario.

Tale risultato si identifica nell'assunzione, tramite la composizione del portafoglio finanziario, di un rischio connotato in senso sia *quantitativo* che *qualitativo*, cioè in grado di restare al di sotto di un limite massimo assoluto di rischio e, dall'altro, di esprimere un adeguato rapporto di "convenienza" tra il rischio assunto e il rendimento atteso (c.d. *risk-adjusted returns*). Alla luce di ciò, è corretto affermare che l'interesse che il gestore di portafogli si impegna a soddisfare è quello di costruire e mantenere lungo il corso del rapporto di investimento un portafoglio le cui intrinseche caratteristiche, misurate secondo le metodologie e le metriche proprie della tecnica finanziaria, esprimano *ex ante* (nonché in ciascun momento di osservazione lungo il corso del rapporto) un rapporto adeguato, in punto di efficienza, tra rischio e rendimento. L'interesse la cui soddisfazione è promessa dal debitore viene dunque a insistere su un risultato che, per quanto rimanga strumentale all'interesse "primario" di una data redditività del portafoglio, si appalesa come un qualcosa la cui esistenza o meno è senza dubbio concettualmente distinguibile tanto dai mezzi prestatati, quanto dal rendimento del portafoglio, conseguito *ex post*.

Per fornire di tale risultato una più precisa descrizione, occorre ricollegarsi alla notazione per cui la gestione di portafogli trova la propria funzione economica nella destinazione del patrimonio a un impiego

---

raggiunto. In altri termini, emerge un autonomo tema di prova avente per oggetto la comprensione della specifica "causa esterna", intesa come fattore esterno impediente la realizzazione dell'interesse primario. In questo modulo di accertamento, è la verifica degli esiti concreti prodotti dalla condotta debitoria a rilevare come elemento indiziario ai fini della gestione dell'elemento su cui, insieme alla "qualità" delle condotte tenute dal debitore, si edifica la responsabilità, e cioè l'esistenza o meno di un fattore causale esterno che abbia interrotto la catena causale che dalla condotta diligente conduce alla soddisfazione dell'interesse primario.

economicamente fruttifero, coerente con la propensione al rischio dell'investitore. Senonché, dal momento che il referente ultimo di commisurazione dell'utilità dell'investitore è il valore monetario *reale* del portafoglio, il quale è strutturalmente esposto alla relativa “erosione” che deriva dalla dinamica inflattiva, anche l'impiego maggiormente “conservativo” del capitale si deve associare – per avere senso pratico, e non risultare in un inutile dispendio di risorse e costi – quanto meno all'obiettivo di produrre un apprezzamento del portafoglio che compensi, o comunque mitighi in maniera oggettivamente apprezzabile, l'effetto inflattivo, al contempo garantendo una certa misura di liquidabilità dei valori investiti.

Se però non sussiste, come non sussiste praticamente<sup>110</sup>, la ragionevole possibilità che tale obiettivo sia realizzato senza l'assunzione di rischi<sup>111</sup>, dovrà allora dirsi che l'attività di investimento si propone di realizzare i propri obiettivi – non a dispetto della, ma – *proprio mediante l'esposizione del patrimonio a un rischio finanziario* che in tanto è obiettivamente funzionale rispetto allo scopo in quanto è *tecnicamente ponderato* (e non si riduce invece a una mera situazione di aleatorietà dei risultati conseguibili in esito all'investimento).

Sul piano della configurazione normativa dell'interesse creditorio tipico (*i.e.* serialmente tipico, siccome riferito alla categoria dell'investitore di volta in volta considerato), dovrà pertanto dirsi che l'investitore mediante la gestione di portafogli *ricerca* un rischio che si identifica *ab intrinseco* come *qualitativamente connotato* in relazione sia a una misura massima di volatilità assoluta, sia all'esistenza di un *livello di efficienza sufficientemente elevato nel rapporto tra il rischio e il rendimento atteso*.

---

<sup>110</sup> Al netto delle precisazioni che sarebbero da compiere rispetto al tasso *risk-free*. In effetti, non esistono veramente e comunque, in questo senso, dei costi transattivi, di là dal fatto che dal punto di vista razionale comunque risulterebbe dirimente il discorso svolto secondo la *capital market line*.

<sup>111</sup> Assunzione di rischi in questo caso volontaria, o, in ogni caso, inevitabilmente *da assumersi* sul piano razionale (ossia: rischio di ciò che in termini assoluti è in sé razionale assumere piuttosto che non assumere, il punto spostandosi poi sul quanto e sul come di tale rischio), stante la perdita certa del valore reale del denaro cui l'investitore va incontro nel caso di mantenimento dei propri risparmi in forma liquida.

In effetti, l'insieme dell'apparato normativo in materia di servizi di investimento e gestione del risparmio rende certi del fatto che l'attività finanziaria non è concepita dall'ordinamento come una massa di banali scommesse da bar (da rifiutarsi nettamente, in questo senso, è l'espressione "giocare in borsa"). Al contrario, essa è – deve essere – attività d'impresa *i.e.* attività professionalmente condotta, e *in sé* produttiva di valore socialmente apprezzabile e utile<sup>112</sup>.

Sul piano empirico, ciò è sufficientemente comprovato dall'analisi precedentemente condotta<sup>113</sup> in ordine ai postulati di fondo che sottendono all'economia del mercato mobiliare, a partire dalla *portfolio theory* quale cardine delle strategie di assunzione di decisioni di investimento, come pure alla relativa regolamentazione, sub specie della regola di adeguatezza che impone la costruzione di portafogli dotati di un «*appropriate level of diversification*».

In effetti, la stessa esistenza dell'attività di gestione dei risparmi come servizio di natura *professionale*, basato sulle tecniche "scientifiche" dell'economia mobiliare, si rapporta proprio alla volontà – e alla ritenuta possibilità – di superare un approccio agli investimenti che sia «di pura sorte», per muovere verso l'esito di una più «sicura» gestione del rischio finanziario mediante adeguate tecniche di diversificazione: detta più tecnicamente, di costruzione di portafogli di investimenti che, in quanto sufficientemente diversificati, conducano all'*eliminazione* di tutte le componenti *non sistematiche*<sup>114</sup> del rischio finanziario, al contempo ottenendo il *ritorno atteso massimo possibile* alla luce di tale parametro. Può in questa prospettiva che è *efficiente* quel rischio che si associ a un rendimento atteso che, alla stregua delle tecniche di *asset allocation* e *stock picking* esistenti, possa dirsi sufficientemente elevato.

8.5. Quanto precede evidenzia l'insufficienza e l'inadeguatezza di ogni tesi ricostruttiva che concepisca l'interesse creditorio tipico

---

<sup>112</sup> A.A. DOLMETTA, *Speculazione e prudenza. A proposito dei contratti derivati OTC*, in *IlCaso.it*, febbraio 2014. Assonanze con il discorso di Dolmetta si possono rilevare nella parte motiva di Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770, in *Dejure*.

<sup>113</sup> Cfr. *supra*, cap. 1, n. 3; n. 7 di questo capitolo, nonché *infra*, cap. 3, nn. 2 ss.

<sup>114</sup> Cioè non legate alla misura di rischio del mercato nel suo complesso, in un dato momento. Sul concetto di rischio sistematico, cfr. cap. 1, par. 3.

concreto<sup>115</sup> all'interno di tale categoria di rapporti contrattuali configurando il rischio finanziario alla stregua di un elemento estrinseco dell'obbligazione, un mero "accidente" che l'investitore è disposto ad accettare pur di raggiungere il risultato atteso. Se un tale postulato è forse coerente con la concezione soggettivistico-idiosincratica propria della teoria microeconomica delle preferenze dell'investitore, esso richiede di essere superato quando si muova verso il tentativo di comprensione dell'interesse del gerito in una prospettiva *normativamente rilevante* (art. 1174 c.c.)<sup>116</sup>, *i.e.* come interesse oggettivo, e concreto, alla cui soddisfazione il rapporto obbligatorio è funzionalmente preordinato, e che viene pertanto a costituire misura degli obblighi del debitore della prestazione.

Da ultimo sul tema, va osservato che la conclusione secondo cui il risultato dell'effettiva assunzione *ex ante* di un "rischio efficiente" costituisce una "ragione di bene" dotata di consistenza sua propria, e diversa dall'interesse primario a una data redditività del portafoglio, risulta corroborata da un ulteriore ordine di osservazioni, che dipende da talune caratteristiche di fondo della materia finanziaria qui considerata.

Nella precedente trattazione si è identificato l'interesse primario in termini di *raggiungimento degli obiettivi finanziari* o di conseguimento di un dato livello di redditività del portafoglio. E tuttavia, quando si tenti di individuare nel concreto la misura del rendimento del portafoglio da ritenersi effettivamente soddisfattiva dell'interesse primario, ci si rende conto che fornire una simile risposta è in effetti assai più arduo di quello che si sarebbe d'acchito indotti a pensare. E comunque è meno agevole di quanto non sia identificare l'interesse primario nell'ambito dei rapporti cui si fa comunemente riferimento nel discorso intorno alle obbligazioni di mezzi, anche sulla scorta della realtà del contenzioso: come si è già detto, anzitutto la responsabilità sanitaria, e quindi quella dei professionisti intellettuali.

E infatti, mentre è facile fissare nella guarigione l'interesse primario – non dedotto in obbligazione (o, secondo la diversa linea sopra prospettata, dedotto in via "condizionata" o "limitata"), ma – sotteso alla prestazione medica quale termine finale cui il paziente aspira e al cui

---

<sup>115</sup> A. DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale. Art. 1173-1176*, cit., pag. 269.

<sup>116</sup> Ivi, pag. 267.

raggiungimento è orientata la prestazione terapeutica (ciò almeno in punto di proposizione teorica, e salve le possibili difficoltà di accertamento pratico circa l'effettivo raggiungimento, in una data fattispecie concreta, anche dello stato di guarigione), non è altrettanto agevole descrivere in termini assoluti l'utilità attesa cui aspira l'investitore.

In effetti, nella gestione di portafogli una risposta all'interrogativo in ordine alla *performance* che deve considerarsi integralmente soddisfattiva dell'"aspirazione" creditoria che dà corpo all'interesse primario non è fornibile *in termini assoluti*, se – come si è visto – si considera che sussiste una strutturale correlazione tra rischio e investimento, di tal che una data misura di rendimento possibile si rapporta necessariamente alla rischiosità del portafogli. Ma anche ipotizzando di individuare diversi livelli di rendimento a fronte di diversi livelli di rischio del portafoglio, non è possibile pervenire a un valore di *performance* che possa dirsi in sé soddisfattivo dell'interesse primario (così, per dire, il 3% per un rischio basso, il 6% per un rischio medio, il 9% per un rischio alto). E tale impossibilità, si noti, non attiene alla certezza del raggiungimento del risultato (come nel caso di prestazione medica connotata da un qualche coefficiente di difficoltà), ma riguarda in radice la configurabilità *ex ante* di un dato risultato come soddisfattivo dell'interesse primario, giacché la "qualità" degli esiti della gestione non si presta a essere apprezzata se non comparativamente rispetto al contesto rilevante. Il vero è, infatti, che altro è conseguire un rendimento del 1% in un contesto in cui la crescita economica globale è del 10%, altro è conseguire un rendimento dell'1% durante una stagnazione dell'economia su larga scala, altro ancora è conseguire lo stesso rendimento durante una crisi finanziaria globale. La valutazione andrebbe peraltro ulteriormente raffinata considerando la crescita reale dell'economia, *i.e.* l'aumento del valore globale della produzione al netto della componente legata all'inflazione.

Ne consegue, in definitiva, che nella prestazione del *portfolio manager* l'interesse primario appare dotato, già nella sua stessa enucleazione concettuale, di un notevole grado di *relatività* e *dipendenza* dalle concrete circostanze del mercato dei capitali e dalla più generale condizione del ciclo economico, poiché esso non si definisce in sé, ma solo in termini "posizionali" rispetto al contesto esterno. Per converso, la misura di efficienza del rischio assunto e la dimensione assoluta del rischio del

portafoglio si prestano ad essere quantificate e misurate in termini attendibili alla stregua delle metodologie sviluppate dalla tecnica finanziaria. Si trova così rafforzata la conclusione che l'interesse creditorio dedotto in obbligazione consiste *nell'assunzione consapevolmente volontaria di un rischio quantitativamente e qualitativamente conformato* secondo criteri, da un lato, di efficienza e, dall'altro, di coerenza con le caratteristiche della categoria di investitore considerata<sup>117</sup>. Il raggiungimento di tale risultato è *incondizionatamente* promesso dall'intermediario, di tal che il suo mancato raggiungimento costituisce *ex se* inadempimento, e attiva i conseguenti obblighi risarcitori con il solo limite dell'impossibilità sopravvenuta per fatto non imputabile.

---

<sup>117</sup> Ne consegue che la conservazione del valore del portafoglio non rileva nella prospettiva dell'obbligo di custodia *ex artt.* 1838 e 1177 c.c., giacché nella gestione di portafogli finanziari – quale servizio la cui erogazione è riservata, stante la riserva d'attività, a soggetti professionali abilitati alla prestazione di servizi di investimento – non residua alcuno spazio autonomo per la configurazione di obblighi intesi a conformare l'attività di gestione (decisione e attuazione dei singoli atti di cooperazione gestoria) che possano dirsi derivanti in via immediata dall'applicazione di una regola di prudenza. I tratti connotanti della prestazione sopra evidenziati indicano che, in punto di determinazione e attuazione della politica d'investimento che dà corpo alla gestione (da parte rimanendo le attività a contenuto meramente amministrativo di tutela dei diritti incorporati dagli strumenti, di cui alla sopra richiamata figura del deposito titoli in amministrazione), il dovere di prudenza si trova assorbito senza ulteriori residui nella perizia tecnica, quale criterio unitario e globale di determinazione della prestazione gestoria in coerenza con l'interesse dell'investitore, che l'intermediario è tenuto a realizzare. La dimensione dell'obbligo di custodia rimane pertanto limitata alla prospettiva dell'integrità dei relativi diritti.



## CAPITOLO TERZO

### IL *BENCHMARK* NELL'ADEMPIMENTO DELLA PRESTAZIONE GESTORIA

SOMMARIO: 1. *La designazione del benchmark quale patto sulle modalità esecutive della prestazione.* 2. *Obblighi gestori correlati al benchmark nelle gestioni passive. Replica del portafoglio-modello e c.d. tracking error.* 3. *Obblighi gestori correlati al benchmark nelle gestioni attive: discostamento dal portafoglio-modello e incremento del rapporto rischio-rendimento nell'ambito dei limiti di rischio contrattualmente stabiliti.* 4. *Il problema delle gestioni "flessibili".* 5. *Caratteristiche necessarie del benchmark: i) trasparenza; ii) replicabilità; iii) significatività (correlazione ed elevata diversificazione).*

#### *1. La designazione del benchmark quale patto sulle modalità esecutive della prestazione*

1.1. In conclusione del capitolo che precede, si è guadagnato il risultato ricostruttivo secondo cui l'oggetto dell'obbligazione del *portfolio manager* si identifica nell'assunzione e nel mantenimento (lungo tutto il corso del rapporto) di un rischio *efficiente*, ossia di un elevato rapporto di convenienza tra rischio assunto e rendimento atteso conseguente a una *tecnicamente adeguata diversificazione* del portafoglio. Tale risultato consente adesso di verificare l'ipotesi ricostruttiva, formulata in avvio del presente lavoro (*supra*, cap. 1, n. 2<sup>1</sup>) alla stregua della quale il *benchmark* esprime una dimensione conformativa del rischio finanziario del portafoglio che ha *natura qualitativa*, concorrendo a *conformare dall'interno* l'esercizio della discrezionalità gestoria<sup>2</sup>, cioè a *guidare* in termini

---

<sup>1</sup> Cfr. anche i rilievi aggiuntivi svolti *supra*, cap. 1, n. 7, e cap. 2, n. 6.

<sup>2</sup> Mentre i limiti esterni della gestione, ossia la misura massima di rischio assumibile, le categorie di strumenti acquistabili e le tipologie di operazioni realizzabili (inclusa la leva), sono rimessi ad altri contenuti del contratto di gestione: cfr. art. all'art. 47, par. 3, Reg. Del. UE 2017/565, ripreso in termini quasi pedissequi dall'art. 38 Reg. Int.

giuridicamente rilevanti le scelte di investimento e, per tale via, ridurre *ex ante* il margine di discrezionalità esecutiva dell'intermediario. Nei fatti, l'obiettivo della massimizzazione dei *risk-adjusted returns*<sup>3</sup> (interesse creditorio *ex art.* 1174 c.c.) viene perseguito mediante la predeterminazione, da parte dell'impresa di investimento, di *portafogli-tipo* che, in relazione a ciascuna linea di gestione, risulteranno composti in termini coerenti (secondo un maggiore o minore grado di corrispondenza, a seconda dello stile di gestione: *cfr. infra*, nn. 2 e 3) con i *benchmark* indicati in contratto<sup>4</sup>. Questi salgono così al ruolo di determinazione pattizia concernente l'oggetto del mandato, integrando cioè una *pattuizione in ordine alle modalità di esecuzione della prestazione, sub specie* dei mezzi da prestare, strumentali alla soddisfazione dell'interesse creditorio.

1.2. Occorre in definitiva riconoscere al *benchmark* una duplice funzione. Anzitutto, esso rileva nella prospettiva del «*tracking*», cioè funge da criterio, vincolante a livello negoziale, per la costruzione del portafoglio (definizione dell'*asset allocation*, *i.e.* della ripartizione del portafoglio tra i diversi comparti del mercato finanziario investibili, e dello *stock picking*, *i.e.* della scelta dei singoli strumenti da acquistare in relazione a ciascun comparto/*benchmark*). In secondo luogo *e solo quale conseguenza e riflesso* della prima funzione, esso consente il c.d. «*benchmarking*», cioè un confronto tra *performance*<sup>5</sup> rilevante anche ai fini della

---

<sup>3</sup> Cioè della ricerca di una diversificazione che, a parità di rendimento atteso, esponga il portafoglio al minor rischio possibile (misurato in ragione della volatilità), in considerazione degli effetti positivi derivanti da correlazioni tra i singoli comparti del mercato (rappresentati dai *benchmark*) tendenzialmente nulle o perfino negative.

<sup>4</sup> A fronte dell'indicazione di più *benchmark*, l'intermediario è anche chiamato a indicare la ponderazione percentuale di ciascun parametro. Potrebbe in linea teorica anche utilizzarsi un unico *benchmark* di riferimento, purché il relativo spettro sia talmente ampio da garantire un sufficiente livello di rappresentatività dei comparti del mercato finanziario rientranti nella politica di investimento.

<sup>5</sup> «*While financial market indices have many uses, in the equity market, two uses stand out: for portfolio benchmarking, and for tracking. In the former, the performance of some portfolio (for example, a mutual fund) is evaluated by comparing it to the performance of the benchmark index. In other words, a benchmark is simply a "standard against which the performance of a security or a mutual fund can be measured." Indeed, in the context of the mutual fund industry, the terms "benchmark" and "index" are so*

valutazione della “bontà” dell’operato del gestore e della conseguente sostituzione dell’intermediario.

Appaiono perciò da rifiutare le tesi dottrinali che riducono il ruolo del *benchmark* alla seconda delle funzioni individuate: l’obbligo normativo di stabilire e indicare «un metodo adeguato di valutazione e raffronto, come ad esempio un valore di riferimento significativo [«*meaningful benchmark*»], basato sugli obiettivi di investimento del cliente e sui tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente» (così, l’art. 47, Reg. Del.), può essere assolto solo indicando *benchmark* omogenei rispetto a quelli impiegati nella costruzione del portafoglio-modello rilevante ai fini del *tracking*<sup>6</sup>.

---

*closely related that the entry for “benchmark” in the Investment Company Institute’s glossary of mutual fund terms contains a cross-reference to the term “index,” and the definition of “index” reads, in part, “[a] portfolio of assets that tracks the performance of a particular financial market or subset of it . . . and serves as a benchmark against which to evaluate a fund’s performance.” It appears that investors take performance relative to a fund’s benchmark index into consideration in making investment decisions, and that funds in turn respond to this. For example, there is evidence that funds choose their benchmark indices strategically, and that their performance relative to their reported benchmark matters to investors above and beyond the overall performance of the funds»: così A. ROBERSTON, *Passive in name only: delegated management and “Index” investing*, in *Yale L. Journ.*, 2019, pag. 7.*

<sup>6</sup> Non può pertanto essere condivisi gli argomenti di M. MAGGIOLO, *op. cit.*, pag. 265, e di F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, pag. 195, là dove sembrano limitare la funzione dei parametri di riferimento a quella di *benchmark*, sulla base di argomenti di ordine testuale, quali l’adozione del verbo descrivere (in vece di pattuire) e della natura condizionata dell’obbligo di indicazione del *benchmark* alla circostanza che esso sia «significativo».

Con riferimento al primo argomento, va osservato che si tratta di contratti unilateralmente predisposti: il *benchmark* è “descritto” in contratto quale conseguenza della decisione d’impresa avente ad oggetto la costruzione del prodotto in questione *sub specie* dell’adozione di una data politica d’investimento, di tal che la sua esposizione implica la manifestazione all’esterno, e la conseguente rilevanza esterna, di un “autovincolo” che l’impresa ha previamente posto a sé stessa a livello organizzativo, e che diviene rilevante a livello negoziale proprio in quanto riportato, se si vuole “descritto”, nel contratto.

Con riferimento al secondo, si tratta a ben vedere di un argomento a favore della rilevanza del *benchmark* quale vincolo giuridicamente rilevante *inter partes* alla costruzione. Come verrà infatti meglio illustrato *infra*, n. 4, l’assenza dell’obbligo di indicazione del *benchmark* può essere affermata solo là dove la politica di investimento sia totalmente decorrelata da qualsiasi *benchmark*: per l’appunto, solo quando difettino

1.3. Verso la conclusione ora indicata converge anche un argomento che prende corpo nella necessità di fornire una lettura della disciplina della gestione individuale del risparmio non radicalmente contrastante con quella propria gestione collettiva. In effetti, in quest'ultima la regolamentazione dei *benchmark*<sup>7</sup> manifesta più chiaramente, ed anzi in termini inequivocabili, la funzione di *tracking* che a essi spetta.

Si richiede, in particolare, che «la descrizione contenuta nella sezione “Obiettivi e politica d’investimento” del documento contenente le informazioni chiave per gli investitori comprend[a] — anche se esse non rientrano nella descrizione degli obiettivi e della politica d’investimento contenuta nel prospetto — le caratteristiche essenziali dell’OICVM circa il quale l’investitore deve essere informato, tra cui: ... d) se l’OICVM consente *scelte discrezionali circa gli specifici investimenti da realizzare, e se questo approccio si richiama, implicitamente o esplicitamente, a un parametro di riferimento, e, in caso affermativo, a quale*» (art. 7, par. 1, Regolamento (UE) n. 583/2010; enfasi aggiunta). Ancora, l’identità tra parametro di riferimento per l’*asset allocation* (*tracking*) e parametro di riferimento per il confronto (*benchmarking*) emerge anche all’art. 18, par. 1, del medesimo regolamento, dove è stabilito che «nel caso in cui la sezione “Obiettivi e politica d’investimento” del documento contenente le informazioni chiave per gli investitori rimandi a un parametro di riferimento, nel diagramma figura una barra indicante il rendimento di tale parametro, accanto a ciascuna delle barre che indicano i risultati passati dell’OICVM».

Ora, senza voler negare le diversità che sotto altri profili corrono tra gestione individuale e collettiva, sembra evidente che in entrambi i casi viene in rilievo un’attività gestoria di portafogli finanziari che si connota per la previa definizione di una strategia di *asset allocation* e si rapporta a un portafoglio modello costruito mediante il ricorso a *benchmark*, i

---

parametri di riferimento rilevanti (non tanto ai fini della rappresentazione della rischiosità dell’investimento, bensì) ai fini dell’*asset allocation*.

<sup>7</sup> Sul *benchmark* nella gestione collettiva del risparmio, cfr. F. AZZOLINI, A. MINTO, *Volatilità e gestione collettiva: riflessioni sul rapporto tra indici di rischiosità (benchmark e VaR) e politica di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, pagg. 398 ss.; G. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, pag. 1138.

quali devono essere riportati “all’esterno” nei confronti della clientela. E sia nella gestione collettiva sia in quella individuale, a fronte di uno stile attivo il *tracking* potrà essere affiancato da singole decisioni d’investimento “divergenti” dai parametri indicati in contratto, tali da portare il portafoglio gestito a presentare una più o meno significativa difformità da quello di cui ai *benchmark*, in base al concreto grado di discrezionalità attribuito al gestore<sup>8</sup> (cfr. *infra*, n. 3).

In questa stessa prospettiva e con riferimento alla disciplina sulla gestione di portafogli, l’art. 38 Reg. Int. – richiamandosi al requisito della *meaningfulness* del Reg. Del. Ue 2017/575 – impone l’indicazione del *benchmark* «ove significativo». Senonché, come verrà meglio illustrato *infra*, n. 4, l’indicazione del parametro di riferimento deve intendersi come non significativa, e quindi non dovuta, solo là dove non sia possibile identificare alcun parametro di riferimento rilevante ai fini dell’*asset allocation*, il che accade solo quando il gestore opera senza un portafoglio modello di riferimento. Ne deriva una simmetria della disciplina della gestione collettiva e di quella individuale: in entrambi i casi, in tanto il *benchmark* deve essere indicato in contratto, in quanto orienta la costruzione dei singoli portafogli gestiti<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Cfr. per la gestione collettiva, l’art. 7, par. 2, Regolamento (UE) n. 583/2010: «se ci si richiama a un parametro di riferimento, si indica il grado di discrezionalità in relazione a questo parametro».

<sup>9</sup> Cfr. infatti Q&A Application of the UCITS Directive, 20 July 2022 | ESMA34-43-392, pagg. 18 s., che, nel rispondere affermativamente alla domanda «Does Article 7(1)(d) of Commission Regulation (EU) No 583/2010 require a UCITS to provide a clear indication of whether it is actively or passively managed?», fornisce alcune chiarificazioni concettuali «Article 7(1)(d) requires that a UCITS either has an index tracking objective, or alternatively allows for discretionary choices, and in both cases this must be disclosed in the objectives and investment policy section of the KIID. In the case of index-tracking UCITS, using the terms ‘passive’ or ‘passively managed’ in addition to ‘index-tracking’ is recommended practice in order to assist investor understanding. A UCITS management company should consider providing additional wording to ensure the meaning of the term ‘passive’ or ‘passively managed’ is clear. An index-tracking (passive) UCITS must disclose the index it is tracking and show performance against that index in the past performance section of the KIID. An actively managed UCITS is one where the manager has discretion over the composition of its portfolio, subject to the stated investment objectives and policy. As opposed to a passive UCITS, an active UCITS does not have an index-tracking objective although it may include or imply reference to

1.4. Tanto rilevato, occorre subito precisare che la rilevanza negoziale dei *benchmark* quali patti sulle modalità esecutive della prestazione, cioè quali vincoli negoziali alla costruzione dei portafogli rilevanti sul piano dell'esatta esecuzione della prestazione gestoria, non vuole tuttavia significare che l'intermediario assume nei confronti dell'investitore l'obbligo di comporre (lungo il corso del rapporto) il portafoglio d'investimento in maniera da replicare integralmente e pedissequamente la composizione dei *benchmark*, quanto a titoli acquistati e relative proporzioni interne al portafoglio.

Tale aspetto dipende, infatti, dalla determinazione che l'impresa di investimento abbia fatto – al momento della costruzione del proprio prodotto, e quindi di natura generale, siccome riferita a tutte le gestioni di cui a una stessa “linea” – in ordine allo «stile di gestione» adottato: stile di gestione che, come si è anticipato, può essere di natura *passiva* – col che, la gestione ambirà programmaticamente a realizzare una composizione *tendenzialmente* sovrapponibile a quella dei relativi *benchmark* (e però, invero, mai identica ad esso: *infra*, n. 2) –, ovvero di natura attiva (*infra*, n. 3). Anche in quest'ultimo caso, la funzione del *benchmark* quale vincolo alla composizione del portafoglio non viene tuttavia a cessare; piuttosto, essa si trova modificata, o per meglio dire arricchita, dalla circostanza che le stesse modalità di organizzazione del servizio assumono come possibile, e anzi come *fisiologico* e a date condizioni *doveroso* (cfr. ancora *infra*, n. 3), un certo grado di discostamento del portafoglio gestito dalle caratteristiche dei *benchmark* espressivi del portafoglio-modello dell'impresa di investimento. E infatti, anche le gestioni attive si organizzano intorno al portafoglio-modello, che comunque indica

---

*a benchmark. A spectrum exists regarding the level of discretion active UCITS may wish to take or be permitted to take against a benchmark index. Some active UCITS take a lower level of risk against a benchmark index than others, and some are managed without any reference to a benchmark index at all. Nevertheless, just as there is a requirement under the KIID Regulation to identify a UCITS that is index-tracking (passive), it should be equally clear to investors where the UCITS is actively managed. Explicitly using the terms ‘active’ or ‘actively managed’ is recommended practice in order to assist investor understanding, and a UCITS management company should consider providing additional wording to ensure the meaning of the term ‘active’ or ‘actively managed’ is clear» (enfasi aggiunta).*

l'*asset allocation* per così dire «originaria» del portafoglio, dalla quale possono poi differenziarsi per effetto di una serie di decisioni di investimento «devianti» (cioè che portano il singolo portafoglio a non coincidere con quello di cui ai *benchmark*) che vengono assunte in ragione dell'applicazione di determinati – e predefiniti – parametri tecnici, essendo intese a migliorare il rapporto rischio-rendimento espresso dal portafogli.

D'altro canto, anche nelle gestioni passive la “replica” del *benchmark* non si riduce a un mero automatismo meccanicistico. Residua infatti l'attività di effettiva scelta dei singoli strumenti finanziari di cui al portafoglio (c.d. *stock-picking*), che non è necessariamente sempre attuabile in termini totalmente sovrapponibili al *benchmark*.

Tanto detto in termini generali, occorre allora approfondire i profili che connotano, più nello specifico, l'impiego dei *benchmark*, rispettivamente nelle gestioni passive (*infra*, n. 2) e attive (*infra*, n. 3).

## 2. Obblighi gestori correlati al benchmark nelle gestioni passive. Replica del portafoglio-modello e c.d. tracking error

2.1. Individuati i *benchmark* di riferimento, la definizione del programma gestorio viene posta di fronte alla scelta in ordine al c.d. stile di gestione. Con tale locuzione si designa una data modalità di atteggiarsi del rapporto tra il parametro oggettivo di riferimento e la concreta scelta dei titoli nel singolo portafoglio gestito (*stock picking*).

Accedendo a una generalizzazione accettabile a patto di intenderla come dotata di funzione illustrativa e indicativa (giacché, come si viene a illustrare appena *infra*, la realtà appare più sfaccettata), occorre distinguere tra stile passivo e stile attivo.

Nella misura in cui lo stile passivo identifica l'esecuzione del programma gestorio come volta all'obiettivo di una costruzione del singolo portafoglio che replichi la costruzione del *benchmark*, ciò equivale a dire che le parti hanno divisato che l'assunzione di un rischio efficiente, quale risultato soddisfacente dell'interesse creditorio dedotto in obbligazione, dovrà avvenire esclusivamente mediante *quello specifico insieme di condotte strumentali*. Si dà così una delimitazione sostanziale della discre-

zionalità gestoria, che opera in senso biunivoco: così come il gestore non potrà legittimamente discostare la sua attività gestoria dalla replica dell'indice, così il gerito non potrà *ex post* rimproverare all'intermediario l'esistenza di una alternativa composizione del portafoglio, che avrebbe condotto a un migliore rapporto di efficienza tra rischio e rendimento.

Quanto precede consente di segnalare il dato, che a questo punto potrebbe pure assumersi come ovvio, in base al quale *nemmeno nella gestione passiva il gestore garantisce un rendimento pari a quello dell'indice di riferimento*, giacché il contenuto dell'obbligazione attiene alla composizione del portafoglio, e non al rendimento del *benchmark*.

2.2. Tanto precisato, per illustrare come la designazione di uno o più *benchmark* nell'ambito di una gestione passiva venga a conformare le modalità esecutive della prestazione, occorre osservare che la scelta dei *benchmark* si pone a monte dell'effettiva costruzione, da parte del *portfolio manager*, dei portafogli intesi a replicarlo, la quale avviene mediante l'acquisto degli strumenti finanziari necessari a comporre il singolo portafoglio in termini corrispondenti al *benchmark* (c.d. *stock picking*). I *benchmark* non sono infatti «costruiti» direttamente dalle imprese di investimento, ma vengono acquistati da soggetti specializzati (solitamente, grandi banche d'affari o gestori di sedi di negoziazione) che li elaborano e li forniscono agli intermediari<sup>10</sup>.

Il «tracciamento» (*tracking*) è dunque attività successiva alla scelta del parametro di riferimento; né essa si risolve in un processo puramente meccanicistico. Più aspetti, in questa prospettiva, vanno infatti considerati.

Anzitutto, va richiamata l'ipotesi in cui i *benchmark* si basino su una metodologia (sulle modalità di costruzione dei *benchmark*, cfr. più nel dettaglio *infra*, n. 5) che, non consistendo nella mera raccolta e rappresentazione dei dati relativi alle transazioni all'interno di un dato segmento del mercato dei capitali (nella pratica, una o più sedi di negoziazione), portino in sé un significativo coefficiente di discrezionalità<sup>11</sup>. A

---

<sup>10</sup> Cfr. *supra*, cap. 1, n. 3.4, dove anche l'elencazione a fini esemplificativi di taluni *benchmark*.

<sup>11</sup> Sulla discrezionalità dei *benchmark*, osserva A. ROBERTSON, *op. cit.*, 15 che «While in theory it would be possible to construct an index with those characteristics –



tale categoria vanno ascritti, in particolare, quegli indici che non fanno riferimento a dati relativi a transazioni sui sottostanti, e quindi ai valori di mercato degli strumenti finanziari risultanti da quelle transazioni<sup>12</sup>.

Inoltre, anche in relazione agli indici privi di elementi di discrezionalità nella relativa costruzione e gestione da parte del “fornitore” del *benchmark* siccome intesi meramente a riflettere la composizione degli strumenti finanziari negoziati nelle sedi di negoziazione di riferimento, sussiste assai di sovente un limite materiale alla pedissequa replicabilità dell'indice. Nella misura in cui la *full replication* richiederebbe di acquistare tutti i titoli ivi inclusi (nelle relative proporzioni: c.d. modalità di replica *value-weighted*, che è quella più genuinamente rappresentativa dell'indice), il gestore dovrebbe acquistare almeno una unità di ciascuno strumento finanziario dell'indice. Senonché, questa modalità implica una soglia minima di investimento necessario, che potrebbe essere superiore alle somme concretamente affidate al gestore.

Infine, occorre considerare che, anche quando la replica dell'indice è materialmente fattibile, i costi transattivi per ottenerla possono assumere una dimensione non trascurabile. In particolare, gli evocati costi transattivi riguardano l'esigenza che il portafoglio gestito venga periodicamente aggiornato al fine di allinearlo alla variazione diacronica della composizione dell'indice, ad esempio a motivo della crescita del “peso” di uno strumento all'interno dell'indice, ovvero anche dell'uscita di strumenti dall'indice e dall'ingresso di nuovi strumenti (c.d. attività di “ribilanciamento”).

---

an index that is purely mechanical and fully transparent *ex ante* – after reviewing the methodology documents of over 600 indices, I did not find a single one that operated in that way. Rather ... many either provided for substantial amounts of discretion, or were described in such a way as to make it virtually impossible for a third party to precisely interpret the stated criteria».

Nell'ambito del perimetro applicativo del Regolamento Benchmark, su cui cfr. *infra*, n. 5, è data per scontata l'eventualità che un benchmark sia costruito e amministrato in maniera discrezionale.

<sup>12</sup> Da parte in questa sede il profilo della legittimità della scelta di simili indici, su cui cfr. gli spunti svolti *infra*, n. 5.

Nella stessa prospettiva, va rilevato che è tutt'altro che rara la modifica, da parte dei fornitori dei *benchmark*, della metodologia applicata<sup>13</sup>; modifica che spesso avviene al dichiarato fine di rendere l'indice più replicabile o più rappresentativo. Ciò implica il generarsi di costi a titolo di *fee* dovute per ciascuna singola operazione di ribilanciamento compiuta sul portafoglio gestito, come pure di costi connessi con la differenza di prezzo sussistente tra «denaro» e «lettera» (c.d. *bid-ask spread*): giacché mentre l'amministratore del *benchmark* fa riferimento alla quotazione ufficiale del listino, le transazioni "reali" avvengono per lo più con i fornitori di liquidità (*market maker* e internalizzatori sistematici), che negoziano sulla base di prezzi diversi, cioè vendono a prezzi superiori e comprano a prezzi inferiori<sup>14</sup>.

2.3. A fronte, dunque, di *benchmark* non materialmente replicabili in termini pedissequi ovvero replicabili con costi eccessivi<sup>15</sup>, si pone l'interrogativo circa l'esistenza di metodi di replica diversi, e migliori dal punto di vista del rapporto costi-benefici<sup>16</sup>. Col che, essendo l'intermediario tenuto all'espletamento diligente dell'incarico (ex artt. 1176 c.c. 21, co. 1, lett. a t.u.f.), egli è chiamato a identificare un portafoglio

---

<sup>13</sup> Cfr. ancora A. ROBERTSON, *op. cit.*, pag. 12: «*As it turns out, however, index methodologies do tend to change over time. To take just one example, the methodology for the S&P 500 changed at least eight times between January 1, 2015, and April 30, 2018, and overall, the methodologies of this family of indices changed 22 times within that period. The S&P is not unique in this regard. For example, the methodology employed in constructing the Russell U.S. Equity indices was modified 4 times between July 2017 and May 2018. Together, the indices in these families comprise a disproportionate share of the market for benchmark indices. As shown in more detail below in Section II.A, they represent 18 of the 20 most popular benchmark indices by number of funds, and 15 of the 20 largest by assets under management ("AUM")*».

<sup>14</sup> F. SAITA, *op. cit.*, pag. 469.

<sup>15</sup> E tali da condurre il portafoglio a realizzare inevitabilmente una significativa *underperformance* rispetto al *benchmark*.

<sup>16</sup> Alcuni *benchmark* si riferiscono, infatti, a un *subset* degli strumenti quotati in una data sede di negoziazione, ad es. un percentile o un numero predefinito delle società a maggiore capitalizzazione all'interno del mercato. Si tratta di un profilo che incide sulla valutazione circa l'idoneità di un dato prodotto a soddisfare le esigenze del *target market*. Il problema, in questi termini, viene a raccordarsi con la disciplina della *product governance* e dell'adeguatezza.

replicabile con costi transattivi congrui e, al tempo stesso, tale da rappresentarne l'*asset class* di riferimento mediante il conseguimento di un adeguato livello di diversificazione<sup>17</sup>.

Quanto precede consente dunque di fare emergere il dato per cui la nozione di stile di gestione passivo non è in realtà – e a dispetto dell'apparenza suggerita dalla sua denominazione – priva dell'esigenza di un apprezzamento di merito spettante al debitore in fase esecutiva. Sussiste infatti un non banale “margine di manovra” nella definizione delle modalità di *tracking*<sup>18</sup>, il quale è vincolato solo alla sua funzionalizzazione a un criterio finale: quello di minimizzare i costi transattivi della replica (inclusi quelli connessi alla necessità del ribilanciamento), *senza perdere*

---

<sup>17</sup> Non potrebbe desumersi una sorta di insindacabilità del campione dalla statuizione contenuta nelle Linee Guide ESMA a proposito della «Suitability» (p. 64 nota 59), che rivolgendosi alla consulenza in materia di investimenti afferma che «*in accordance with MiFID II, firms are therefore not expected to consider the whole universe of possible investment options existing in the market in order to comply with the requirement under Article 54(9) of MiFID II Delegated Regulation*». L'articolo della direttiva, invece dispone che «Le imprese di investimento dispongono di appropriate politiche e procedure, dimostrabili, per assicurare di essere in grado di comprendere la natura e le caratteristiche, compresi i costi e i rischi, dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari selezionati per i clienti e di valutare, tenendo conto dei costi e della complessità, se servizi di investimento o strumenti finanziari equivalenti possano corrispondere al profilo del cliente». Nello stesso senso, cfr. anche l'art. 24, par. 4, della Direttiva MiFID 2: «Ai clienti o potenziali clienti sono fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi. Tali informazioni comprendono: ... ii) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico».

Oltre al dato testuale, che riferisce tale obbligo alla sola consulenza, va rilevato – sul piano ricostruttivo più generale – come una situazione di questo genere fornisca un'importante indicazione in merito al profilo della costruzione del *benchmark* con riferimento alle fattispecie ivi contenute.

<sup>18</sup> Nello scenario più semplice, cioè quello della *full replication value weighted*, resta comunque la necessità di realizzare un raccordo organico tra la metodologia della replica e la strategia di *best execution* dell'impresa di investimento. Su quest'ultima cfr. F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, pag. 158.

*i benefici della diversificazione che deriva dal riferirsi al portafoglio modello di cui al parametro di riferimento*<sup>19</sup>.

2.4. Essendo dunque l'intermediario chiamato a sviluppare una idonea modalità di *tracking* dell'indice, egli è posto di fronte a un chiaro *trade-off* tra la riduzione del costo del tracciamento e la riduzione dei benefici della diversificazione<sup>20</sup>. In linea pratica, egli è chiamato anzitutto a operare una scelta di fondo tra due approcci di metodo, alternativi tra loro: quello che la prassi finanziaria designa mediante la nozione di *full replication*, e quello di c.d. *sampling*. A propria volta, si danno varianti interne a ciascuno dei due approcci: così, mentre la *full replication* potrebbe essere ponderata in base alla capitalizzazione dei diversi emittenti (*value weighted*), così il *sampling* potrebbe basarsi su un numero più o meno elevato di *sub-asset classes* di riferimento (o anche sulla base di altri criteri: ad es., quello meramente dimensionale), e potrebbero essere o meno stratificato in ragione di diversi orizzonti temporali di riferimento («*stratified sampling*»)<sup>21</sup>.

Tanto osservato, resta peraltro evidente che tale bilanciamento incontra un limite esterno non superabile nella necessità che il portafoglio modello realmente costruito esprima comunque un adeguato livello di diversificazione e di idoneità a rappresentare i comparti del mercato finanziario rientranti nella linea di gestione convenuta (cfr. *infra*, n. 5).

Il rilievo che precede consente di svolgere un duplice ordine di notazioni conclusive sul punto, rispettivamente sul tema dell'adeguatezza del *benchmark* prescelto (in relazione alle caratteristiche della gestione) e su

---

<sup>19</sup> È quindi corretto formulare il rilievo valutativo per cui, se l'elezione di un *benchmark* realizza una certa misura di "traslazione" della discrezionalità dal gestore di portafoglio verso il soggetto che "produce" e gestisce l'indice, in specie là dove si versi in ipotesi di *benchmark* c.d. discrezionali (cfr. sul punto A. ROBERTSON, *op. cit.*, pag. 1), anche nelle gestioni passive permane l'esistenza di uno spazio di apprezzamento esecutivo, che non può dirsi in sé strutturalmente esaurito dalla scelta, e conseguente indicazione in contratto, dei parametri oggettivi di riferimento.

<sup>20</sup> I quali consistono per l'appunto nella riduzione – a parità di rendimenti attesi – della rischiosità del portafoglio, misurata dalla relativa volatilità, che è maggiore quanto minore è il grado di rappresentatività del mercato di riferimento e quanto più aumenta il coefficiente di correlazione del portafoglio.

<sup>21</sup> F. SAITA, *op. cit.*, pagg. 468 ss.

quello, in un certo senso più radicale, dell'adeguatezza e idoneità in sé – rispetto alla migliore soddisfazione dello specifico bisogno finanziario della cliente – del ricorso al servizio della gestione di portafogli, in luogo di forme tecniche altre.

Con riferimento al primo profilo, va detto che là dove l'indice pre-scetto fosse, in ragione delle concrete circostanze della gestione, impossibile da replicare pedissequamente e troppo difficilmente replicabile mediante metodi alternativi, si dovrebbe porre in dubbio la scelta stessa di adottare quell'indice invece di altri *benchmark* esistenti, idonei a fornire una rappresentazione accurata del mercato<sup>22</sup>.

Con riferimento al secondo, si deve muovere dalla notazione descrittiva secondo cui là dove il costo marginale della replica pura è troppo elevato e quello della replica mediante metodi alternativi inefficiente (nel rapporto rischio-rendimento), e non esistono altri *benchmark* idonei a fornire una rappresentazione accurata del mercato, allora bisogna interrogarsi sull'idoneità in sé del prodotto a soddisfare le esigenze della clientela cui viene offerto. Se per minimizzare i costi della «full replication» dell'indice e rendere irrilevante il costo marginale del tracciamento occorre affidarsi alle economie di scala e raggiungere volumi assai elevati di gestione, è evidente che tale «massa critica» è raggiungibile solo da taluni gestori che operano con enormi masse gestite raccolte su scala globale e investite con logiche di estrema diversificazione («global owners»<sup>23</sup>) sulla base del riferimento a indici (c.d. *index investing*<sup>24</sup>), e si rivolgono alla clientela mediante tecniche di gestione in monte (i.e. come organismi di investimento collettivo del risparmio).

Tale circostanza fa sì che, dal punto di vista dell'idoneità del servizio alla soddisfazione delle esigenze della clientela cui è destinato, una

---

<sup>22</sup> Ad esempio, potrebbe essere più idoneo scegliere un *subset* del mercato di riferimento (così, le sole società a maggiore capitalizzazione), quale tecnica di replica diversa dalla *full replication*: ad. es. scelto come *benchmark* l'indice di tutte le società quotate su una data sede di negoziazione, il gestore stabilisce di tracciare solo, per dire, il trentesimo percentile delle società a maggiore capitalizzazione.

<sup>23</sup> Cfr. J. HAWLEY, A. WILLIAMS, *Universal Owners: Challenges and Opportunities* (2007) 15 *Corporate Governance: An International Review*, 415.

<sup>24</sup> Cfr. A. BEBCHUK, A. COHEN, S. HIRST, *The agency problems of institutional investors*, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, 2017, pag. 89.

gestione di portafoglio individuale con stile passivo è esposta in radice alla prospettiva di costituire una soluzione in sé inadeguata, in quanto permanentemente deteriore rispetto a strumenti finanziari rappresentativi di quote di fondi comuni di investimento intesi alla replica passiva di indici.

Così, se si prospettasse la situazione in cui la replica più efficiente del *benchmark* prescelto (in termini di *cost-effectiveness*) potesse realizzarsi solo mediante l'acquisto di una quota di un *index fund* inteso a replicare quel benchmark (o, nel caso dell'indicazione di una combinazione di indici, delle rispettive quote di *index funds*), bisognerebbe domandarsi se tale operatività, da ritenersi *dovuta* in quanto tale da massimizzare la soddisfazione dell'interesse del cliente, rientri realmente nel perimetro tipologico del servizio di gestione di portafogli, i cui elementi connotanti si identificano negli elementi di discrezionalità e personalizzazione, che qui sembrano in verità fare difetto. In ogni caso, resterebbe il problema della ragionevolezza, dal punto di vista dell'equilibrio sostanziale del sinallagma, dell'addebito delle *fee* della gestione di portafogli, quando l'esercizio di discrezionalità esecutiva e la personalizzazione della gestione risultassero così fortemente attenuati, se non proprio carenti.

Non è allora un caso che, secondo quanto consta, le gestioni di portafoglio offerte alla clientela siano solitamente orientate a uno stile di gestione c.d. attivo.

### *3. Obblighi gestori correlati al benchmark nelle gestioni attive. Discostamento dal portafoglio-modello e incremento del rapporto rischio-rendimento nell'ambito dei limiti di rischio contrattualmente stabiliti*

*3.1.1.* Occorre anzitutto definire in termini più accurati la nozione di «stile di gestione attivo» per distinguerlo tanto dalla gestione passiva, in precedenza analizzata, quanto da quelle tipologie di gestione che – volendosi sottrarre al binomio “attivo-passivo” – si designano come gestioni «flessibili» (*infra*, n. 4).

Per una corretta impostazione del tema, va ripresa la definizione che del fenomeno ha dato la giurisprudenza<sup>25</sup> là dove afferma che «se viene adottato uno stile gestionale “passivo” l’intermediario si limiterà a replicare la composizione del parametro prescelto, mentre nel caso di stile gestionale “attivo” il gestore differirà la composizione del portafoglio in modo più o meno marcato da quella del parametro di riferimento selezionando gli strumenti finanziari che adotta».

Il cuore della distinzione riposa dunque nella non funzionalizzazione esclusiva dell’attività di gestione alla replica del parametro significativo di riferimento. L’obiettivo è infatti più ambizioso, giacché si tratta non solo di tracciare il parametro a costi minimizzati, bensì di agire in maniera tale da conseguire un *risultato* (in termini di efficienza, in una prospettiva *ex ante*, del rischio finanziario del portafoglio: cfr. *supra*, cap. 2, n. 8) migliore di quello ritraibile dalla gestione passiva, fermo restando che la diversa costruzione del portafoglio non potrà condurre il medesimo ad esprimere una misura di rischio eccedente il limite massimo convenzionalmente ammesso (cfr. art. 38, co. 1, lett. b, Reg. Int., dove è imposto che il contratto di gestione di portafogli «indic[hi] gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità»).

La definizione contrattuale di tale stile di gestione riespande (a seguito della scelta dei parametri di riferimento) la discrezionalità esecutiva del gestore, che viene ad assumere più estesi margini rispetto alla gestione passiva. Ciò non implica però l’irrelevanza del *benchmark* ai fini della costruzione del portafoglio. La circostanza della previsione di un – più o meno elevato – margine di lecito discostamento dalla composizione del portafoglio modello, di cui ai *benchmark* prescelti, non significa infatti che lo *stock picking* verrà operato ignorando quei parametri, e con una modalità priva di qualsivoglia collegamento funzionale con il medesimo, quasi che lo stesso si trovi a essere un mero referente negativo della gestione attiva, rappresentando tutto ciò che quest’ultima non è.

Al contrario, il portafoglio modello espresso dai *benchmark* prescelti continuerà a essere il vettore portante l’*asset allocation* definita dalla

---

<sup>25</sup> Trib. Biella, 5 aprile 2007, n. 221, *cit.*: cfr. *supra*, cap. 1, n. 5.

strategia di investimento. Senonché, tale *asset allocation* strategica viene *non già sostituita bensì affiancata* e, per così dire, “corretta” (quanto all’esito finale della composizione del portafoglio, in un dato momento temporale) dall’assunzione di decisioni di allocazione del portafoglio che sono guidate da specifiche valutazioni e previsioni – svolte in relazione a un orizzonte temporale di breve termine – circa le prospettive di andamento futuro del mercato nel suo complesso, di suoi comparti o di singoli emittenti (c.d. *asset allocation* tattica). La capacità analitica e predittiva del gestore di portafogli innerva l’esercizio della relativa discrezionalità al fine di conseguire una misura di efficienza del rischio (in termini di risk-adjusted returns) migliore di quella conseguibile mediante la gestione attiva, che si “schiaccia” sul *benchmark*.

E infatti, si è visto (cfr. *supra*, cap. 1, n. 3) che l’adozione di un approccio di pura *asset allocation* strategica è «agnostico» rispetto all’andamento futuro dei mercati, giacché la costruzione del portafoglio *non dipende dalla formulazione di (o comunque dal contenuto delle) previsioni specifiche sull’evoluzione dei mercati e su singoli emittenti o comparti*, e anzi mira a realizzare un portafoglio che “assorba” il pregiudizio derivante dall’eventuale andamento negativo di singoli emittenti (rischio idiosincratico) o di singoli segmenti del mercato. In particolare, ciò accade mediante la ricerca di portafogli i cui elementi presentino coefficienti di correlazione nulli che, se tendono ad annullare il rischio idiosincratico, lasciano il portafoglio esposto esclusivamente al rischio c.d. sistematico. Per converso, lo stile di gestione attivo si distacca da tale approccio “neutrale” e mira a realizzare una *overperformance* rispetto al *benchmark* operando, alternativamente o congiuntamente, sulle modalità di esposizione al rischio finanziario, inteso come rischio sistematico e specifico.

Più specificamente, tre sono le principali leve di realizzazione dell’*asset allocation* tattica, cioè di una gestione attiva: essa può essere realizzata *i)* operando sull’esposizione al rischio sistematico del portafoglio, *ii)* mutando il rapporto proporzionale di allocazione tra le *asset classes*; ovvero, infine, *iii)* operando direttamente sul piano della scelta di singoli strumenti finanziari.



L'adozione di ciascuna di queste linee d'azione consegue alla formulazione di specifiche tipologie di previsione in ordine all'andamento dei mercati da parte del gestore.

Quanto alla leva *sub i)*, ottenere una maggiore esposizione al rischio sistematico vuol dire aumentare la quantità di quei titoli del portafoglio che presentano una maggiore volatilità rispetto al portafoglio (c.d. beta del titolo), cioè che ne amplificano la variazione. Tale condotta si prospetta ragionevole là dove le previsioni del gestore indichino una crescita del mercato nel breve periodo (c.d. strategia di *market timing*).

La leva *sub ii)* applica il medesimo principio *sub i)* non già in relazione al portafoglio nel suo complesso, bensì a segmenti dello stesso: ad esempio, gruppi di titoli<sup>26</sup>, settori merceologici o *cluster* geografici e valutari, che le previsioni disponibili indicano come in crescita nel breve periodo (c.d. *sector* o *group rotation*).

Sul piano delle implicazioni giuridiche che tale stile di gestione comporta, e con particolare riferimento ai limiti che il mandato pone all'intermediario, è importante rilevare che qui l'*asset allocation* non è inderogabilmente dettata dai *benchmark*, in quanto è in sé astrattamente ammessa una composizione del portafoglio che non replichi la proporzione tra le *asset class* espressa nella ponderazione dei diversi indici di riferimento indicati in contratto.

Il limite fissato contrattualmente viene così a risultare dall'interazione che il contratto stabilisce tra il contenuto delle lett. *b)* (per cui il contratto «indica gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed *eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità*») e *d)* (per cui il contratto «fornisce la descrizione del parametro di riferimento, ove significativo, al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente») dell'art. 38, par. 1 del Reg. Int. In coerenza con il canone della trasparenza informativa, è comunque da ritenersi che nel caso di gestione attiva il contratto debba in ogni caso indicare se vi siano, e quali siano, i vincoli astratti in termini di *asset allocation*, quando essa possa discostarsi dalle proporzioni tra i *benchmark*.

---

<sup>26</sup> Nella prassi viene operata una distinzione tra *titoli c.d. «growth»* e *titoli c.d. «value»*: cfr. F. SAITA, *op. cit.*, pag. 480.

Infine, la leva *sub iii)* prende corpo in quelle decisioni di costruzione del portafoglio intese a sovra-rappresentare, rispetto al *benchmark*, taluni titoli all'interno delle *asset classes* di cui al portafoglio. Una simile condotta si pone a valle della scelta in ordine all'eventuale deviazione dal portafoglio di cui ai parametri di riferimento quanto all'esposizione al rischio sistematico e alla composizione settoriale del portafoglio (leve *sub i* e *sub ii*), e nel concreto può senz'altro concorrere con essa<sup>27</sup>.

Com'è facile intendere, le ragioni alla base di questa linea di condotta risiedono nella formulazione, da parte del gestore, di valutazioni e previsioni circa lo specifico andamento dei singoli titoli considerati. Essa costituisce cioè l'esito di un'attività di ricerca che ha natura e contenuto diversi da quelli sottesi alla costruzione dei portafogli tramite indici di riferimento, e inerisce alla comprensione e valutazione dei fondamentali dell'emittente lo strumento finanziario, cioè di eventuali divergenze tra il valore di mercato dello stesso e il suo valore "intrinseco", cioè la sua capacità futura di generare flussi di cassa e/o apprezzarsi nel valore capitale<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Nel gergo finanziario si viene a distinguere tra *disciplined* e *non-disciplined stock picking*, dove la prima locuzione resta concettualmente all'interno dell'*asset allocation* dei *benchmark*, mentre la seconda non soffre restrizioni di sorta.

<sup>28</sup> Dal punto di vista concettuale, un simile aspetto postula la non perfetta efficienza informativa del mercato dei capitali, cioè ammette che in un dato momento temporale la valutazione dell'intermediario possa indicare un prezzo dello strumento che non sia già stato incorporato nel prezzo di mercato. È peraltro evidente che tale genere di previsioni richiede non solo una elevata professionalità specifica, bensì pure altrettanto specifici investimenti in ricerca. Sull'impatto che i costi per gli investimenti in ricerca dispiegano sugli incentivi alla produzione ottimale di investimenti ai fini di una gestione attiva del portafoglio, cfr. L.A. BEBCHUCK, S. HIRST, *Index funds and the future of corporate governance: theory, evidence, and policy*, in *Columbia Law Review*, Vol. 119, 2019, pag. 2029.

Sulla base di questi brevi paradigmi descrittivi delle tecniche di gestione "attiva" diventa facile intendere come il suddetto approccio proprio della gestione attiva, oltre a richiedere interventi frequenti sul portafoglio (e non quelli meramente orientati al ribilanciamento, come nelle gestioni passive: cfr. *supra*, n. 2), comporti la potenziale assunzione di un grado di rischio notevolmente superiore rispetto a quello del portafoglio di mercato. Nella misura in cui la costruzione del portafoglio è guidata dalla formulazione di giudizi sull'evoluzione futura del mercato, se tali giudizi fossero smentiti dai fatti il portafoglio potrebbe trovarsi a registrare pesanti perdite.

3.2. Se in ciò consiste l'elemento caratterizzante la nozione di gestione attiva<sup>29</sup>, va ulteriormente precisato che la misura di discostamento dal portafoglio che replichi passivamente i *benchmark* (c.d. *active share* del portafoglio) può assumere una entità maggiore o minore, in base al *grado* di discrezionalità attribuito al gestore.

Senonché, è evidente che la misura di “attivismo” del gestore conforma in maniera significativa l'identità del servizio prestato al cliente. Correttamente, allora, la disciplina in materia di fondi comuni d'investimento impone di comunicare all'investitore il grado di discostamento “lecito” dal *benchmark*, cui è autorizzato il gestore: in particolare, mentre l'art. 7, par. 1, lett. d), Regolamento (UE) n. 583/2010 dispone di indicare, per descrivere la politica d'investimento connotante il fondo, «se l'OICVM consente scelte discrezionali circa gli specifici investimenti da realizzare, e se questo approccio si richiama, implicitamente o esplicitamente, a un parametro di riferimento, e, in caso affermativo, a quale», il secondo paragrafo del medesimo articolo precisa che «ai fini della lettera d), se ci si richiama a un parametro di riferimento, si indica il *grado di discrezionalità in relazione a questo parametro*» (enfasi aggiunta).

Nella gestione individuale, l'obbligo di fornire tale informazione va senza dubbio fatto discendere in via diretta dalla doverosa indicazione delle «restrizioni» alla discrezionalità gestoria ai sensi dell'art. 38, par. 1, lett. b), Reg. Int. Di più, è da ritenersi che – stante la rilevanza che nell'economia del servizio riveste la misura di attivismo del gestore – l'informazione in questione non possa limitarsi alla generica indicazione dell'esistenza di una “rilevante” o “contenuta” discrezionalità, dovendo

---

<sup>29</sup> Che include in sé l'insieme di tutte quelle gestioni dove l'intermediario programmi di operare, a fianco dell'*asset allocation* strategica, una più o meno significativa attività di *asset allocation* tattica, sulla base delle leve sopra descritte. Se poi si associa tale notazione a quella, svolta in precedenza (*supra*, n. 2), per cui anche le strategie di replica dell'indice sono interessate da taluni rilevanti margini di apprezzamento in sede esecutiva, ne risulta che il tema della discrezionalità del gestore si esprime in maniera trasversale in tutte le gestioni di portafogli, lungo un *continuum* che principia da una (raramente verificabile) totale completezza del regolamento contrattuale (gestione totalmente passiva con *full replication* e ribilanciamento con periodicità rigidamente predeterminata) e cresce man mano che si avvicina all'estremo polo opposto, dove si dà una elevata incompletezza del contratto che discende dall'essersi il gestore riservato un discostamento anche molto rilevante dal portafoglio modello espresso dall'indice.

tale dato essere invece indicato in termini oggettivi poiché misurabili e verificabili anche *ex post*. Al riguardo, va osservato che la stessa tecnica finanziaria ha sviluppato una serie di metodologie rilevanti a questi fini, che combina tra loro. Il riferimento corre, in particolare, alla c.d. *tracking error volatility*, cioè alla deviazione standard del *tracking error*, quest'ultimo costituito dalla differenza di rendimento tra *benchmark* e portafoglio gestito (registrata su base periodica, ad es. giornaliero, lungo un dato arco temporale di riferimento), nonché alla c.d. *active share*, cioè alla quota del portafoglio che differisce dall'indice<sup>30</sup>.

3.3. Sulla scorta di quanto precede, è dunque possibile schematizzare il paradigma esecutivo della prestazione in due distinte fasi, che si pongono in rapporto di consequenzialità.

Dapprima deve operarsi l'enucleazione del portafoglio modello basato sui parametri di riferimento. Tale attività è identica al tracking effettuato nelle gestioni passive: con la conseguenza che quanto lì affermato in ordine alla necessità di stabilire delle adeguate strategie di tracciamento vale pienamente anche nelle fattispecie qui in considerazione.

In secondo luogo, all'intermediario spetta l'adozione di quelle scelte d'investimento "attive" che rendono tale lo stile di gestione, al fine del condurre (in una prospettiva *ex ante*) a un più efficiente profilo di rischio-rendimento, rispetto allo scenario di una gestione passiva<sup>31</sup>.

Sul piano organizzativo dell'impresa d'investimento, ciò si riflette necessariamente in una più complessa articolazione interna dell'intermediario, che deve includere (a fianco dei profili organizzativi strumentali al *tracking*, che si danno nelle gestioni passive) la formalizzazione, prima, e lo svolgimento, poi, di quei processi istruttori, valutativi e decisionali che sottendono all'esercizio della discrezionalità tipica delle gestioni attive e risultano nell'adozione di posizioni di rischio che, in un

---

<sup>30</sup> K. CREMERS, A. PETAJISTO, *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*, in *Rev. of Fin. Studies*, 22, (9), September 2009, 3329.

<sup>31</sup> Sul punto, è appena il caso di precisare che la consequenzialità tra le due fasi è di ordine meramente logico, cioè attiene al procedimento che conduce alla definizione del portafoglio gestito, e non cronologica in senso reale (cioè, non occorre che l'impresa di investimento replichi realmente il *benchmark*, acquistando corrispondenti strumenti per conto del cliente, e poi operi le scelte di gestione attiva).

certo senso, sono «contro il mercato»: alla dimensione oggettiva di questo si oppone la soggettiva visione dell'intermediario<sup>32</sup>.

3.4. Passando dal momento ricostruttivo a quello prescrittivo, la circostanza secondo cui il gestore si riserva un – potenzialmente anche assai – rilevante spazio di azione in “dissenso” dai *benchmark* fonda la necessità di comprendere i criteri normativi alla stregua dei quali valutare l'esattezza o meno dell'esecuzione della prestazione gestoria connotata da uno stile «attivo».

La risposta a tale interrogativo si raccorda ai risultati che sono stati in precedenza raggiunti (*supra*, cap. 2, n. 8) circa il fatto che il gestore deduce in obbligazione non già il mero *impegno diligente* a tentare di conseguire *ex post* un dato rendimento finanziario (inteso come “interesse primario”, che qui dovrebbe identificarsi in termini di *overperformance* rispetto al *benchmark*), bensì si vincola a far conseguire senz'altro al creditore un “utile”, *i.e.* un risultato che *ex se* integra la soddisfazione dell'interesse creditorio. Se tale risultato non può essere quello del conseguimento di un dato rendimento del portafoglio, esso si identifica invece nell'esposizione, in ciascun momento dell'esecuzione del contratto di gestione, del portafoglio del cliente a un'alea finanziaria specificamente connotata in senso quali-quantitativo: cioè che, da un lato, sia contenuta entro una data misura massima di rischio e, dall'altro, esprima – in una valutazione *ex ante* rispetto al successivo conseguimento delle performance – un adeguato rapporto di efficienza tra i rendimenti attesi e la rischiosità del portafoglio, misurata dalla volatilità dei suoi elementi (massimizzazione dei profitti ponderati al rischio, *c.d. risk-adjusted returns*)<sup>33</sup>. Da questo punto di vista, l'elevata professionalità che connota, in termini di dover essere, l'intermediario abilitato alla prestazione dei servizi d'investimento pone una parimenti elevata soglia di “esigibilità”

---

<sup>32</sup> Cfr. C. ANGELICI, *Sul «contratto di borsa»*, Milano, 2021, pagg. 3 ss.

<sup>33</sup> Il raggiungimento di tale risultato “intermedio” realizza delle condizioni materiali idonee *in via effettiva e in misura sufficientemente adeguata*, sul piano causale, a soddisfare dell'ulteriore interesse, estraneo al piano dell'obbligazione, che consiste nell'effettiva realizzazione (*ex post*) di rendimenti adeguati rispetto al rischio assunto mediante l'investimento, ossia l'“interesse primario” della teorizzazione mengoniana.

della misura di «efficienza del rischio», cioè di convenienza del rapporto rischio-rendimento, che si attende dall'intermediario.

Ma il «rischio efficiente», nei termini dianzi richiamati, non è concetto naturalistico né ontologico, di tal che esso richiede di essere pattiziamente definito e concretamente configurato. Se nello stile di gestione passivo il paradigma del rischio efficiente *si identifica programmaticamente* nella replica della combinazione dei *benchmark* adottata dal gestore, con la conseguenza che i mezzi da prestare (ossia le condotte strumentali alla soddisfazione del divisato interesse creditorio) coincidono con quel paradigma d'azione<sup>34</sup>, nelle gestioni attive (siano esse semi-attive o pienamente attive) l'esistenza di una sequenza logica costituita dalla replica dei *benchmark* e dalla successiva adozione di decisioni di gestione attiva concentra i problemi dell'enucleazione dei criteri normativi per valutare il corretto adempimento nel rapporto tra replica e divergenza dal *benchmark*. Anche il giudizio di adempimento si scinde allora in due segmenti consequenziali: se il portafoglio gestito sia stato anzitutto impostato fedelmente rispetto ai *benchmark*, e se le decisioni di investimento devianti realizzino l'obiettivo che esse pongono a sé stesse, che è quello inteso a “battere” il *benchmark*.

Tuttavia, quanto argomentato in precedenza rende evidente che il gestore non può essere tenuto all'effettivo conseguimento di *performance* finanziarie superiori al *benchmark*. Piuttosto, l'oggetto della prestazione si deve collocare all'interno del perimetro dell'interesse creditorio dedotto in obbligazione, *i.e.* la massimizzazione dell'efficienza del rapporto tra rischio e rendimento (cioè dei rendimenti ponderati al rischio, *risk-adjusted returns*).

In questa prospettiva, deve allora ritenersi che è adempiente il gestore “attivo” là dove le singole decisioni di “deviazione” dal portafoglio di cui ai *benchmark* conducano, secondo una valutazione *ex ante*, a un *incremento dell'efficienza* del rapporto tra rischio e rendimento, cioè conducano il portafoglio a conseguire un *migliore profilo di rischio in relazione al rendimento atteso*, rispetto a quello derivante dalla replica del

---

<sup>34</sup> Ne consegue che l'eventuale intrinseca inidoneità di tale combinazione a realizzare un adeguato livello di soddisfacimento dell'interesse tipico oggettivo dell'investitore considerato risale al livello precontrattuale della “costruzione” del prodotto, prima ancora di chiamare direttamente in gioco i temi dell'adempimento.

*benchmark*. Fermo restando il limite esterno della misura massima – in senso quantitativo – di rischio assumibile dal gestore, può dirsi che il detto miglioramento dell'efficienza del rischio, rispetto allo scenario di una gestione passiva, si esprime o quale *riduzione* della volatilità del portafoglio *a parità* di rendimenti attesi, oppure quale *aumento* dei rendimenti attesi che sia *più che proporzionale* all'aumento della volatilità del portafoglio. In effetti, nell'ambito della tecnica finanziaria, la formalizzazione di un simile indicatore di efficienza è di ampio utilizzo, e costituisce uno dei portati del c.d. *capital asset pricing model* elaborato da William Sharpe; a sua volta, l'indicatore ha assunto il nome di «*Sharpe ratio*»<sup>35</sup>.

Resta in ogni caso evidente che lo sviluppo di una simile metrica, e quindi la misurazione di eventuali incrementi di efficienza quale conseguenza dell'assunzione di decisioni attive, costituisce l'obiettivo cui è orientata l'istituzione dell'insieme di quei processi aziendali interni a contenuto istruttorio, valutativo e decisionale, che sottendono all'esercizio della discrezionalità tipica delle gestioni attive. E sulla capacità dell'organizzazione imprenditoriale dell'intermediario di sviluppare metodologie e porre in essere processi interni che siano in grado di pervenire ad attendibili e accurate valutazioni previsionali sulla volatilità e sui rendimenti attesi le quali mostrino come opportuno, *ex ante*, muovere nel senso dell'adozione di quelle decisioni.

3.5. Tanto illustrato e nel concludere la trattazione della funzione del *benchmark* nell'adempimento della prestazione gestoria connotata da uno stile attivo, occorre fermare un'ulteriore notazione in ordine ai limiti esterni alla discrezionalità del gestore.

Si è sin qui tentato di comprendere quali limiti incontri il *portfolio manager* nell'ambito del positivo esercizio della propria discrezionalità. Senonché, la prassi<sup>36</sup> ha fatto emergere l'esistenza di un profilo critico

---

<sup>35</sup> In particolare, l'indice di Sharpe (*Sharpe ratio*) esprime il rapporto tra la differenza tra la *performance* del portafoglio e il tasso *risk-free* e la volatilità del portafoglio.

<sup>36</sup> il quale ha da ultimo anche attratto l'attenzione delle Autorità (in particolare l'ESMA Cfr, il paper di ricerca n. 345/2020.), e in almeno un caso ha altresì avuto un esito contenzioso dotato, a livello europeo, di una certa eco. Il riferimento corre a vicenda contenziosa in materia che si è proposta in Norvegia: cfr. M.E KJØRVEN, *Closet Index*

diverso e di vettore esattamente opposto a quello che si dà a fronte della realizzazione di una politica di gestione attiva che risulti nell'assunzione di rischi inefficienti, se del caso anche eccessivi. In particolare, può accadere che il gestore dichiari uno stile di gestione attivo e, nonostante ciò, orienti in fatto la propria attività alla mera replica del *benchmark* di riferimento (ovvero anche di un *benchmark* diverso)<sup>37</sup>.

Non vi può essere dubbio che tale condotta, quando programmaticamente posta in essere, costituisca la frustrazione del programma esecutivo della prestazione, stabilito là dove si è convenuta una linea di gestione attiva. In altri termini, deve affermarsi che nel caso di gestione “a stile attivo” l'intermediario non solo è autorizzato all'esercizio della discrezionalità riservatagli dal contratto, ma è anche *tenuto, cioè giuridicamente obbligato, all'esercizio di tale discrezionalità* mediante l'assunzione ponderata, secondo solide metodologie tecniche, di decisioni di investimento basate su valutazioni di c.d. *asset allocation tattica* (i.e. su previsioni a breve sull'andamento dei mercati finanziari). È pertanto inadempiente quell'intermediario che, dichiarata una gestione attiva, non persegua una strategia complessiva volta al conseguimento di una maggiore efficienza del rischio, approfondendo – nell'ambito di processi formalizzati dall'impresa d'investimento – la necessaria attività di istruttoria, analisi dei mercati e conseguente azione sul portafoglio gestito.

Il che peraltro non implica che l'intermediario debba sempre, comunque e in via permanente agire difformemente dal *benchmark*. Com'è facile intendere, l'effettivo discostamento dal portafoglio modello si rende giustificato e doveroso solo laddove l'attività di analisi e valutazione (questa sì, dovuta in base al titolo) indichi l'esistenza di spazi reali di incremento dell'efficienza del portafoglio.

---

*Funds and Retail Investor Protection – A Scandinavian Perspective*, in *Tilburg Law Review*, 2019, 24(1), pag. 125.

<sup>37</sup> La ragione di una simile illegittima pratica, che il gergo designa come «*closet indexing*», riposa sul fatto che – in coerenza con il fatto che l'attività di gestione assume contorni maggiormente impegnativi per l'intermediario, in quanto egli sopporta investimenti in ricerca per agire sulle ridette “leve” della discrezionalità – le gestioni attive comportano l'addebito di commissioni per l'attività in misura assai superiore alle gestioni passive.



#### 4. Il problema delle gestioni “flessibili”

4.1. Sulla base della precedente analisi del rapporto intercorrente, nelle gestioni attive e passive, tra il *benchmark* e l’obbligo del gestore di portafoglio di esporre l’investitore a un rischio efficiente, diviene adesso possibile affrontare l’interrogativo inteso alla delimitazione dell’ambito applicativo dell’obbligo di indicazione del *benchmark*. E infatti, è lo stesso dato normativo a far trasparire l’esistenza di talune fattispecie in cui l’obbligo non sussiste, là dove viene subordinato all’esistenza di parametri “significativi” in relazione alla singola gestione: in particolare, è l’art. 38, co. 1, lett. d, Reg. Int., a stabilire che il contratto di gestione «fornisce la descrizione del parametro di riferimento, *ove significativo*» (enfasi aggiunta).

A questo riguardo va anzitutto riferito che a più riprese la Consob si è espressa circa l’eventuale non obbligatorietà dell’indicazione del *benchmark* a fronte di gestioni connotate da una c.d. politica di investimento “flessibile”.

Con riferimento alla materia della gestione collettiva<sup>38</sup>, lo schema-tipo di prospetto n. 8 («Prospetto di sollecitazione di quote di fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano di tipo aperto»), allegato al regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, chiariva (alla nota 9) che «qualora non sia possibile individuare un *benchmark* (ad esempio, per i fondi Globali ovvero, secondo altra terminologia, Flessibili)» allora si sarebbe potuto non esporre alcun parametro, dovendosi in tal caso «indicare le ragioni che hanno determinato tale rinuncia».

---

<sup>38</sup> L’art. 50, co., 2 del Regolamento Intermediari adottato con Delibera Consob 1° luglio 1998, n. 11522, dispone che «2. Le società di gestione del risparmio e le SICAV indicano altresì un parametro oggettivo di riferimento, costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo, coerente con i rischi connessi alla gestione dell’OICR, al quale confrontare il rendimento dell’OICR stesso». Si tratta di previsione identica a quella dettata dallo stesso regolamento in relazione all’art. 42 (Parametri oggettivi di riferimento), in materia di gestione di portafogli, ai sensi del quale «1. Ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, l’intermediario deve indicare all’investitore un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi a essa connessi al quale commisurare i risultati della gestione. 2. Tale parametro deve essere costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo».

Stante la fretteiosità di tale passaggio, sul tema è poi ritornata la Comunicazione Consob n. DIS/23017 del 24 marzo 2000, emanata in risposta a un quesito circa la legittimità dell'omessa indicazione di *benchmark* a fronte di «fondi caratterizzati dalla presenza di elementi di flessibilità nella loro politica di gestione»; i quali «pur avendo una ben individuata politica di gestione (identificata sia in termini geografici che come tipologia di strumenti finanziari), consentono al gestore di convertire, nei momenti da lui ritenuti opportuni, gli investimenti dei fondi in titoli obbligazionari ed impieghi di liquidità»: in particolare, nella fattispecie concreta in relazione alla quale il quesito veniva formulato, «la decisione di abbandonare il mercato di riferimento conseguirebbe, come specificato, a considerazioni riguardanti, da un lato, le previsioni in merito all'andamento del mercato stesso e, dall'altro, i livelli di rendimento già conseguiti dal fondo».

La risposta della Consob fu di segno negativo. Nello specifico, veniva opposto dall'Autorità l'argomento per cui «l'esistenza per ciascuno di essi di un mercato di riferimento rende comunque possibile, avendo riguardo a tale mercato, l'individuazione di un *benchmark*». Inoltre, si affermava, anche nel caso di gestioni connotate da elementi di flessibilità il *benchmark* è comunque in grado di «assolvere alla funzione di riflettere, in sintesi, i termini del mandato conferito al gestore e che possa quindi costituire un valido metro sulla base del quale valutare l'utilizzo del potere discrezionale riconosciuto all'intermediario»: col che, resta confermato che «il *benchmark* dovrà risultare coerente con i rischi connessi alla gestione», cioè «composto da uno o più indicatori finanziari connessi ai mercati sottostanti la politica di investimento del singolo fondo». Ferma la doverosa indicazione del *benchmark*, la necessità che sia veicolata una precisa informazione circa le caratteristiche della gestione indicazione fa sì che «la peculiarità dei fondi in questione, derivante dagli elementi di flessibilità presenti nella loro politica di investimento», imponga che nel prospetto siano forniti quei chiarimenti «che indirizzino il lettore ad un corretto confronto con il *benchmark* riportato»<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> Nella stessa comunicazione si è affermato che «non si ritiene al contrario opportuna l'utilizzazione, in luogo del benchmark, degli obiettivi di investimento fissati per i singoli

Di tratto positivo fu invece il responso ad un'altra richiesta di non indicazione del *benchmark* in ragione della natura flessibile della gestione, fornito con Comunicazione n. DIN/5076376 del 17 novembre 2005. Nel caso, veniva in diretto rilievo un contratto di gestione di portafogli su base individuale, e si sottoponeva all'Autorità il quesito dell'obbligatorietà di indicazione del parametro oggettivo di riferimento in relazione a una fattispecie connotata da «due elementi salienti quali: – la definizione di una *asset allocation* dinamica sulle *singole asset class*, definita su base tattica attraverso strumenti quantitativi; – un approccio evoluto al controllo del rischio su orizzonti di breve durata (non superiori all'anno)». A dire dell'impresa che formulava il quesito, «tali elementi non consentirebbero di individuare un *benchmark* rappresentativo del profilo di rischio-rendimento della gestione, in quanto la composizione del portafoglio varierebbe con frequenza elevata in funzione della “volatilità dei mercati, delle aspettative di rendimento e dell'indicazione del livello di rischio massimo” sopportabile». Sulla base di questi rilievi, in luogo del *benchmark* l'intermediario intendeva riportare esclusivamente «il livello di *Value at Risk* ad un anno sostenibile, che costituirebbe il riferimento fondamentale per la gestione».

Diversamente dal precedente quesito, la Consob forniva responso positivo, così “validando” l'omessa indicazione del parametro. Riteneva infatti che «il *benchmark* è specificamente indicativo del rischio-rendimento atteso del portafoglio gestito ove la composizione patrimoniale dello stesso consegua da strategie di investimento basate su una

---

fondi e, più precisamente: ISTAT + 0,5% o BOT per i fondi monetari; ISTAT + 1% o BOT + 1% per i fondi obbligazionari; ISTAT + 2% o BOT + 2% per i fondi bilanciati; ISTAT + 3% o BOT + 3% per i fondi azionari. Tali obiettivi di rendimento, infatti, non devono in alcun modo essere confusi con il *benchmark*, in quanto non possiedono le caratteristiche e le funzioni tipiche del parametro obiettivo di riferimento che, come già detto, consistono sostanzialmente nella sintetica indicazione dei termini del mandato conferito al gestore e nella valutazione dell'utilizzo del potere discrezionale riconosciuto allo stesso. Per altro verso, l'indicazione degli obiettivi di investimento all'interno del prospetto appare utile al fine di meglio descrivere le peculiarità dei prodotti offerti. In particolare, si ritiene opportuno riportare tale indicazione all'interno del paragrafo concernente la politica di investimento».

Questo argomento esclude che anche parametri costruiti come indici della media delle performance dei gestori possano ritenersi conformi alla normativa.

predefinita politica di *asset allocation* (investimento in determinate classi di strumenti finanziari, mercati e/o settori industriali)»; con la conseguenza che «il rischio cui è esposta la gestione sarà, infatti, primariamente valutato in relazione al *benchmark* stesso». Senonché, «laddove, invece, la composizione patrimoniale del portafoglio individuale gestito sia, in linea con quanto predefinito in sede contrattuale, soggetta a frequenti aggiustamenti in termini di strumenti finanziari, anche derivati, mercati, settori industriali, la strategia gestionale sarà improntata all'unico obiettivo di massimizzazione del rendimento per un dato livello di rischio; ciò che tipicamente è riscontrabile nelle gestioni cd. flessibili o basate su *asset allocation* di tipo “tattico”». In esse, «posto che il grado di rischio di un portafoglio di strumenti finanziari può essere adeguatamente rappresentato da una misura determinata in funzione della volatilità dei rendimenti del portafoglio stesso (ad esempio, una misura del *Value at Risk* – c.d. VaR – o di sue varianti, da intendersi come massima perdita potenziale del portafoglio stimata in un determinato arco temporale con un livello di probabilità predefinito), il contratto con l'investitore potrà riportare, in luogo di un *benchmark*, un indicatore del livello di rischio del patrimonio gestito, ed in particolare, nella fattispecie rappresentata nel quesito che si riscontra “il livello di *Value at Risk*”».

4.2. Muovendo dal presupposto che la diversità di struttura giuridica della gestione (individuale in vece che collettiva) non può *ex se* condurre a diverse soluzioni in ordine all'atteggiarsi della presente questione, occorre domandarsi se il principio formulato dalla Comunicazione del 17 novembre 2005 contraddica le conclusioni cui la Consob era giunta nella precedente Comunicazione del 24 marzo 2000.

Per sciogliere il dubbio, occorre richiamare le coordinate descrittive delle strategie di gestione attiva, fornite in precedenza. In particolare, va qui richiamata la circostanza secondo cui gli stili di gestione attiva portano fisiologicamente con sé un tratto di “flessibilità” nell'*asset allocation* (cfr. in particolare la “leva” *sub ii* considerata supra, n. 3). Del pari, è importante rimarcare il fatto che l'esistenza di un'attività di *asset allocation tattica* non implica per necessità l'assenza di quella strategica: tant'è che nelle gestioni attive la prima si affianca alla seconda.

Deve pertanto essere rifiutata l'illusione che voglia tracciare un rapporto biunivoco tra flessibilità dell'*asset allocation* (sulla base di considerazioni di ordine "tattico") e assenza dell'obbligo di – definire internamente al livello dell'impresa e – rappresentare nel contratto i *benchmark* di riferimento. Nelle gestioni attive, infatti, il limite all'*asset allocation* può non essere fissato imperativamente dal *benchmark*, in ragione della sua potenziale variabilità in conseguenza dell'esercizio della discrezionalità gestoria. Spetterà pertanto al contratto di stabilire il *grado di discrezionalità* assegnato al gestore e il relativo *limite*<sup>40</sup>, cioè se esista un limite alla composizione percentuale che il portafoglio potrà assumere in relazione alle *asset classes* oggetto dell'investimento (e associate ai relativi *benchmark*), oppure se tale limite non sussista, col che ciascuna *asset class* potrebbe – in un dato momento temporale – crescere fino a costituire l'intero portafoglio. Non per questo però potrà dirsi che in tal caso il *benchmark* perde la funzione sua propria, giacché esso continua a costituire il portafoglio-modello di riferimento su cui si esercitano quelle decisioni: esso è la *sponda logica* nel confronto con la quale il gestore assume le decisioni di investimento.

Alla luce di tali argomentazioni, appare troppo superficialmente formulata, e come tale eccessiva, l'affermazione della Consob secondo cui quando «la composizione patrimoniale del portafoglio individuale gestito sia, in linea con quanto predefinito in sede contrattuale, soggetta a frequenti aggiustamenti in termini di strumenti finanziari, anche derivati, mercati, settori industriali, la strategia gestionale sarà improntata all'unico obiettivo di massimizzazione del rendimento per un dato livello di rischio; ciò che tipicamente è riscontrabile nelle gestioni cd. flessibili o basate su *asset allocation* di tipo "tattico"». In definitiva, altro è la possibilità di alterare nel tempo la composizione del portafoglio rispetto alle *asset class*, ai singoli titoli o all'esposizione al rischio sistematico, altro è costruire la propria politica d'investimento in una maniera che, già *ab*

---

<sup>40</sup> Cfr. art. 38, co. 1, lett. b), Reg. Int., ai sensi del quale il contratto di gestione «indica gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità». Simmetricamente, in relazione alla gestione collettiva, cfr. art. 7, par. 2, Regolamento UE n. 583/2010.

*origine, è del tutto decorrelata, anche a livello implicito*<sup>41</sup>, da un portafoglio-modello di riferimento nel lungo periodo (c.d. modello *buy and hold*).

Ne consegue che le due Comunicazioni Consob sopra richiamate possono coesistere senza contraddizioni là dove l'omissione del *benchmark* venga fatta conseguire non tanto alla natura flessibile della gestione (rispondente all'esistenza di componenti di *asset allocation* tattica, basata sulla previsione dei movimenti di mercato di breve), bensì all'adozione da parte del gestore di una gestione connotata *esclusivamente* da una c.d. *asset allocation dinamica*, quale è appunto quella descritta nella Comunicazione del 17 novembre 2005 (dove si presenta il servizio come basato su due cardini, cioè «la definizione di una *asset allocation* dinamica sulle *single asset class*, definita su base tattica attraverso strumenti quantitativi» e «un approccio evoluto al controllo del rischio su orizzonti di breve durata (non superiori all'anno)»). In questa tipologia di gestione, è la stessa formalizzazione di una stabile *asset allocation* strategica a difettare, giacché la stessa identificazione delle *asset classes* investibili varia nel tempo sulla base delle condizioni attuali del mercato e delle previsioni a breve: in tale connotato risiedendo la ragione dell'inesistenza di un *unico benchmark* significativo (o *un'unica combinazione* di *benchmark* significativa).

4.3. Tanto detto, e rilevato dunque che la posizione della Consob in ordine alla non obbligatorietà dell'indicazione del *benchmark* va riferita non già a tutte le gestioni flessibili bensì a un sottoinsieme molto ristretto delle stesse (cioè alle gestioni con *asset allocation* dinamica pura, impostate senza la costruzione di un portafoglio modello nel lungo periodo) dotato di elevate caratteristiche di rischiosità e richiedente una particolarmente spiccata professionalità dell'intermediario, va peraltro osservato che anche in questa più limitata accezione la posizione assunta dalla Consob nella Comunicazione in discorso non può accogliersi. Di essa non persuade il rapporto di alternatività, che ivi si traccia, tra indicazione

---

<sup>41</sup> Cfr. infatti art. 7, par. 1, lett. d), Regolamento (UE) n. 583/2010: «se l'OICVM consente scelte discrezionali circa gli specifici investimenti da realizzare, e se questo approccio si richiama, *implicitamente o esplicitamente*, a un parametro di riferimento, e, in caso affermativo, a quale» (enfasi aggiunta).

del *benchmark* e previsione di una misura massima quantitativa di rischio assumibile (rappresentata, nel caso, dal parametro del c.d. *Value at Risk*, su cui cfr. un ulteriore cenno appena *infra*). È la stessa disciplina contenuta nell'art. 38, co. 1, lett. b), Reg. Int. e nell'art. 47, par. 3, lett. e), Reg. Del. 565/2017 a prevedere in via generalizzata l'obbligo di fornire una simile informazione, là dove si fa riferimento all'obbligatoria indicazione del «livello di rischio» della gestione *congiuntamente* al parametro di riferimento (col che, tra l'altro, deve concludersi che anche nelle gestioni attive “contro *benchmark*” e in quelle passive è doverosa l'indicazione di un livello massimo assoluto di rischio).

Ne consegue che, nelle gestioni connotate da *asset allocation* dinamica pura (con assenza di qualsivoglia riferimento anche implicito a un unico e costante *benchmark*), il principio della trasparenza informativa in ordine alle caratteristiche e gli obiettivi della gestione (art. 38, co. 1, lett. b, Reg. Int.) impone che sia comunque fornita un'informazione precisa e affidante circa le logiche sottese alla politica d'investimento, non offerta dalla mera indicazione del VaR. In effetti, appare incongruo ammettere che la peculiarità dello stile di gestione possa comportare una riduzione del livello di trasparenza in ordine alle caratteristiche qualitative di conformazione del rischio, e risultare quindi nella mancata condizione, sul piano negoziale, di una alea razionalmente assunta.

Occorre allora domandarsi quali contenuti il contratto debba presentare al riguardo. Ebbene, la risposta sembra ritrarsi dalle caratteristiche tipiche delle gestioni “dinamiche”. Se in esse è la stessa *asset allocation* strategica a essere *riformulata* a scadenze temporali predefinite ovvero al verificarsi di eventi specifici (*trigger*), allora i canoni della politica d'investimento sono costituiti dalle caratteristiche dell'*asset allocation* strategica originaria e dei criteri che presiedono alla relativa revisione e se del caso variazione: entrambe queste informazioni devono perciò essere fornite al momento dell'offerta del servizio.

Con riferimento alla prima, è peraltro evidente che essa, non potendo eludere la necessità di una adeguata diversificazione del portafoglio lungo taluni comparti del mercato finanziario ai fini del contenimento del rischio del portafoglio (del resto, la funzione del *Value at Risk* ha tra i propri fattori il coefficiente di correlazione del portafoglio considerato),

postula comunque il riferimento a un *benchmark*, che dovrà pertanto essere indicato in contratto.

Di più, se al verificarsi di un presupposto per la variazione dell'*asset allocation* strategica sulla base dei criteri predeterminati dall'impresa d'investimento (anch'essi da indicarsi in contratto ai fini della descrizione degli obiettivi della gestione) risulti una variazione della composizione del portafoglio che si può riflettere in un diverso *benchmark*, non è immaginabile che tale informazione non venga data al cliente<sup>42</sup>. Se nelle gestioni attive "contro *benchmark*" questa funzione è assolta dall'intrecciarsi dell'indicazione del parametro con la illustrazione degli obiettivi della gestione e dei limiti di rischio entro cui la discrezionalità del gestore può essere esercitata, la natura dinamica dell'*asset allocation* non può condurre a un'informazione "monca" rispetto all'analitica descrizione della strategia del gestore. L'autonomia d'impresa che la disciplina di legge consente all'intermediario nella "costruzione" del servizio di gestione<sup>43</sup>, con le conseguenze in termini di atipicità del negozio sul piano legale<sup>44</sup>, trova infatti il suo necessario contrappeso in un sufficiente livello di trasparenza in ordine agli elementi conformativi del rischio finanziario che il cliente assume.

In questa prospettiva va pure segnalato che la presenza di tali informazioni rileva comunque ai fini della possibilità di formulare il giudizio di adeguatezza, il cui regime è applicabile alla prestazione del servizio di gestione di portafogli. La questione vale in specie con riferimento alla valutazione dell'adeguatezza *sub specie* della «conoscenza ed esperienza in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio» (art. 40. co. 1, lett. a, Reg. Int.). Appare in effetti ardua la formulazione di un giudizio in ordine alla conoscenza del cliente riguardo al servizio, là dove gli specifici tratti connotanti la gestione non siano rinvenibili dalla documentazione.

---

<sup>42</sup> Cfr. ora F. AZZOLINI, A. MINTO, *op. cit.*, pag. 403.

<sup>43</sup> Cfr. M. MAGGIOLO, *op. cit.*, pag. 262; A. BARTALENA, *La disciplina dei servizi e delle attività e i contratti*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, t. 1, Bologna-Roma, 2020, pag. 375.

<sup>44</sup> L'intrinseca natura transtipica del mandato fa sì che esso, per propria stessa conformazione, realizzi un limitato effetto tipizzante, che non è a propria volta completato o, per meglio dire, "compiuto" dalla disciplina della gestione di portafogli.



Questo aspetto incide a propria volta sulla capacità di formulare un giudizio sulla coerenza del servizio agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la tolleranza al rischio. In particolare, va rilevato che la previsione di una misura massima assoluta di rischio assumibile (rappresentato, nel caso, dalla misura del *Value at Risk*) non può in sé ritenersi risolutiva nel senso di fornire una garanzia circa la coerenza del prodotto agli «obiettivi di investimento del cliente, inclusa la tolleranza al rischio»: art. 40. co. 1, lett. c, Reg. Int.).

*Da un lato*, si tratta di una misura i cui parametri di riferimento sono definiti in termini del tutto interni all'impresa d'investimento, giacché al gestore è rimessa l'arbitraria determinazione sia dell'orizzonte temporale di riferimento, sia del valore del portafoglio, sia ancora della quantificazione della misura di correlazione (covarianza); arbitrarietà che il *benchmark*, il quale per l'appunto si misura sul mercato e beneficia in questo modo di una sua più elevata oggettività, mira a evitare.

*Dall'altro*, il senso di tale metrica consiste nella quantificazione delle perdite cui il portafoglio può essere esposto in un dato orizzonte temporale e all'interno di un determinato di confidenza. È evidente che tale indicatore serve a verificare la capacità del cliente di sostenere le perdite (art. 40. co. 1, lett. b, Reg. Int.), senza poter dire nulla sulla coerenza del prodotto alla dimensione qualitativa del rischio adatta al cliente, cioè con gli obiettivi di investimento dello stesso (art. 40. co. 1, lett. c, Reg. Int.).

##### 5. *Caratteristiche necessarie del benchmark: i) trasparenza; ii) replicabilità; iii) significatività (correlazione ed elevata diversificazione)*

5.1. Svolta l'analisi che precede, il discorso ricostruttivo del *benchmark* nella gestione di portafogli qui condotto può utilmente essere completato soffermandosi sulle caratteristiche che esso deve presentare, per essere idoneo a dispiegare la propria essenziale funzione di vincolo contrattuale alla costruzione dei portafogli (diversamente declinata in base allo stile di gestione, nei termini in precedenza illustrati).

Al riguardo occorre anzitutto osservare che la disciplina in materia di prestazione dei servizi d'investimento si preoccupa di stabilire la relazione per così dire *funzionale* che deve sussistere tra la gestione e il

parametro oggettivo di riferimento, stabilendo che esso deve essere «significativo», cioè «basato sugli obiettivi di investimento del cliente e sui tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente, in modo da consentire al cliente destinatario del servizio di valutarne l'esecuzione da parte dell'impresa» (art. 47, par. 2, Reg Del. 565/2017 e art. 38 Reg. Int.).

Al contrario, non si dà una esplicita regolamentazione delle caratteristiche intrinseche che esso deve presentare. Non è infatti replicato, a far data dal 2007, il disposto che nel Regolamento Intermediari del 1998 trovava sede nell'art. 42, co. 2, secondo cui «tale parametro deve essere costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo».

Al tempo stesso, va rilevato che la materia dei *benchmark* finanziari è stata parallelamente oggetto di un'articolata regolamentazione (Reg. 1011/2016, c.d. Regolamento benchmark) che – essendo politicamente motivata da alcune vicende manipolative di indici finanziari occorse in passato, in specie relative ai tassi di interesse<sup>45</sup> – ha approntato un assetto disciplinare che investe l'intero processo produttivo dei medesimi (inclusi i profili organizzativi dei c.d. amministratori di *benchmark*, ovvero i soggetti che gestiscono il processo di definizione dei dati rilevanti, la loro raccolta ed elaborazione, e che infine determinano e divulgano al mercato le *performance* di tali indici<sup>46</sup>), nonché le condizioni e modalità d'uso degli indici da parte dei relativi “fruitori”<sup>47</sup>.

---

<sup>45</sup> Basti pensare, in proposito, alle vicende delle manipolazioni dei tassi EURIBOR e LIBOR, su cui cfr. A. VERSTEIN, *Benchmark manipulation*, in *Boston College Law Review*, vol. 56, 2015, pag. 215; J. FOUQUAU, P.K. SPIESER, *Statistical evidence about LIBOR manipulation: A “Sherlock Holmes” investigation*, in *Journal of Banking & Finance*, vol. 50, 2015, pag. 632.

<sup>46</sup> Cfr. art. 3, par. 1, n. 5 e 6, dove l'«amministratore» è «una persona fisica o giuridica che ha il controllo della fornitura di un indice di riferimento» e la «fornitura di un indice di riferimento» è una delle seguenti attività: «a) la gestione del regime per la determinazione dell'indice di riferimento; b) la raccolta, l'analisi o il trattamento di dati ai fini della determinazione dell'indice di riferimento; e c) la determinazione di un indice di riferimento mediante l'applicazione di una formula o altro metodo di calcolo o mediante una valutazione dei dati forniti a tal fine».

<sup>47</sup> Cfr. art. 2: «il presente regolamento si applica alla fornitura degli indici di riferimento, alla contribuzione di dati per gli indici di riferimento e all'uso degli indici di riferimento nell'Unione europea».

In coerenza con il dichiarato obiettivo generale del Regolamento, che è quello di «introdu[rr]e un quadro comune per assicurare l'accuratezza e l'integrità degli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento nell'Unione», al fine di «contribui[re] in tal modo al corretto funzionamento del mercato interno, garantendo al contempo un elevato livello di protezione dei consumatori e degli investitori» (art. 1), nell'atto normativo in questione sono previsti una serie di requisiti in ordine alle caratteristiche dei *benchmark* e alle attività che prendono corpo nella loro costruzione e gestione, incluse le modalità del rilievo e dell'elaborazione dei dati rilevanti.

Se l'ambito applicativo di questo Regolamento è in sé assai esteso<sup>48</sup>, con riferimento all'attività di gestione del risparmio è espressamente enucleata la nozione di «indice di riferimento (*benchmark*)», cioè «un indice in riferimento al quale viene determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o per un contratto finanziario, o il valore di uno strumento finanziario, oppure un indice usato per misurare la performance di un fondo di investimento allo scopo di monitorare il rendimento di tale indice ovvero di definire l'allocazione delle attività di un portafoglio o di calcolare le commissioni legate alla performance» (art. 3, par. 1, n. 3); dove per «fondo di investimento» si intende «i FIA quali definiti all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della direttiva 2011/61/UE, o gli OICVM quali definiti all'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2009/65/CE» (art. 3, par. 1, n. 19).

Come dimostra *icto oculi* il dato normativo trascritto, il Regolamento non trova diretta applicazione all'utilizzo di *benchmark* nell'ambito delle gestioni individuali del risparmio. Senonché, quale che sia la ragione sottesa a tale esclusione, resta in fatto che esso mira a fornire un paradigma di corretta elaborazione e “amministrazione” degli indici di riferimento

---

<sup>48</sup> Cfr. art. 3, par. 1, che definisce gli «indici» rilevanti ai fini della disciplina come «qualunque cifra: a) pubblicata o messa a disposizione del pubblico; b) periodicamente determinata: i) per intero o in parte, applicando una formula o un altro metodo di calcolo o mediante una valutazione; e ii) sul valore di una o più attività sottostanti, o prezzi, inclusi stime di prezzi, tassi d'interesse effettivi o stimati, quotazioni e quotazioni preventivate, o altri valori o studi».

ai fini dell'attività di *asset management*<sup>49</sup>, le caratteristiche di analogia che corrono tra la gestione individuale e collettiva, in via segnata con riferimento alla funzione propria dei *benchmark* ai fini della costruzione dei portafogli, suggeriscono naturalmente l'ipotesi di un suo impiego anche nella materia della gestione individuale: se non in linea propriamente applicativa, quanto meno a fini interpretativi della disciplina ivi esistente.

Un interrogativo così impostato va affrontato verificando se la regolamentazione ivi dettata esprima dei principi, criteri o *standard* sotto cui possano trovare copertura i criteri enucleati dal regolamento: se non nella loro applicazione di dettaglio, quanto meno nella loro componente pre-cettiva essenziale.

Dunque, una prima necessaria caratteristica che può riferirsi ai *benchmark* nella gestione di portafogli è quella della relativa trasparenza, quale dato strumentale a soddisfare l'esigenza di valutare l'effettiva idoneità del parametro di riferimento agli scopi che intende raggiungere (e cioè, sintetizzando l'analisi precedente: (i) definire l'*asset allocation*, cioè i comparti del mercato finanziario in cui investire e le relative proporzioni; e (ii) informare l'attività di *stock picking* cioè l'effettiva scelta di titoli da acquistare al fine di ottenere un'esposizione diversificata su ciascuno dei comparti del mercato finanziario). A questi fini, è essenziale che il processo di elaborazione e l'attività di rilievo dei dati nel corso del tempo siano verificabili. Sembra pertanto del tutto ragionevole il «trapianto» nel rapporto di cui alla gestione di portafogli su base individuale

---

<sup>49</sup> In questo senso va pure osservato che l'operatività esistente nel mercato dei capitali mostra che quegli stessi indici di riferimento, che vengono impiegati per la gestione collettiva, vengono altresì utilizzati nelle gestioni individuali. Ne consegue che, una volta che gli amministratori di tali indici siano tenuti a conformarsi ai dettami del Regolamento Benchmark in ragione dell'utilizzo dell'indice di riferimento dagli stessi controllato nell'ambito della gestione di fondi di investimento, sarebbe scarsamente rispondente a criteri di razionalità economica il mantenimento di una diversa operatività *non compliant*, ai soli fini del relativo impiego da parte dei portfolio manager che non siano fondi di investimento (cioè, nella gestione individuale). Sembra allora corretto discorrere di un impatto che tale disciplina dispiega de facto sull'attività di gestione individuale del risparmio.

(ferme restando le diversità di fattispecie<sup>50</sup>) di quanto previsto nel Regolamento Benchmark (art. 12) in ordine alla «trasparenza della metodologia», dove è richiesto agli amministratori dei *benchmark* di procedere alla formalizzazione e pubblicazione degli «elementi chiave della metodologia utilizzata dall'amministratore per ciascuno degli indici di riferimento forniti e pubblicati» (par. 1, lett. a), nonché delle caratteristiche del processo di approvazione e di revisione («i dettagli relativi al riesame interno e all'approvazione di una data metodologia, nonché alla frequenza di tale riesame»: par. 1, lett. b)<sup>51</sup>.

A fianco della metodologia di “costruzione” del parametro, rileva anche il processo relativo alla raccolta dei dati che l'amministratore del *benchmark* elaborerà. In effetti, la tipologia dei dati ricevuti definisce al pari della metodologia il processo di «costruzione» dell'indice, di tal che anche da essa viene a dipendere l'effettiva fisionomia del parametro e, pertanto, la sua idoneità a svolgere appropriatamente le funzioni che gli sono proprie. In coerenza con il fatto che il ruolo precipuo spettante al *benchmark* nel presente contesto è quello di guidare la costruzione dei singoli portafogli gestiti, è essenziale che le *fonti* dei dati e le modalità di raccolta degli stessi siano accessibili al gestore e verificabili dallo stesso.

5.2. Sul (pre)requisito della trasparenza del *benchmark* (quanto alla metodologia e alle modalità di *input* dei dati) si innestano due ulteriori caratteristiche essenziali del medesimo, da identificarsi segnatamente nella *replicabilità* del medesimo e nella sua *significatività* (intesa a propria volta come sufficiente diversificazione dell'indice, nonché come correlazione tra esso e gli obiettivi della gestione).

---

<sup>50</sup> Ciò che nel Regolamento Benchmark è oggetto di obblighi in capo agli amministratori degli indici, nel contesto della gestione di portafogli può rilevare come criterio di idoneità del *benchmark* alla relativa designazione in contratto.

<sup>51</sup> L'art. 12, par. 1, lett. c) stabilisce anche una regola di “partecipazione” degli interessati alle modifiche degli indici, là dove impone all'amministratore del *benchmark* di stabilire «le procedure per la consultazione su qualunque modifica metodologica rilevante proposta dall'amministratore nonché la motivazione di tali modifiche, inclusa una definizione di cosa costituisce una modifica rilevante e le circostanze in cui l'amministratore debba comunicare tali modifiche agli utenti».

Con riferimento al profilo della replicabilità, va anzitutto rimarcato lo stretto raccordo sussistente tra trasparenza e replicabilità. In effetti, in tanto un *benchmark* può essere replicato in quanto la sua metodologia di costruzione sia nota e comprensibile al gestore, al punto tale da consentire a esso di orientare conseguentemente l'attività di costruzione del portafoglio. Va comunque osservato, a questo riguardo, che il Regolamento Benchmark impone di dare *disclosure* al mercato degli elementi chiave della metodologia e che i dati siano verificabili, ma non impone *ex se* di rendere pubblici i dati o la metodologia di dettaglio. Resta peraltro evidente che ove l'*input* di dati sia identificato in una o più sedi di negoziazione<sup>52</sup>, la pubblicità di questi<sup>53</sup> rende quell'indice replicabile, almeno in via tendenziale<sup>54</sup>.

---

<sup>52</sup> Il Regolamento Benchmark definisce l'«indice di riferimento basato su dati regolamentati» come «un indice di riferimento determinato applicando una formula ottenuta ... da dati forniti interamente e direttamente», tra l'altro, da «una sede di negoziazione quale definita all'articolo 4, paragrafo 1, punto 24), della direttiva 2014/65/UE o una sede di negoziazione in un paese terzo per cui la Commissione ha adottato una decisione di esecuzione alla stregua della quale il quadro giuridico e di vigilanza di tale paese è ritenuto avere effetti equivalenti ai sensi dell'articolo 28, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio (2), o un mercato regolamentato ritenuto essere equivalente ai sensi dell'articolo 2 bis del regolamento (UE) n. 648/2012, ma in ogni caso solo in relazione ai dati sulle operazioni relative agli strumenti finanziari».

<sup>53</sup> In questa prospettiva vengono in considerazione le disposizioni di trasparenza sui dati relativi al trading e ai soggetti emittenti con strumenti negoziati nelle sedi di negoziazione. Cfr. F. ANNUNZIATA, *Le società di gestione dei mercati regolamentati*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, t. 2, Bologna-Roma, 2020, pag. 1113.

<sup>54</sup> Quanto precisato nel testo consente di precisare che, nella prospettiva della ricostruzione dell'oggetto del contratto di gestione, va escluso che il *benchmark* costituisca il referente di una determinazione dell'oggetto *per relationem*, come pure che l'amministratore del *benchmark* venga a porsi quale terzo cui è rimessa la determinazione dell'oggetto del contratto ai sensi dell'art. 1349 c.c. Piuttosto, i criteri fissati nel *benchmark* prescelto rilevano, in relazione ai criteri che sono posti quanto all'identificazione delle tipologie di fonti informative e alle relative ponderazioni, quali direttive che definiscono le condotte dovute dal gestore, cioè i *mezzi strumentali* dedotti *in obligatione* in via strumentale alla soddisfazione dell'interesse creditorio. In effetti, per potere instaurare una correlazione immediata tra i flussi di pagamento dell'investimento e il parametro di riferimento si dovrebbe ricorrere a prodotti dove la funzione di questo è diversa,

Tanto detto, va osservato che, attesa la funzione di *tracking* del *benchmark* nella gestione di portafogli<sup>55</sup>, è necessario che i dati sottostanti alla costruzione dell'indice derivino da transazioni in strumenti finanziari che il gestore possa effettivamente acquistare, o comunque su cui possa assumere una specifica esposizione finanziaria.

In questa prospettiva, va osservato che il Regolamento Benchmark avvicina il tema della natura delle informazioni, su cui si costruisce l'indice, fissando la regola secondo cui «i dati devono essere dati sulle operazioni, ove siano disponibili e idonei»; mentre solo «qualora i dati sulle operazioni non siano sufficienti o idonei a rappresentare in maniera accurata e affidabile il mercato o la realtà economica che l'indice di riferimento intende misurare, è possibile usare dati non relativi alle operazioni, ivi comprese stime di prezzi, quotazioni, quotazioni preventivate o altri valori» (art. 11, par. 1, lett. a, Reg. Benchmark).

Senonché, il parametro che faccia ricorso a dati “alternativi” sarà tendenzialmente inidoneo a essere impiegato nell'ambito della gestione di portafogli. A fronte di parametri di riferimento dotati di una funzione di *tracking*, una selezione di *benchmark* strutturati in maniera tale da rendere i medesimi materialmente non replicabili da parte del gestore individuale (mediante la corrispondente acquisizione degli strumenti finanziari sottostanti), avrebbe infatti una ridotta, se non proprio nulla, efficacia precettiva in punto di costruzione del portafoglio, limitandosi a definire in via generale le *asset classes* di riferimento della gestione e, se del caso, del loro rapporto proporzionale: informazioni su cui il *benchmark* si basa (e che, a livello informativo, vengono fatte oggetto di separata indicazione), ma non si esaurisce (giacché il *benchmark*, o meglio – più sovente – la combinazione degli indici che compone il parametro di riferimento della gestione, indica anche lo specifico portafoglio-modello

---

identificandosi in quella di «un indice in riferimento al quale viene determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario» (art. 3, par. 1, n. 3): strumenti finanziari che dovrebbero ragionevolmente essere costituiti da contratti finanziari derivati le cui promesse di pagamento (c.d. «gambe» del derivato) siano costruite mediante *relatio* all'indice.

<sup>55</sup> Si noti che il Regolamento Benchmark disciplina anche indici da impiegarsi a fini diversi da quelli propri della gestione del risparmio (individuale o collettiva): cfr. *supra*, l'art. 3, par. 1, n. 3.

della gestione). Deve dunque ritenersi che il ricorso a *benchmark* non materialmente replicabili (poiché non fondati su transazioni realizzabili dal gestore) possa essere considerato legittimo solo dove la politica di investimento prescelta non si appoggi su portafogli modello espressi da *benchmark* diversi (a condizione che, comunque, tale benchmark possa ritenersi «significativo» in ragione delle caratteristiche della gestione<sup>56</sup>), e comunque non vi siano altri *benchmark* basati su dati reali idonei a rappresentare l'*asset class* di riferimento.

Concludendo sulle caratteristiche di replicabilità dell'indice, va anche rilevato (riprendendo le considerazioni svolte *supra*, n. 2) che sussiste un profilo di interazione tra la scelta del *benchmark* e il parametro della diligenza gestoria, *sub specie* del contenimento dei costi transattivi connessi con l'esecuzione delle singole operazioni di acquisto degli strumenti finanziari (c.d. *best execution*). In particolare, se il portafoglio sotteso al *benchmark* si componesse di dati relativi a transazioni avvenute fuori da sedi di negoziazione o in sedi di negoziazione dotate di limitata *ampiezza* e *liquidità*, risulterebbero per definizione aumentati – *ceteris paribus* – i costi di tracciamento (totale o parziale) dell'indice. Ciò implica la necessità che, in linea generale, il gestore opti per *benchmark* alimentati tramite dati relativi ad operazioni effettuate in sedi di negoziazione regolamentate, che siano dotate delle suddette caratteristiche.

D'altro canto, *benchmark* molto estesi in punto di numerosità degli strumenti potrebbero essere incompatibili con una replica pedissequa dell'indice (*full replication*), in ragione del fatto che tale tecnica di replica presuppone una soglia minima di investimento, che potrebbe essere superiore alla dimensione del portafoglio del singolo cliente. Ciò peraltro non conduce necessariamente all'inadeguatezza dell'indice, ma solleva il tema della definizione di aconce tecniche di replica (cfr. *supra*, n. 2).

5.3. Il profilo dell'ampiezza delle sedi di negoziazioni da cui vengono attinti i dati, ora evocato, conduce ad affrontare la restante caratteristica che deve connotare quei *benchmark* che, nell'ambito della gestione di portafogli, vogliono dirsi idonei alla propria funzione. Si tratta della caratteristica di significatività dell'indice: da intendersi sia come

---

<sup>56</sup> Diversamente, non dovrà essere indicato alcun *benchmark*.



*correlazione* tra il parametro e le caratteristiche della gestione (obiettivi e politica della gestione), sia come *rappresentatività* del *benchmark*, che dipende dal suo essere costruito mediante un paniere sufficientemente *diversificato* di strumenti appartenenti all'*asset class* di riferimento.

5.3.1. Il primo dei due poli ora richiamati (correlazione alle caratteristiche della gestione) discende in via immediata dagli assunti già svolti in sede di ricostruzione della funzione negoziale del parametro di riferimento (*supra*, n. 1).

Al riguardo, va richiamato il dato normativo pertinente in materia di gestione di portafogli, e cioè l'art. 47, par. 2, Reg. Del. 565/2017, ai sensi del quale le imprese d'investimento «stabiliscono un metodo adeguato di valutazione e raffronto, come ad esempio un valore di riferimento significativo («*meaningful benchmark*»), basato sugli obiettivi di investimento del cliente e sui tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente, in modo da consentire al cliente destinatario del servizio di valutarne l'esecuzione da parte dell'impresa».

Della stringa normativa occorre rimarcare in questa sede la pretesa che il parametro sia basato sugli obiettivi d'investimento del cliente e, *congiuntamente*, sugli strumenti finanziari inclusi nella gestione; il che dà conto della effettiva significatività del *benchmark*, cioè della sua funzione di criterio per la costruzione dei singoli portafogli. Nei medesimi termini, del resto, si riferisce al parametro di riferimento la disciplina in materia di gestione collettiva, disponendo che «la descrizione contenuta nella sezione “Obiettivi e politica d'investimento” del documento contenente le informazioni chiave per gli investitori comprende — anche se esse non rientrano nella descrizione degli obiettivi e della politica d'investimento contenuta nel prospetto — le caratteristiche essenziali dell'OICVM circa il quale l'investitore deve essere informato, tra cui: ... d) se l'OICVM consente scelte discrezionali circa gli specifici investimenti da realizzare, e se questo approccio si richiama, implicitamente o esplicitamente, a un parametro di riferimento, e, in caso affermativo, a quale» (art. 7, par. 1, Regolamento (UE) n. 583/2010).

L'evidente parallelismo del dettato normativo, in uno con l'identità della funzione rivestita dal parametro di riferimento — nella misura in cui, sussistendo un'attività di *asset allocation strategica*, esista effetti-

vamente un benchmark «significativo» ai fini nella gestione<sup>57</sup> – corroborano l'opinione che esclude la legittimità della scelta di parametri di riferimento che siano costruiti come *media delle performance dei gestori di portafogli comparabili* (cioè come media non del mercato dei sottostanti, ma come media delle imprese che offrono servizi di gestione). Del pari, tale parallelismo esclude che i *benchmark* possano fare riferimento a obiettivi di rendimento del portafoglio, che il gestore si propone (senza promettere) di raggiungere<sup>58</sup>. Sul punto, chiarisce infatti la Consob in una propria comunicazione che gli obiettivi di rendimento «non devono in alcun modo essere confusi con il *benchmark*, in quanto non possiedono le caratteristiche e le funzioni tipiche del parametro obiettivo di riferimento che ... consistono sostanzialmente nella sintetica indicazione dei termini del mandato conferito al gestore e nella valutazione dell'utilizzo del potere discrezionale riconosciuto allo stesso»<sup>59</sup>. Nella stessa prospettiva, non è legittima la designazione di *benchmark* – come pure la ponderazione percentuale dei più *benchmark* espressivi di una medesima gestione – che, pur insistendo sulle medesime *asset class*, esprimano un grado di rischio diverso (maggiore o minore) da quello che la gestione programma di assumere<sup>60</sup>.

5.3.2. Il secondo polo di rilevanza della nozione di significatività del *benchmark* (significatività) si pone a monte del rapporto che intercorre tra esso e la politica d'investimento della singola gestione, e interessa la dimensione intrinseca della sua conformazione, quanto alla definizione degli strumenti finanziari rientranti nel paniere e nella relativa ponderazione.

---

<sup>57</sup> Sul tema delle gestioni globali o flessibili, cfr. *infra*, n. 3.

<sup>58</sup> Quali «ISTAT + 0,5% o BOT per i fondi monetari; ISTAT + 1% o BOT + 1% per i fondi obbligazionari; ISTAT + 2% o BOT + 2% per i fondi bilanciati; ISTAT + 3% o BOT + 3% per i fondi azionari»: così, la Comunicazione n. DIS/23017 del 24-3-2000.

<sup>59</sup> Comunicazione n. DIS/23017 del 24 marzo 2000.

<sup>60</sup> La disciplina della SEC si limita a discorrere di «*broad-based security index*». Ciò all'evidenza apre il problema dei *benchmark* non allineati allo stile di gestione correlato alle attività, su cui cfr. B.A. SENSOY, *Performance Evaluation and Self-Designated Benchmark Indexes in the Mutual Fund Industry*, in *J. Fin. Econ.*, (92) 2009, pag. 25.

In questa prospettiva, è senz'altro esportabile alla materia qui considerata il precetto, enucleato dal Regolamento Benchmark, inteso a stabilire che «i dati devono essere *sufficienti a rappresentare accuratamente e in maniera affidabile il mercato o la realtà economica che l'indice di riferimento intende misurare*» (art. 11 par. 1, Regolamento Benchmark).

Nel caso di *benchmark* riferiti a segmenti del mercato finanziario (*asset classes*), quali appunto quelli rilevanti nell'ambito della gestione di portafogli finanziari, la rappresentazione accurata e affidabile del mercato di riferimento consiste nella espressione di un elevato livello di diversificazione, e di assente correlazione, delle componenti dell'*asset class*. Esistendo una sede di negoziazione dotata di caratteristiche di sufficiente ampiezza e diversificazione degli emittenti, tali quindi da coprire il mercato rilevante, diviene corretto assumere la composizione attuale di quel mercato (quanto a emittenti e *market capitalization* sul totale) come il paradigma di una elevata diversificazione e correlazione nulla.



## CAPITOLO QUARTO

### PARAMETRI DI RIFERIMENTO E GIUDIZIO SULL'ADEMPIMENTO DELLA PRESTAZIONE GESTORIA

SOMMARIO: 1. *Temi e oneri di prova nel giudizio di responsabilità del portfolio manager.* 2. *Benchmark e “discrezionalità residua” del gestore: organizzazione d'impresa e adempimento.* 3. *Dalla procedimentalizzazione dell'adempimento alla procedimentalizzazione del giudizio di responsabilità.* 4. *Il difetto organizzativo quale evento di inadempimento di natura strutturalmente seriale.* 5. *Rapporti tra private e public enforcement: rilevanza dei provvedimenti della Consob sanzionatori di una difettosa organizzazione d'impresa nell'erogazione del servizio.* 6. *Inadempimenti attinenti al benchmark tra violazione di obblighi accessori ed eccesso di mandato.* 7. *Mancata indicazione del benchmark e rimedi.*

#### *1. Temi e oneri di prova nel giudizio di responsabilità del portfolio manager*

*1.1.* La precedente trattazione ha consentito di porre in evidenza che la funzione di *tracking* propria dei *benchmark*, se è presente sia nelle gestioni attive che nelle gestioni passive, non implica pressoché in nessun caso una replica pedissequa dei medesimi da parte del singolo portafoglio gestito: sussiste in ogni caso uno spazio di “discrezionalità residua” dell'intermediario, da intendersi come mancata predeterminazione nel titolo contrattuale degli specifici mezzi (condotte) da prestare per l'esatto adempimento, *i.e.* la soddisfazione dell'interesse creditorio oggetto dell'obbligazione inteso quale assunzione e mantenimento di un rischio efficiente lungo tutto il corso del rapporto. Diverse sono peraltro le ragioni alla base del discostamento dal portafoglio modello costituito dai *benchmark*, come pure diversa è, a seconda delle tipologie di gestione considerate, l'entità di tale discostamento. In sintesi, può dirsi che altro è quanto attiene alla definizione di metodologie del *tracking*

(dove l'obiettivo è la gestione dei costi transattivi connessi all'esigenza che il portafoglio gestito esprima un livello di diversificazione qualitativamente corrispondente a quello degli indici<sup>1</sup>), altro è quanto attiene alla ricerca deliberata di una composizione del portafoglio divergente dal *benchmark*, che si riconnetta a ragioni di c.d. *asset allocation* tattica, cioè alla formulazione di previsioni sull'andamento di breve termine dei mercati rientranti nella politica d'investimento. Se il primo elemento si dà in tutte le gestioni, il secondo ricorre quando sussiste un elemento di – più o meno intenso – “attivismo”.

Quale che sia la concreta dinamica sottesa alla diversità nella composizione del portafoglio gestito rispetto agli indici, resta in fatto che *in ogni caso* i parametri di riferimento sono dotati di una propria specifica rilevanza all'interno del rapporto obbligatorio, quali patti sull'esecuzione della prestazione. E infatti, la “deviazione” dalla composizione dei *benchmark* è attività che si costruisce *in termini relativi* e comparativi rispetto ad essi: sia quando si cerchi di efficientare i costi di replica, sia quando si proceda ad *asset allocation* tattica. Soprattutto nel secondo caso, in effetti, l'esecuzione della prestazione gestoria si può scindere, *dal punto di vista logico*, in due fasi: anzitutto, la replica degli indici; quindi, l'assunzione di decisioni intese a una diversa composizione del portafoglio gestito. Dal punto di vista del giudizio di responsabilità del gestore, esso si realizza pertanto in una comparazione tra i *benchmark* e il singolo portafoglio del cliente orientata a verificare se la diversa composizione del secondo rispetto al primo abbia condotto, in una valutazione *ex ante*, alla massimizzazione del rapporto tra rischio e rendimento (cc.dd. *risk-adjusted returns*) o, per meglio dire, al suo efficientamento in una misura almeno pari a quella esigibile dal gestore.

1.2. Se il rapporto tra mezzi da prestare e risultato dovuto continua dunque a non essere totalmente connotato, nel regolamento contrattuale, in termini univoci, allora l'assenza di una determinazione precisa ed esaustiva delle modalità di soddisfazione dell'interesse creditorio pone

---

<sup>1</sup> Oppure anche la necessità di “riempire” concretamente i *benchmark* laddove essi non siano costruiti su transazioni ed emittenti effettivi e come tali non replicabili mediante *full replication*: cfr. *supra*, cap. 3, par. 2.

in capo al debitore l'obbligo di determinare (in misura più o meno intensa) i mezzi da prestare, "colmando" uno spazio che il titolo contrattuale lascia vuoto o, per meglio dire, esaurisce nell'obbligo, generico, di realizzare l'interesse del gerito. Ne risulta che, in sede di svolgimento del giudizio di responsabilità, si darà un ampliamento dello spazio di controvertibilità circa l'esattezza o meno dell'adempimento<sup>2</sup>: maggiore la discrezionalità esecutiva del debitore (a motivo della parziale genericità del titolo contrattuale), maggiore la controvertibilità dell'esatto adempimento.

Secondo quanto si è in precedenza osservato (cfr. *supra*, cap. 2, n. 8), le caratteristiche che precedono consentono di ascrivere<sup>3</sup> provvisoriamente (e salvo quanto sarà osservato *infra*, nn. 2 e 3) l'obbligazione del *portfolio manager* al novero delle obbligazioni di mezzi, se con tale espressione si intende fare descrittivamente riferimento a quelle tipologie di obbligazioni connotate da un tipo di sindacato della condotta debitoria – il quale è stato convincentemente qualificato «modello teleologico *a posteriori*»<sup>4</sup> – il quale «presuppone l'individuazione di una modificazione o di un atto di conservazione della sfera giuridica del creditore o di terzi (risultato in concreto) da assumere come oggetto di un raffronto il cui termine di comparazione è costituito dal risultato cui si sarebbe potuti pervenire ove si fossero adottati contegni diversi e più adeguati rispetto a quelli posti in essere dal debitore (risultato in astratto)»<sup>5</sup>; risultato in astratto<sup>6</sup> che – in termini più o meno ampi<sup>7</sup> – è da ri-

---

<sup>2</sup> Tale aspetto, e non quello della pretesa diversità strutturale o nel contenuto e negli oneri probatori del giudizio di responsabilità, costituisce il permanente «fondo di verità» della nozione: così A. NICOLUSSI, *op. cit.*, pag. 877, nota 34).

<sup>3</sup> Ascrizione che rileva a meri fini descrittivi: nella prospettiva dell'unità strutturale dell'obbligazione e del giudizio di responsabilità, la distinzione obbligazioni di mezzi-obbligazioni di risultato sottende una valenza non dogmatica bensì «tipologica»: F. PIRAINO, *op. cit.*, pag. 541.

<sup>4</sup> F. PIRAINO, *op. cit.*, pag. 576.

<sup>5</sup> *Ibidem*.

<sup>6</sup> Cioè quello che è stato in precedenza – cap. 2, n. 8 – definito come "risultato intermedio" o soddisfazione dell'"interesse intrinseco".

<sup>7</sup> In base all'estensione della discrezionalità "residua" (in quanto non esaurita dall'indicazione dei *benchmark*) del gestore, e alla natura (attiva o meno) dello stile gestorio.

costruirsi, per l'appunto, *ex post factum*, *i.e.* nel momento in cui si valuta se una data condotta già posta in essere ha integrato o meno esatto adempimento. Così concepito il giudizio sull'adempimento, il referente cui comparare la concreta condotta debitoria e i suoi esiti non è «sempre risolvibile *a priori*, ma è anzi sovente frutto di una valutazione anch'essa *a posteriori*, che tiene conto di tutte le circostanze del caso concreto e della natura del vincolo assunto», risultandone una «natura mobile del risultato dovuto e, dunque, la possibilità di farne oggetto di una valutazione caso per caso, rendendolo un elemento controvertibile».

Tanto detto, è opportuno precisare che l'esistenza di uno spazio di controvertibilità circa l'esattezza dell'adempimento, la cui valutazione non si esaurisce – per le ragioni anzidette – in un confronto meccanicistico tra il contenuto del titolo contrattuale e la concreta attività esecutiva del debitore, ma abbisogna invece dell'esercizio di un più complesso apprezzamento, non contraddice le conclusioni cui si è giunti nella precedente trattazione (in particolare, nel capitolo secondo, n. 7), dove si è affermato che dal punto di vista strutturale l'obbligazione del *portfolio manager* si compone per la promessa *incondizionata* del raggiungimento di un dato *risultato*, soddisfattivo dell'interesse creditorio dedotto in obbligazione. Risultato che, come si è visto, si identifica nell'esposizione del portafoglio finanziario del cliente a un *rischio efficiente*, cioè adeguatamente conformato dal punto di vista quantitativo (coerente con la propensione al rischio e la capacità di assorbire perdite del cliente) e qualitativo (espressivo di un adeguato rapporto di convenienza tra volatilità e rendimenti attesi)<sup>8</sup>. La natura controvertibile del

---

<sup>8</sup> Come si è illustrato in precedenza (cap. 2), la soddisfazione di tale interesse può essere configurata come una “ragione di bene” distinta dal risultato finanziario “ambito”, “desiderato” *ex ante* (ma non dedotto in obbligazione), nella misura in cui l'esistenza di regole tecniche condivise nel contesto dei gestori professionali di portafogli finanziari fa sì che la nozione di rischio efficiente non possa essere ridotta alla mera realizzazione di un'attività *genericamente* «capace di promuovere l'attuazione dell'interesse primario» [L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi»*, cit.]. Qui si può ravvisare una più accentuata autonomizzazione del risultato dedotto dall'interesse primario, giacché il primo riesce a essere compreso, apprezzato e misurato secondo logiche e metodologie che, per quanto inevitabilmente convenzionali, possono dirsi dotate di un sufficiente livello di oggettività sul piano social-tipico (nel senso



giudizio in ordine all'esatto adempimento, che dipende dall'esistenza del detto spazio di "discrezionalità residua" del gestore, non imprime un mutamento all'obbligazione, né dal punto di vista del fondamento della responsabilità<sup>9</sup>, né dal punto di vista del relativo limite, che resta fissato sulla impossibilità sopravvenuta non imputabile del raggiungimento del risultato promesso, con prova a carico del debitore.

Ferma restando la necessità di dare concretezza al "risultato in astratto" dovuto dal debitore mediante il ricorso a un sindacato strutturato secondo il sopra evocato "modello teleologico *a posteriori*" (che dipende dalla parziale indeterminatezza del titolo contrattuale e quindi dall'esistenza, a dispetto dell'indicazione dei *benchmark*, di uno spazio di discrezionalità residua del gestore), i *themata* e gli *onera probanda* non vengono dunque qui ad atteggiarsi diversamente rispetto alle obbligazioni dove il titolo presenta un risultato dovuto, la cui realizzazio-

---

di tecnico-scientifico), e come tali dotate di un grado di *formalizzazione* che le rende sufficientemente affidabili nella coscienza collettiva, che le eleva a una «ragione di bene» in sé.

<sup>9</sup> In entrambi i casi è l'inadempimento, nella sua oggettiva materialità, a rilevare come unico presupposto e fondamento unitario della responsabilità del debitore, senza che occorra un'ulteriore valutazione intorno alla imputabilità o meno dell'inadempimento: cfr. G. OSTI, *Revisione critica della teoria sulla impossibilità della prestazione*, cit., pag. 469. Questa conclusione è in effetti coerente con la funzione propria della diligenza nell'ambito delle obbligazioni di mezzi, nel senso, appunto, di criterio di determinazione concreta degli obblighi cui è tenuto il debitore. Una volta enucleato il risultato "intermedio" dovuto (inteso come soddisfazione dell'interesse creditorio dedotto in obbligazione che si commisura in termini di effettiva e adeguata idoneità al raggiungimento dell'interesse primario) e il modello concreto di azione idoneo al raggiungimento del medesimo – ciò che attiene alla ricostruzione dell'obbligo, che è fase concettualmente distinta dal (e anteriore al) giudizio di responsabilità –, ai fini dell'affermazione della responsabilità è in prima battuta (e salva la prova dell'impossibilità sopravvenuta non imputabile) sufficiente la verifica oggettiva del mancato conseguimento di quel risultato intermedio, mediante il compimento delle condotte dovute, a loro volta enucleate in applicazione della regola di diligenza. Non occorre qui poggiare il giudizio sulla ricerca di una colpa del debitore o, più in generale, di una imputabilità dell'inadempimento, in quanto la corretta perimetrazione del contenuto dell'obbligazione opera a monte *sul piano oggettivo* dell'applicazione del criterio della diligenza "integrativa". Il contenuto del parametro della diligenza facendo peraltro sì che «nelle medesime obbligazioni inadempienza e colpa coincidono» (G. OSTI, *Scritti giuridici*, I, Milano, 1973, pag. 116). Cfr. però L. MENGONI, *op. cit.*

ne o meno è rilevabile immediatamente dalla conformità della prestazione eseguita a quella dovuta, e non necessità di alcuno spazio di apprezzamento giudiziale. E infatti, per andare esente da responsabilità, il debitore è comunque tenuto alternativamente a provare: *l'esatto adempimento* (cioè che, a dispetto della mancata soddisfazione dell'interesse primario, «il risultato ottenuto è esattamente quello conseguibile nel caso di specie con l'impiego dei mezzi imposti dal vincolo e dallo standard di condotta di riferimento»<sup>10</sup>), oppure *l'impossibilità sopravvenuta non imputabile*, e cioè che il mancato conseguimento del risultato “intermedio” promesso (effettiva assunzione e mantenimento di un “rischio efficiente”) è dipeso da un fattore di impossibilità sopravvenuta non imputabile al debitore<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> F. PIRAINO, *op. cit.*, pag. 585.

<sup>11</sup> Questo implica l'onere del debitore di provare l'esistenza di fattori sopravvenuti, aventi effetto impeditivo dell'adempimento: *i*) oggettivamente insuperabili (impossibilità assoluta) ovvero – e nei medesimi termini secondo cui tale valutazione si svolge nelle c.d. obbligazioni di risultato – tali che lo sforzo addizionale per il relativo superamento sia tale da ritenersi estraneo rispetto al (nel senso di *eccedente* il) perimetro delle condotte cui il debitore deve ritenersi obbligato, sulla base del titolo genetico dell'obbligazione e delle concrete circostanze della fattispecie considerata (impossibilità – oggettiva, ma – relativa); e *ii*) la cui verifica non avrebbe potuto essere impedita dal debitore mediante una condotta diligente. Sull'impossibilità oggettiva relativa, cfr. L. MENGONI, *op. cit.*, pag. 1087: «Occorre tenere separata l'impossibilità soggettiva dall'impossibilità (oggettiva) relativa, affinché la critica del requisito dell'assolutezza non trascini anche il requisito dell'oggettività e con esso, la stessa nozione di impossibilità quale limite della responsabilità per inadempimento. I due connotati sono inscindibili soltanto se, come Osti, si identifica la prestazione col risultato dovuto escludendo dalle determinazioni del contratto, e quindi dal contenuto dell'obbligazione, i mezzi occorrenti per attuarlo. Se invece si assume una nozione di prestazione inclusiva anche di un determinato comportamento strumentale del debitore, l'impossibilità sopravvenuta si definisce secondo un concetto eminentemente relativo, non solo e non tanto “nel senso di impossibilità relativa a quel particolare tipo di rapporto obbligatorio di cui la prestazione, della quale si discute, forma lo specifico oggetto” [così E. BETTI, *op. cit.*, pag. 112], quanto nel senso che il giudizio di impossibilità deve essere misurato sul contenuto del concreto rapporto in questione, così come risulta determinato dalla sua fonte. Dal contratto (interpretato secondo buona fede) si desume quali speciali capacità e conoscenze il debitore deve prestare, quali sono le tecnologie del cui mancato o difettoso impiego risponde, e in genere con quali mezzi si è obbligato a procurare quel tipo di risultato al creditore; e ancora dal contratto si desume, ove si tratti di obbligazione di

In definitiva, il giudizio in ordine all'esatto adempimento della prestazione del *portfolio manager* ha per oggetto esclusivamente la realizzazione dell'interesse creditorio corrispondente al risultato promesso (la prova della sua realizzazione o dell'impossibilità sopravvenuta non imputabile della sua realizzazione), mentre *non sono oggetto di uno specifico e diretto tema di prova* le ragioni che possano aver condotto a una *underperformance* rispetto agli indici di riferimento, *i.e.* alla mancata soddisfazione dell'«interesse primario» del creditore, fine pratico – estraneo al rapporto obbligatorio – cui ambisce il creditore.

In particolare, va negato che rientri nei temi di prova del giudizio di responsabilità l'esistenza o meno di un nesso di causalità tra la mancata prestazione dei mezzi dovuti, da un lato, e la lesione dell'interesse primario, dall'altro. La rilevanza di tale indagine è infatti assorbita dalla necessità e sufficienza della verifica in ordine all'effettivo raggiungimento (non già del c.d. interesse primario, bensì) del risultato effettivamente promesso, cioè per l'appunto l'assunzione e il mantenimento di un rischio “efficiente”, nei termini in precedenza illustrati (*supra*, cap. 2, n. 8).

Va invece escluso che il giudizio di responsabilità si strutturi nei termini di una sequenza “a due fasi”, dove spetta al debitore della prestazione una prova *prima facie* del rispetto delle ordinarie regole della perizia tecnica (*diligentia in abstracto*), il cui assolvimento alloca sul creditore la prova del mancato esperimento di quel surplus di impegno – dovuto sulla base del parametro della diligenza professionale (c.d. *diligentia in concreto*) – necessario a superare il fattore causale impeditivo che si sia frapposto nella sequenza eziologica che, sulla base dell'*id quod plerumque accidit*, conduce normalmente dalla condotta astrattamente diligente al risultato aspirato dal creditore ma non dedotto incondizionatamente *in obligatione*<sup>12</sup>.

---

genere, se il debitore abbia promesso di procurare una certa quantità di cose dal mercato o soltanto dalla sua provvista o dalla sua produzione». Cfr. anche N. COVIELLO, *Del caso fortuito in rapporto alla estinzione delle obbligazioni*, Lanciano, 1895, pag. 51.

<sup>12</sup> Così G. D'AMICO, *op. cit.*, pag. 171. Su questa linea, cfr. già M. GIORGIANNI, *op. cit.*, pag. 202, che sostiene la riduzione della sfera applicativa dell'art. 1218 c.c. (là dove fissa il limite della responsabilità nell'impossibilità oggettivamente intesa), di cui si dichiara la non applicabilità alle obbligazioni di mezzi; esprime poi una concezione del-

Oltre a derivare da considerazioni di teoria generale delle obbligazioni<sup>13</sup>, la necessità del rifiuto di un simile approccio ricostruttivo risponde alle specifiche caratteristiche proprie della prestazione qui considerata. Rileva in questo senso la già illustrata (cfr. cap. 2, n. 8) peculiarità della prestazione gestoria del *portfolio manager*, in cui, mentre l'interesse primario si relativizza (giacché la misura della performance finanziaria non si presta a essere apprezzata *ex ante* e in termini assoluti, bensì solo *ex post* e comparativamente rispetto al contesto di mercato

---

la prestazione di tipo marcatamente soggettivo, visione che nei fatti ripresenta la “teoria del dovere di sforzo”, dove cioè la condotta debitoria e la sua esigibilità in ogni caso assorbono ogni ragionamento intorno al risultato, C.M. BIANCA, *Diritto civile. V, La responsabilità*, Milano, 2021, pagg. 11 ss.

<sup>13</sup> Al riguardo valgono le critiche che a tale ricostruzione sono state mosse sul piano della teoria generale delle obbligazioni (l'unitarietà del concetto di obbligazione e l'inesistenza di basi testuali che supportino la suggerita frammentazione del giudizio tra una diligenza in astratto, della cui prova sarebbe onerato il debitore, e una diligenza in concreto, della cui prova sarebbe onerato il creditore: su questi temi, cfr. le ragioni puntualizzate da F. PIRAINO, *op. cit.*, pagg. 553 ss.). La prospettiva della dimensione unitaria della responsabilità debitoria, con il correlativo rifiuto dell'esistenza di una diversità di temi e oneri di prova nell'ambito delle obbligazioni di mezzo risulta peraltro essere stata accolta dal formante giurisprudenziale (che in precedenza aveva invece perorato l'idea di un diverso contenuto del giudizio di responsabilità nelle obbligazioni di mezzi) mediante le pronunce Cass., Sez. Un., 28 luglio 2005, n. 15781, e Cass., Sez. Un., 11 gennaio 2008, n. 577, in *Dejure*. Talune recenti decisioni della Terza Sezione Civile (Cass. 11 novembre 2019, nn. 28992 e 28991, in *Foro it.*, 2020, I, pag. 210) sembrano tuttavia avere rimesso in discussione l'approdo, in particolare là dove – proiettando sulla materia della responsabilità debitoria moduli di ragionamento propri della responsabilità civile – introducono nel ragionamento sulla responsabilità debitoria un tema di prova avente per oggetto un preteso nesso di causalità tra condotta difforme dal titolo e lesione/mancato soddisfacimento dell'interesse creditorio (che sembra essere configurato alla stregua dell'interesse “primario” di cui alla teorica delle obbligazioni di mezzi). Sul tema, in termini critici verso questo ritorno al passato, cfr. F. PIRAINO, *Travisamenti pretori in tema di esonero dalla responsabilità contrattuale tra causalità e vicinanza della prova*, in *Foro It.*, 2020, VI, pag. 2000; ID., *Causalità e responsabilità contrattuale (tenzone tra un giudice e un professore)*, in *Foro it.*, 2022, V, pag. 262 (*Parte I: La causalità generale*) e V, pag. 321 (*Parte II: La causalità materiale e obbligazioni di facere professionale*), in dialettica con G. TRAVAGLINO, *Nessi di causa e prova presuntiva*, in *Il ragionamento presuntivo. Presupposti, struttura, sindacabilità*, a cura di S. Patti e R. Poli, Torino, 2022, pagg. 309 ss.

esistente), il risultato “intermedio” risulta formalizzabile e misurabile dal punto di vista tecnico-scientifico alla stregua delle logiche proprie della *modern portfolio theory* e delle relative evoluzioni<sup>14</sup>. Senonché, nella misura in cui il rapporto obbligatorio si organizza intorno alla nozione di rischio efficiente come “ragione di bene” in sé dovuta dal soggetto obbligato e il cui conseguimento da parte del gestore è misurabile *ex ante*, di tal che l’assunzione del rischio efficiente conduce per definizione al raggiungimento *ex post* di un rendimento finanziario soddisfacente dell’interesse creditorio in quanto commisurato al rischio assunto, non sussiste la possibilità di discernere tra le condotte conformi alla diligenza *in abstracto*, che sarebbero enucleabili *ex ante*, da quelle conformi alla diligenza in concreto, che sarebbero rimesse a un necessario apprezzamento *ex post*, basato sulle individuali circostanze del caso concreto, della dinamica causale che, pur a fronte della profusione della diligenza in astratto, non ha condotto alla soddisfazione dell’interesse primario. Quest’ultimo elemento risulta infatti totalmente *assorbito* nell’assunzione del rischio efficiente, unico risultato rilevante nel perimetro dell’obbligazione, e rispetto al quale il raggiungimento di una data *performance* finanziaria è elemento meramente effettuale, che di per sé non serve alla valutazione della soddisfazione o meno dell’interesse creditorio. Ne consegue che, provata l’assunzione di un rischio efficiente, è già fornita *in re ipsa* la prova che ogni *performance* eventualmente negativa e, per così dire, “empiricamente” insoddisfacente, è dipesa dalla verifica del rischio di mercato: di tal che risulta radicalmente esclusa la possibilità che la causa del risultato concretamente prodotto possa dirsi “ignota”<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> Così, il *capital asset pricing model* di W. Sharpe e il modello Black-Litterman.

<sup>15</sup> In questo senso rileva anche l’argomento testuale costituito dalla formulazione dell’art 23, co. 6, t.u.f. («nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l’onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta»), che rende impossibile, nella materia dei servizi di investimento, l’allocazione in capo all’investitore della prova circa la *diligentia in concreto*.

## 2. Benchmark e “discrezionalità residua” del gestore: organizzazione d’impresa e adempimento

Fissato il perimetro strutturale e il contenuto formale del giudizio di responsabilità del gestore, occorre adesso concentrarsi sulle modalità attraverso le quali, nella materia qui considerata, si viene a organizzare il giudizio in ordine all’esercizio da parte dell’intermediario di quello spazio di discrezionalità residua, che è sotteso alla circostanza per cui l’indicazione contrattuale di *benchmark* non esclude la legittimità – e invero, al ricorrere delle condizioni esaminate *supra*, cap. 3, nn. 2 e 3, la doverosità – che il singolo portafoglio gestito differisca, in termini più o meno intensi a seconda del caso, dalla composizione che esso avrebbe a fronte di una replica pedissequa degli indici di riferimento convenuti.

Una simile indagine deve opportunamente muovere dal rilievo secondo la gestione di portafogli su base individuale esprime degli elementi di peculiarità, che la distinguono sul piano tipologico da quelle altre figure di obbligazioni dove sussistono margini di “discrezionalità esecutiva” del debitore (in questo senso, «obbligazioni di mezzi»), e che afferiscono in particolare all’area delle prestazioni derivanti dal contratto d’opera, in specie intellettuale (tipicamente, se si guarda alle pronunce giurisprudenziali, la responsabilità medica e quella del progettista-direttore dei lavori).

La differenza si annida, in particolare, nel fatto che se in queste assume rilievo preminente la persona del debitore, e in specie la sua capacità, esperienza e competenza individuale, nell’attività di *portfolio management* esercitata professionalmente da una impresa d’investimento autorizzata l’erogazione del servizio presuppone – e dipende in termini strettamente correlati da – l’organizzazione imprenditoriale dell’organismo economico che si identifica nel soggetto debitore.

Vengono cioè in rilievo i dati dell’*oggettivazione organizzativa* e della *standardizzazione operativa* che qualificano l’impresa come organismo produttivo. Tali connotati, che danno corpo alla nozione giuridica e allo statuto dell’imprenditore (l’organizzazione dell’attività *ex art. 2082 c.c.*), rispondono all’esigenza di assicurare un agire economicamente razionale dell’organismo produttivo, inteso nel senso di un

agire connotato dalla permanente calcolabilità dei costi e dei ricavi dell'attività, dal che consegue la possibilità di condurre una analisi costi-benefici di ogni singola azione, nel perseguimento – prima ancora della lucratività – del *metodo economico i.e.* dell'economicità dell'attività, intesa come modulo d'azione orientato a produrre più ricavi che costi e così mantenere un equilibrio economico tale da consentire la prosecuzione/ripetizione in(de)finita del ciclo produttivo.

L'insieme di questi dati si esplica nella preordinazione programmatica delle modalità di estrinsecazione dell'attività, e quindi sottende l'esistenza di una dimensione strutturale stabile dell'impresa, cioè una definizione formalizzata di ruoli, compiti e processi decisionali *cioè allocativi delle risorse dell'impresa*. L'organizzazione dell'attività si esprime così, all'interno dell'apparato produttivo aziendale, nella definizione di precetti interni d'azione che hanno la *caratteristica della generalità* (in quanto dettati in relazione a tutti gli eventi di un dato tipo), come pure di un – essenziale ai fini ora indicati – sistema di rilevazione obiettiva e permanente dei fatti aziendali (cfr. *in apicibus* l'art. 2220 c.c.)<sup>16</sup>.

Attenendo all'economicità complessiva della gestione, le descritte esigenze di standardizzazione interessano anche quei fenomeni di “attività esterna”, che si dà là dove avviene la proiezione dell'impresa verso il mercato<sup>17</sup>. Ciò implica che l'impresa, in quanto organizzata, opera –

---

<sup>16</sup> A. NIGRO, *Le scritture contabili*, in *Trattato di dir. comm. e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, II, Padova, 1978, pag. 213.

<sup>17</sup> Inteso come «proiezione, possibile e protetta, dell'impresa»: così R. FRANCESCHELLI, *Mercato in senso giuridico*, in *Giur. comm.*, I, 1979, pag. 504 o, più concretamente, come reticolo *organizzato e istituzionalizzato* di relazioni d'affari e operazioni economiche, omogenee per il relativo contenuto essenziale *i.e.*, aventi per oggetto beni o servizi della medesima tipologia: per il rilievo che il mercato è «il luogo destinato al commercio, ma esso (e la totalità dei luoghi dove concretamente si svolge) dà vita ad un'organizzazione dei mercati che finisce per istituzionalizzarli mediante una serie di strutture economiche, sociali e giuridiche permanenti: il “luogo” diventa così una sorta di ordinamento, di rilievo anche giuridico, nell'ambito del quale operano i soggetti interessati», cfr. G. SANTINI, *Commercio e servizi. Due saggi di economia del diritto*, Bologna, 1988, pag. 48. In tema cfr. già R. FRANCESCHELLI, *Trattato di diritto industriale*, I, Milano, 1961, pag. 396, che, a propria volta, si richiama all'affermazione di A. LABRIOLA, *Il capitalismo. Lineamenti storici*, Torino, 1910, pag. 223, secondo cui «al

non solo all'interno, ma anche con i terzi – in maniera *mai estemporanea* bensì sempre secondo un sistema di regole predeterminate a livello interno, di tal che le concrete modalità della sua azione non sono lasciate alla libera e autonoma iniziativa dei singoli addetti dell'impresa, bensì sono iscritte in decisioni di portata più generale, che di quell'agire fissano i parametri e i limiti<sup>18</sup>.

---

mercato come relazione spaziale si sostituisce il mercato come insieme di relazioni tra persone che desiderano scambiare a condizioni di mercato determinate».

<sup>18</sup> Tale tratto, che si riscontra – in termini più o meno intensi – in tutte le forme di “contrattazione dell'impresa” (sulla formalizzazione della nozione, cfr. P. FERRO-LUZZI, *L'impresa*, in AA.VV., *L'impresa*, Milano, 1985, pagg. 19 ss.; C. ANGELICI, *La contrattazione d'impresa*, *ibidem*, pagg. 185 ss.; cfr. anche M. LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in *I Contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e A. Zoppini, I, Bologna, 2012, pag. 33), assume però una dimensione del tutto peculiare nei d'impresa «qualificativi» (ART. DALMARTELLO, voce *Contratti d'impresa*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, IX, Roma, 1988), nella misura in cui il relativo oggetto, cioè la prestazione cui l'impresa loro tramite si impegna, corrisponde al bene o servizio che essa offre al mercato quale intermediario o produttore, da cui per l'appunto la sua inerenza diretta all'attività il cui esercizio si realizza mediante la loro conclusione seriale. Infatti in essi, e non in altro tipo di contrattazione, si dà un inedito grado di standardizzazione che interessa non solo il processo della contrattazione ma anche i suoi esiti, cioè i contenuti che i contratti possono assumere. Il che conferisce al contraente una intrinseca diversità rispetto alla propria controparte non tanto in ragione del dato soggettivo del suo essere imprenditore, bensì in relazione allo specifico rapporto che corre tra l'attività di impresa e il contratto: egli si presenta qui come «costruttore dei prodotti e gestore della loro esecuzione» di tal che «rispetto agli stessi, non può non venire a estrinsecarsi appieno la sua professionalità»: così A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari*, cit., pag. 5.

Il predicato della standardizzazione oggettiva attiene non solo alle caratteristiche materiali dei prodotti o i servizi, ma si estende alla predisposizione dei contenuti normativo-regolamentari dell'offerta. Con riferimento a entrambi i profili, che conseguono ad altrettante tipologie di decisioni generali “interne” dell'impresa, ciò risponde al perseguimento di quelle economie di scala – *i.e.* riduzione del costo marginale del prodotto – che consentono l'economicità dell'attività per volumi sempre maggiori di produzione: in altri termini, l'economicità della posizione negoziale globalmente considerata. Tale profilo assume una tanto maggior rilevanza nel contesto dell'impresa finanziaria, a causa della sua totale “immaterialità”: il contenuto dei prodotti e servizi finanziaria si identifica ed esaurisce nell'assunzione di dati impegni giuridicamente conformati in relazione all'attribuzione (avvenuta o programmata) di risorse finanziarie. In questo contesto, le regole di trasparenza cui soggiacciono i contratti «qualificativi» dell'impresa fi-



Nella misura in cui descrive la realtà generale dell'impresa, di cui il prestatore di servizi d'investimento costituisce una *species* in relazione all'oggetto suo proprio, la detta dinamica si presenta, ovviamente, anche nell'attività di gestione del risparmio (cfr. già *supra*, cap. 2, n. 6). Questo dato suggerisce allora l'opportunità di concepire l'adempimento dell'obbligazione, che corrisponde all'erogazione del servizio di gestione, come connotato da una del tutto *peculiare rilevanza della fase di preadempimento*, nella quale si esprime il tratto dell'organizzazione d'impresa. Nel concreto, la predeterminazione dei protocolli d'azione cui sono tenuti i singoli consulenti finanziari (o promotori o altri addetti dell'organizzazione) prende qui corpo nella previa definizione e formalizzazione di processi aziendali che definiscono l'intera strategia di investimento di cui a ciascuna linea di gestione offerta (cioè a ciascuna variante del prodotto di cui al servizio di gestione di portafogli), insieme con le modalità della relativa attuazione.

Ciò implica la necessità della previa assunzione, da parte dell'intermediario, di una serie articolata e coordinata di *decisioni d'impresa* dotate di caratteristiche della generalità, destinate a riflettersi sulle modalità di erogazione dei servizi in tutti i singoli rapporti negoziali seriali, interessati dalla decisione stessa: in sintesi, sulle modalità dell'adempimento *dell'intera serie* di contratti di *portfolio management* (: di ciascuno dei singoli contratti) che l'impresa ha stipulato e stipulerà.

I contenuti di queste decisioni delimitano infatti l'ambito delle scelte che le persone fisiche dei gestori di portafoglio potranno assumere *in executivis*: così, la definizione di metodologie istruttorie per la selezione delle *asset class* e delle tipologie di strumento potenzialmente ogget-

---

nanzaria assumono un ruolo centrale nel tenere ferma l'offerta, con conseguente protezione della clientela.

Va peraltro precisato che l'evocata standardizzazione non è qui certamente contraddetta dalla caratteristica della «personalizzazione» della gestione, di cui discorre la stringa definitoria del servizio di gestione di portafogli, in quanto l'attività del gestore dovrà comunque collocarsi all'intero delle logiche di oggettivazione e standardizzazione tipiche dell'impresa: nel caso di specie, sub specie di un numero finito di cc.dd. «linee di gestione» del portafoglio. Sul punto cfr. M. MAGGIOLÒ, *op. cit.*, pag. 258, M. MIOLA, sub *Art. 24*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, I, pag. 214. Cfr. anche *supra*, cap. 2, n. 72.

to dell'investimento; l'analisi di tali *asset class* e strumenti al fine di pervenire alla decisione in ordine all'adozione di portafogli modello sufficientemente diversificati ai sensi del *portfolio approach*; la scelta in ordine alle *asset classes* da includere nella gestione, l'associazione ai relativi *benchmark* e la determinazione dello stile di gestione (passivo o attivo, e "quanto attivo" cioè secondo quale grado di discrezionalità: cfr. *supra*, cap. 3, n. 1); la definizione delle modalità di costruzione di portafogli allineati ai portafogli modello prescelti (rappresentati dai *benchmark*), in coerenza con la più generale strategia della *best execution* adottata; la formalizzazione delle metodologie di misurazione della volatilità degli strumenti e del portafoglio, nonché per la determinazione del rendimento atteso; la definizione delle strategie d'investimento che presiedono all'assunzione delle decisioni di gestione "attive"<sup>19</sup>.

In effetti, l'esistenza di uno stretto raccordo tra il momento dell'(efficiente) organizzazione e quello dell'(esatto) adempimento, cioè dell'erogazione di un servizio che «cur[i] al meglio l'interesse dei clienti» ex art. 21, co. 1, lett. a), t.u.f., è percepita con chiarezza dallo stesso legislatore. Già la lett. d) della norma ora citata, infatti, stabilisce che gli intermediari devono «disporre di risorse e procedure ... idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività»<sup>20</sup>. Con

---

<sup>19</sup> Si esprime in termini di «complesso processo decisionale che parte dall'analisi delle caratteristiche e delle esigenze del cliente, per poi includere la definizione delle strategie generali di investimento, la definizione del portafoglio-modello e, infine, delle operazioni da compiere e/o degli strumenti da acquistare», F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., pag. 78 dell'edizione del 2001, pagg. 80 s. dell'edizione del 2004, pagg. 121 s. dell'edizione del 2021.

Cfr. anche S. COSTA, *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, Milano, 2020, pag. 190.

<sup>20</sup> Per quanto attiene alla fonte europea, cfr. l'art. 16 MiFID II, ai sensi della quale «le imprese di investimento applicano politiche e procedure sufficienti a garantire che l'impresa, ivi compresi i suoi dirigenti, i suoi dipendenti e gli agenti collegati, adempiano agli obblighi che incombono loro in virtù della presente direttiva nonché alle opportune regole per le operazioni personali di tali persone». Cfr. anche art. 25 Reg. Del. UE 2017/565, dove viene formalizzato l'obbligo di valutazione e riesame periodico dell'organizzazione, quale elemento complementare dell'obbligo di istituzione di una organizzazione adeguata: «l'alta dirigenza e, se applicabile, la funzione di vigilanza sono tenute a valutare e riesaminare periodicamente l'efficacia delle politiche, dei dispositivi e delle procedure messi in atto per conformarsi agli obblighi imposti dalla di-

diretto riferimento alla gestione di portafogli, le Linee Guida Esma «on certain aspects of the MiFID II suitability requirements», 28 May 2018 | ESMA35-43-869) impongono all'impresa di investimento di «*establish policies and procedures which enable it to ensure inter alia that ... the advice and portfolio management services provided to the client take account of an appropriate degree of risk diversification*», sulla base di una formalizzata «*methodology that would allow it to conduct a suitability assessment based on the consideration of the client's portfolio as a whole*» (pag. 61), e che valuti l'appropriatezza della diversificazione «*taking into account the client's portfolio exposure to the different financial risks (geographical exposure, currency exposure, asset class exposure, etc.)*» (p. 62)<sup>21</sup>.

---

rettiva 2014/65/UE e ad adottare le misure appropriate per rimediare a eventuali carenze». La regola si trovava già enucleata all'interno della Direttiva 2004/39 CE (MiFID), dove all'art. 13, par. 2, si stabiliva che «le imprese di investimento applicano politiche e procedure sufficienti a garantire che l'impresa, ivi compresi i suoi dirigenti, i suoi dipendenti e gli agenti collegati adempiano agli obblighi che incombono loro in virtù delle disposizioni della presente direttiva nonché alle opportune regole per le operazioni personali di tali persone». Quanto alla precedente Direttiva 1993/22 (Investment Services Directive, ISD), cfr. l'art. 11, par. 1: «Gli Stati membri elaborano le norme di comportamento che le imprese di investimento devono osservare in permanenza. Tali norme devono porre in atto almeno i principi di cui ai trattini seguenti e devono essere applicate in modo da tenere conto della natura professionale della persona a cui è fornito il servizio. ... Questi principi obbligano l'impresa d'investimento a: ... disporre delle risorse e delle procedure necessarie per portare a buon fine le sue attività, e ad utilizzarle in modo efficace».

<sup>21</sup> Per l'attività di creazione e distribuzione di strumenti finanziari, tale dinamica si trova ulteriormente rafforzata dalla previsione di quell'insieme di presidi procedimentali che va sotto il nome di *product governance*, e trova il suo concetto essenziale nel disposto dell'art. 16, par. 3, MiFID II o, quanto alle disposizioni di recepimento, nell'art. 21, co. 2-*bis* e co. 2-*ter*, t.u.f., dove si stabilisce, con riferimento ai soggetti abilitati che *realizzano* strumenti finanziari per la vendita alla clientela, che «essi debbono far sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. I soggetti di cui al presente comma adottano inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target» (co. 2-*bis*); e con riferimento ai soggetti che *distribuiscono* strumenti finanziari, che essi devono «conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la

Se ne deduce la chiara positivizzazione di una regola di corretto agire imprenditoriale, che prende corpo nell'obbligo dell'intermediario di predisposizione di un apparato organizzativo del servizio che, *da un lato*, risponda a una solida metodologia finanziaria (in specie, la costru-

---

compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisc[ono] servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui al comma 2-bis, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente» (co. 2-ter).

Com'è stato notato, la *product governance* cristallizza, sul piano del diritto positivo, lo spostamento del *focus* dell'attività di vigilanza «da una valutazione *ex post* sul momento finale dell'operatività dell'investitore a un intervento proattivo *ex ante* sul rispetto delle regole di comportamento negli assetti organizzativi interni e, ancor più a monte, nelle scelte strategiche sul modello di *business*» (A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, cit., pagg. 31 ss.). Ciò rinsalda il rapporto tra adempimento della regola di condotta e organizzazione d'impresa del prestatore del servizio di investimento, giacché «in questa prospettiva la conformazione alla regola di adeguatezza viene richiesta in tutte le fasi della prestazione dei servizi di investimento: dallo sviluppo del prodotto, che non può prescindere da caratteristiche ed esigenze della clientela di destinazione, alle strategie di distribuzione, che non devono alterare il perseguimento del migliore interesse del cliente» (A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., pag. 225. Cfr. anche S. COSTA, *op. cit.*, pag. 33; Cfr. anche F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, pagg. 1220 ss., secondo cui, dal momento che le regole di condotta manifestano un limite che «risiede nel fatto che esse si concentrano nella fase per così dire terminale del processo in virtù del quale un prodotto o un servizio sono veicolati agli investitori; il loro accento cade, soprattutto, sul ruolo del distributore del prodotto, ed esse non si sono rivelate sufficiente ad impedire casi di abuso», le regole di cui alla disciplina della *product governance* «anticipano la tutela dell'investitore alla fase che precede la stessa immissione sul mercato di uno strumento finanziario: i prodotti vanno concepiti e strutturati in funzione delle caratteristiche del mercato target di riferimento. Viene, così, a ridursi il rischio che, nei confronti di talune fasce di investitori, siano anche soltanto potenzialmente convogliati prodotti e servizi non adeguati, rendendo la mera applicazione delle sole norme sulla vendita degli stessi non sufficienti sul piano delle tutele».

In materia, v. altresì A. MARCACCI, *European Regulatory Private Law Going Global? The Case of Product Governance*, in *European Business Organization Law Review*, 2017, pag. 305; nonché, con specifico riferimento alla distribuzione di titoli bancari di propria emissione, A. SCIARRONE ALIBRANDI, U. MALVAGNA, *Misselling in Self-placement and Bank Resolution under BRRD2*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020, pag. 522).

zione di portafogli diversificati secondo canoni coerenti con la *portfolio theory*, e quindi idonei a massimizzare i rendimenti ponderati al rischio, *risk-adjusted returns*) e, *dall'altro*, realizzi l'obiettivo di un agire standardizzato interno all'impresa, che consenta l'efficiente gestione dei costi transattivi legati all'agire discrezionale delle persone fisiche appartenenti all'impresa, addette alla gestione del portafogli dei clienti. Su questi elementi si costruisce, in effetti, l'effettiva idoneità dell'organizzazione del servizio alla cura dell'interesse della clientela cui esso è destinato *ex art. 21, co. 1, lett. a, t.u.f.*

### 3. Dalla proceduralizzazione dell'adempimento alla proceduralizzazione del giudizio di responsabilità

3.1. Fermato il dato ricostruttivo che precede, nel proseguire il discorso intorno allo svolgimento del giudizio di responsabilità del *portfolio manager* è adesso importante segnalare che l'impatto dispiegato dalle decisioni d'impresa sopra richiamate sui singoli contratti può alternativamente esprimersi in due diverse modalità. E infatti, o il contenuto della decisione si esprime nella *formalizzazione in un'apposita clausola contrattuale*, oppure esso viene a "riempire" sul piano pratico *l'esercizio del margine di discrezionalità* del debitore della prestazione gestoria, che residua a valle dell'indicazione dei contenuti legalmente obbligati del contratto di gestione, incluso il *benchmark*. Nel secondo caso, può dirsi che l'impresa si autovincola internamente al rispetto di un dato processo, metodo o modello d'azione, senza che tale decisione si trovi *immediatamente ed espressamente* riflessa sul piano esterno del rapporto con l'investitore, e come tale fonte di un obbligo negoziale e contenuto specifico e preciso<sup>22</sup>. Non per questo, però, gli aspetti non contrattualizzati restano privi *tout court* di rilevanza negoziale, giacché in relazione a tali profili il giudizio intorno all'esatto adempimento del-

---

<sup>22</sup> Come illustrato nelle note che precedono, la descritta formalizzazione dell'agire dell'intermediario costituisce una necessità connessa con i predicati essenziali dell'impresa (economicità dell'attività che presuppone l'efficace governo dei rischi – anche – operativi), e prescinde *in toto* dal livello di predeterminazione delle condotte dovute dal gestore sul piano dei rapporti contrattuali con la clientela.

la prestazione gestoria si snoda per il tramite delle norme a contenuto “indeterminato” che insistono sul rapporto, e segnatamente la diligenza nel perseguimento dell’interesse del gerito, *ex artt.* 1176 e 1710 c.c., oltre che *ex art.* 21 t.u.f. dove (a propria volta integrato dal regime di adeguatezza *ex art.* 40 Reg. Int.).

Da quanto precede consegue che, sul piano negoziale relativo ai singoli rapporti d’impresa in cui si realizza l’erogazione del servizio, l’eventuale difetto nella predeterminazione e attuazione dell’apparato organizzativo strumentale all’erogazione della prestazione dell’impresa (servizio di gestione di portafogli) assume una sua diretta rilevanza solo là dove non vi sia uno specifico obbligo inadempito in conseguenza di un «vizio organizzativo». Se in presenza di clausole contrattuali a contenuto specifico per affermare la responsabilità è sufficiente<sup>23</sup> rilevare il fatto obiettivo – e tendenzialmente non controvertibile, stante la precisione del contenuto del precetto violato – della difformità della condotta dal titolo, quando la valutazione dell’esattezza dell’adempimento si snoda tramite il filtro del diligente perseguimento dell’interesse del gerito il giudizio di responsabilità viene a convergere sull’apparato organizzativo dell’impresa tramite il quale essa predetermina le modalità materiali di esecuzione della prestazione di cui al servizio.

Si pone dunque il complesso problema di comprendere *come* il rapporto tra organizzazione d’impresa e adempimento debba riflettersi sullo svolgimento del giudizio di responsabilità, in relazione all’esercizio della “discrezionalità residua” del gestore non esaurita dall’indicazione dei *benchmark* (e dei limiti esterni alla gestione di cui ai restanti elementi contenutistici propri del contratto di gestione *ex art.* 38 Reg. Int.).

Nel quadro dottrinale in materia di *portfolio management*, tale interrogativo fu formulato<sup>24</sup> già in termini coevi all’adozione della legge SIM (n. 1/1991) nel cui contesto il servizio in questione ha trovato la

---

<sup>23</sup> Di tal che l’eventuale difetto dei presidi organizzativi interni non serve al fine affermare la responsabilità ma, piuttosto, ai fini di una valutazione complessiva sull’impresa, rilevante ad esempio ai fini dell’esercizio di poteri di vigilanza, incluse le sanzioni amministrative *ex art.* 195 t.u.f.

<sup>24</sup> P. MOROZZO DELLA ROCCA, *Appunti sulla responsabilità dell’intermediario nel rapporto di gestione personalizzata di portafogli*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, pagg. 881 ss., da cui sono tratte anche le citazioni che seguono.

propria prima tipizzazione (sotto la locuzione di «gestione di patrimoni mobiliari»: cfr. *supra*, cap. 1, n. 4). Più nel dettaglio, a fronte del rilievo della «difficoltà di individuare, in questo settore, la concreta violazione dell'obbligo di diligenza da parte del mandatario professionale»<sup>25</sup>, si proponeva di impostare la valutazione in ordine all'esatto adempimento della prestazione gestoria traslando il giudizio, per l'appunto, sul momento organizzativo prodromico all'effettiva erogazione del servizio: «in un sistema, nel quale gli *standards* organizzativi delle imprese ammesse all'attività di intermediazione sono normativamente stabiliti, la difficoltà nella individuazione della colpa professionale dell'intermediario, con riguardo alla inopportunità delle sue scelte operative, potrebbe essere compensata proprio dalla necessità di puntuale osservazione della detta normativa, anche se non direttamente finalizzata a definire l'obbligo di diligenza dell'operatore». E infatti, «la conformità di *tutta la sua attività ed organizzazione professionale* ai criteri stabiliti dalla legge non può essere ritenuta estranea all'interesse dedotto in un contratto di mezzi, avendo il cliente il diritto di esigere che la prestazione promessa gli sia resa, in primo luogo, da un soggetto che si *sia posto e continui a porsi nella condizione di poterla rendere al livello organizzativo minimo richiesto dalla legge*» (enfasi aggiunte).

Ne discendeva allora la conclusione secondo cui si dovrebbe ritenere accertato l'inesatto adempimento del gestore alla propria prestazione gestoria in ragione del *deficit* in ordine agli standard organizzativi, là dove la società di intermediazione non abbia adempiuti agli obblighi sul

---

<sup>25</sup> Difficoltà che, ovviamente, si apprezza non tanto in termini di declamazione astratta – che si esaurisce nel riferimento alla perizia tecnica –, bensì in punto di fissazione di parametri fattivi nella valutazione dell'attività svolta dall'intermediario. Ciò, in conseguenza sia della intrinseca complessità e varietà di forme che assume l'agire sul mercato dei capitali – sicché «la natura delle attività svolte dagli intermediari permette attuazioni diverse anche con riferimento a circostanze del tutto analoghe»; sia dell'aleatorietà strutturale dell'attività, «che può distribuire vantaggi e svantaggi senza una apparente prevedibilità». Sussiste pertanto una rilevante «difficoltà in ordine alla possibilità di individuare la violazione di regole di diligenza professionale attraverso la valutazione in sé di determinate operazioni economiche, soprattutto se concernenti la contrattazione in borsa di valori mobiliari», in quanto il mercato dei capitali è quello in cui, in ragione delle caratteristiche sopra indicate, «più difficile è valutare con favore o disfavore la logica operazione del professionista».

punto previsti dalla legge, incluso quello di avere «effettivamente predisposto ed osservato procedure organizzative idonee ad assicurare il controllo interno sulla propria attività e su quella dei propri dipendenti»<sup>26</sup>.

Una linea ricostruttiva che condivide il cuore di tale riflessione è stata di recente ripresa<sup>27</sup>, con contenuti e conclusioni non difformi da quelle appena riferite. Sul piano ricostruttivo si afferma, *da un lato*, che con il contratto per la prestazione dei servizi d'investimento l'intermediario “mette a disposizione” della clientela la propria organizzazione d'impresa (di tal che la prestazione risultata oggettivamente connotata dalle concrete caratteristiche dell'organizzazione del singolo intermediario)<sup>28</sup> e, *dall'altro*, che la disciplina di legge relativa agli obblighi organizzativi dell'impresa d'investimento realizza l'effetto di tipizzare e (pre)determinare nel concreto quelle modalità di erogazione del servizio, che l'ordinamento reputa idonee a garantire la tutela degli interessi rilevanti nell'attività<sup>29</sup>. Da questo duplice postulato segue un'inferenza

---

<sup>26</sup> Secondo quanto previsto dall'art. 6 dell'allora vigente legge SIM (legge n. 1/1991).

<sup>27</sup> Nell'ambito di un più articolato lavoro [S. COSTA, *op. cit.*] inteso a ricostruire la fattispecie definita in termini di «affidamento fiduciario di risorse finanziarie» nell'ambito della prestazione dei servizi d'investimento.

<sup>28</sup> Riprendendo le già richiamate tesi giuscommercialistiche sulla dimensione “oggettiva” della contrattazione d'impresa, si afferma che il contratto d'impresa “qualificativo” (nel senso sopra chiarito) dà forma giuridica alla materiale erogazione della prestazione dell'impresa e quindi consente l'imputazione all'imprenditore dell'attività, che è per definizione attività organizzata, e costituisce perciò «l'atto di accesso all'organizzazione dell'attività messa in opera dall'imprenditore e a disposizione del pubblico» (S. COSTA., *op. cit.*, pag. 112), cioè non altro se non il «mero presupposto per la riferibilità di comportamenti o risorse all'organizzazione d'impresa e per l'accesso dei clienti alla struttura organizzativa dell'intermediario», così che «l'atto contrattuale può essere inteso quale momento ultimo delle procedure organizzative predisposte per la contrattazione d'impresa» (ivi, pag. 160).

<sup>29</sup> In particolare, nel settore del mercato finanziario le procedure organizzative trovano una propria specifica regolamentazione eteronormativa, che persegue il congiunto e correlato fine di tutelare l'interesse del singolo investitore e l'integrità dei mercati (*sub specie* di corretto funzionamento, *i.e.* allocazione efficiente delle risorse), nei fatti tipizzando degli standard organizzativi volti a preservare la dimensione “fiduciaria” del rapporto, cioè di prevenire utilizzi delle risorse affidate all'intermediario divergenti dal



in merito al rapporto tra organizzazione e responsabilità: se il difetto organizzativo costituisce inadempimento<sup>30</sup>, allora, in via perfettamente speculare, il rispetto delle regole di organizzazione *integra ex se l'esatto adempimento della prestazione gestoria*<sup>31</sup>.

Se un simile sentire di fondo è presente nella dottrina giuridica italiana, esso può essere altresì riscontrato nel già richiamato (*supra*, cap. 1, n. 6) orientamento dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie, e che fa riferimento alla decisione "capostipite" n. 1390/2019. In effetti, mediante un itinerario logico solo parzialmente diverso da quelli delle dottrine sopra richiamate<sup>32</sup>, l'Arbitro giunge a conclusioni consimili, *i.e.*

---

fine della loro corretta allocazione: «le regole di organizzazione, imposte dal legislatore o autodefinite dall'intermediario, (pre)determinano, in concreto, le modalità con le quali i soggetti abilitati prestano i servizi d'investimento, definendo il loro comportamento per la totalità dei rapporti con i clienti» in coerenza con gli interessi di cui l'ordinamento promuove la tutela (e che tale tesi designa in termini di "doveri fiduciari", cioè di protezione del corretto impiego delle risorse finanziarie della clientela). Così S. COSTA., *op. loc. ult. cit.*

<sup>30</sup> Si afferma che, se «le regole di organizzazione possono essere intese quali tipizzazioni legislative dei doveri fiduciari, giacché il rispetto di questi ultimi non può prescindere da una preventiva definizione delle procedure organizzative dell'intermediario conforme alle finalità dell'affidamento fiduciario», allora «in mancanza di una corretta organizzazione viene meno la (*pre*)condizione che legittima l'affidamento fiduciario delle risorse degli intermediari»: S. COSTA., *op. cit.*, pagg. 221 s.

<sup>31</sup> Almeno in relazione alle regole alle prescrizioni di natura più intrinsecamente "fiduciaria": «il rispetto delle regole di organizzazione segna dunque il rispetto del dovere di fedeltà su di esso gravante quale fiduciario del cliente» (enfasi aggiunta); dovere di fedeltà nel cui perimetro rientrano «le procedure interne pertinenti alla disciplina della classificazione della clientela, del conflitto di interessi e della separazione patrimoniale, nonché dei giudizi di adeguatezza e appropriatezza»: S. COSTA., *op. loc. ult. cit.*

<sup>32</sup> Che si organizza sulla linea dell'analogia tra discrezionalità del gestore di portafogli e discrezionalità dell'amministratore di società: da cui l'applicazione al primo della regola della *business judgment rule* che governa il secondo. Più specificamente, la discrezionalità del servizio di *portfolio manager* (su cui cfr. *supra*, cap. 2) comporterebbe, a dire dell'ACF, la torsione del contenuto del giudizio di responsabilità verso una *logica procedimentale*: «al fine di verificare se l'obbligazione sia stata diligentemente adempiuta non possibile sindacare il merito della scelta in concreto compiuta, e valutata come quella più funzionale a realizzare gli obiettivi di valorizzazione del patrimonio gestito, ma solo le modalità con cui quelle decisioni sono state assunte». Que-

che l'inerenza tra organizzazione e adempimento, o se si vuole tra atto e attività<sup>33</sup>, comporta «il rifluire sul primo di regole pur nate obiettivamente per disciplinare la seconda; con la conseguenza, allora, che la *mancata adozione di assetti e procedure adeguate* [potrà] rilevare anche come espressione di un *deficit* di diligenza sul piano dei rapporti interprivati, in quanto non permette di adempiere correttamente gli obblighi assunti nei confronti dei propri clienti, i quali hanno anch'essi evidentemente titolo per pretendere che la prestazione sia erogata nel contesto di un'attività correttamente organizzata».

Ora, non può obiettivamente negarsi che le linee di pensiero qui esposte possiedano l'evidente pregio di cogliere la peculiare dimensione che è propria dell'esecuzione di una prestazione gestoria resa su base professionale, evidenziando la *centralità della fase di preadempimento* che si esprime nella predisposizione di specifici apparati organizzativi e processi aziendali (cfr. infatti *supra*, 2).

Parimenti, è da condividere l'assunto che intende attribuire *diretta rilevanza esterna* all'organizzazione dell'impresa, conseguentemente enucleando, come specifica figura di inadempimento, il mancato funzionamento nel concreto dei presidi aziendali previsti all'uopo, ossia il mancato rispetto da parte dell'impresa dei processi cui la stessa ha stabilito di volersi attenere, autovincolandosene.

Perplexità solleva invece l'affermazione, comune alle posizioni sopra richiamate, che traccia un rapporto di compiuta identità tra esatto adempimento e *idoneità o adeguatezza dell'organizzazione*, da inten-

---

sto schema valutativo, che – come già illustrato *supra*, cap. 2 – applica alla fattispecie in discorso la regola societaria della c.d. *business judgment rule*, si cristallizza nella massima per cui «al fine di verificare se l'obbligazione sia stata diligentemente adempiuta non possibile sindacare il merito della scelta in concreto compiuta, e valutata come quella più funzionale a realizzare gli obiettivi di valorizzazione del patrimonio gestito, ma solo le modalità con cui quelle decisioni sono state assunte».

<sup>33</sup> «Nell'ambito della prestazione dei servizi e delle attività di investimento non appare possibile operare una separazione rigida tra regole che attengono al piano della corretta organizzazione dell'attività e regole che attengono alla corretta esecuzione del contratto».

dersi come la sussistenza di un dato livello di “qualità” dei processi aziendali istituiti dall'azienda<sup>34</sup>.

È palese che tale linea ricostruttiva propone una concezione dell'oggetto dell'obbligazione che sovradimensiona la rilevanza dell'elemento organizzativo, per attribuirvi una natura assorbente sul piano strutturale, con la conseguente espunzione dall'orizzonte analitico della fattispecie del risultato satisfattivo dell'*interesse creditorio ex art. 1174 c.c.*, che compone l'oggetto di ogni obbligazione *al pari della prestazione (i.e. dei mezzi strumentali alla relativa soddisfazione)*. È evidente che tale interesse, la cui identificazione non può difettare, non si identifica nella mera pretesa a che sia predisposta e «messa a disposizione» del cliente un'organizzazione idonea, giacché la «qualità» di essa si pone in un rapporto di *strumentalità* rispetto al raggiungimento di un dato *risultato utile*<sup>35</sup> e, sul piano della ricostruzione del contenuto dell'obbligazione, non è differenziabile dalla prestazione cioè dalla *condotta esecutiva dell'obbligazione*, inclusiva di preadempimento e adempimento.

In altri termini, le stesse ragioni che stanno alla base del rifiuto di una concezione dell'obbligazione (anche quando “di mezzi”) in termini di “dovere di sforzo” ostano anche alla correttezza delle ricostruzioni sopra operate: se l'adempimento non si esaurisce mai nella mera prestazione di mezzi qualitativamente connotati, così la valorizzazione del momento organizzativo antecedente alla condotta esecutiva non può condurre a concepire l'oggetto dell'obbligazione come mera *prestazio-*

---

<sup>34</sup> Questione distinta è quella delle modalità di conduzione del *vaglio giudiziale in ordine alle decisioni organizzative a contenuto generale*, aventi per oggetto l'istituzione e la conformazione dell'apparato organizzativo. Con riferimento all'ACF, anche in ragione dell'assenza nel procedimento che esso amministra di una fase istruttoria in senso tecnico che includa il ricorso a prove costituenti (così, ad esempio, non è possibile ricorrere a consulenze tecniche), esso “aggira” il problema attribuendo una piena efficacia dirimente all'attività della Vigilanza: nel senso che, ove siano state irrogate sanzioni amministrative per violazione dell'art. 21, co. 1, lett. d), t.u.f., si dà *in re ipsa* inadempimento, mentre là dove queste sanzioni manchino la violazione del parametro della diligenza nel perseguimento dell'interesse del gerito è definitivamente escluso. Sul punto cfr. *amplius, infra*, nn. 4 e 5.

<sup>35</sup> Quello che si è in precedenza (cap. 2, n. 8) qualificato in termini di assunzione e mantenimento di un rischio efficiente, oltre che coerente con la capacità di assorbimento delle perdite del cliente.

ne di una “organizzazione” qualitativamente connotata, senza avere riguardo al risultato utile concretamente prodotto dall’operare di tale organizzazione.

Il fatto che le modalità esecutive siano qui proceduralizzate sulla base di protocolli formalizzati, i quali costituiscono un *antecedente logico* della condotta esecutiva del debitore (ché, per l’appunto, la preordinano), non può rendere l’organizzazione un risultato dell’azione, che invece è sempre un elemento *conseguente* alla condotta (qui, conformata a monte dalle regole di organizzazione).

3.2. Va dunque tenuto fermo il dato per cui l’organizzazione dell’impresa di investimento costituisce non già il referente finale della valutazione, bensì un medio logico, ossia un elemento strumentale rispetto alla verifica del conseguimento del risultato dovuto (*i.e.* dell’esatto adempimento) che si identifica nel raggiungimento di una misura di «efficienza del rischio» che almeno eguagli un dato livello minimo esigibile dall’intermediario in quanto gestore professionale.

Tanto posto, si tratta allora di capire in quali termini la specifica *dimensione tipologica della prestazione d’impresa* qui considerata, dove assume centralità il dato per cui l’esecuzione si radica in un apparato organizzativo che predetermina (anche) i criteri di esercizio della discrezionalità gestoria che residua a seguito dell’indicazione dei *benchmark*, venga a incidere sul giudizio di responsabilità, conformando tanto il contenuto specifico del *thema probandum* avente per oggetto l’esattezza dell’adempimento di cui è onerato l’intermediario, quanto le modalità di svolgimento da parte del giudice del vaglio in ordine al raggiungimento, nella singola fattispecie considerata, di un “risultato in concreto” conforme al “risultato in astratto”, enucleato come dovuto sulla base del titolo.

In questa prospettiva, deve osservarsi che per attribuire rilevanza, nel giudizio di responsabilità, alla dimensione tipologica della prestazione d’impresa del gestore di portafogli, e in particolare al suo essere adempiuta *tramite l’organizzazione* nei termini in precedenza approfonditi, occorre anzitutto riconoscere che la proceduralizzazione delle modalità esecutive della prestazione (nel perimetro dello spazio discrezionale che residua in base al titolo) costituisce un’espressione di

*autonomia d'impresa*, cioè un'espressione del potere decisionale che l'ordinamento riconosce all'imprenditore in ordine alla conformazione della propria offerta di beni e servizi<sup>36</sup>.

Ora, nella misura in cui si riconosca l'esistenza e la protezione giuridica (sul piano costituzionale, già all'art. 41 Cost.) di tale *potere conformativo* quale espressione dell'*autonomia d'impresa*<sup>37</sup>, allora il riconoscimento e la protezione giuridica riconosciuti a questa "libertà" organizzativa dell'impresa<sup>38</sup> impone che l'applicazione giudiziale di quelle clausole generali (quali appunto la diligenza nel perseguimento dell'interesse del gerito), in cui si riflette ed esprime l'organizzazione

---

<sup>36</sup> Si tratta, a ben guardare, di una espressione di autonomia d'impresa non troppo dissimile da quella che si realizza mediante la predisposizione di condizioni generali di contratto: nel senso che in questo caso viene in rilievo la costruzione del regolamento contrattuale da sottoporre alle controparti aderenti (*predisposizione normativa*), mentre in quello (che si potrebbe allora definire *predisposizione materiale*) vengono conformate le modalità materiali di esecuzione della prestazione, al di fuori di obblighi contrattuali a contenuto specifico (trattandosi dello spazio di discrezionalità residua del gestore).

<sup>37</sup> Intesa come specifica forma di manifestazione dell'autonomia privata protetta dall'ordinamento al fine di tutelare gli specifici valori che sono implicati dall'esercizio dell'attività d'impresa (i.e., l'efficiente funzionamento del mercato e la salvaguardia di taluni interessi fondamentali). In ciò consiste, in effetti, l'adesione al paradigma economico dell'economia di mercato, i.e. un sistema basato sulla libertà d'impresa (art. 41 Cost. e art. 3 TUE). Ne consegue che in tale modello la libertà d'impresa viene elevata a *fondamento specifico* dell'autonomia contrattuale dell'imprenditore, sorretto da propri specifici principi tali da giustificare che i cc.dd. contratti d'impresa soggiacciano, almeno in parte, a regole e principi parzialmente diversi da quelli dei contratti tra parti «civili» (ciò anche in ragione, per l'appunto, del diverso fondamento che è qui sotteso all'autonomia privata e dei parzialmente divergenti principi di cui l'autonomia è qui strumento). Del resto, il riconoscimento della diversità dell'idealtipo di contraente di riferimento, e della conseguente necessità di sviluppare un trattamento giuridico diversificato degli atti di autonomia a seconda che venga in rilievo o meno l'impresa, costituisce un modulo argomentativo già esistente nel diritto vivente, ad esempio in relazione al diverso atteggiarsi del vaglio causale e di meritevolezza che si dà nell'ambito della contrattazione d'impresa. Si pensi ai titoli atipici, al contratto autonomo di garanzia, al *lease-back*, ai derivati.

<sup>38</sup> Su cui l'ordinamento si riserva un controllo al fine di assicurare la coerenza del relativo esercizio con la tutela degli interessi della collettività: cfr. il limite *ex art. 41, co. 2, Cost.*

imprenditoriale, si strutturi come *sindacato sulle decisioni generali d'impresa che hanno conformato l'organizzazione sottesa all'esecuzione della prestazione d'impresa*<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> Un simile atteggiarsi del giudizio di responsabilità soddisfa anche l'esigenza di conciliare un adeguato livello di *enforcement* degli obblighi di efficiente erogazione dei servizi (e quindi protezione degli investitori *sub specie* del diritto a ottenere un sindacato non meramente estrinseco dell'operato dei gestori) con la possibilità di una efficace gestione, da parte dell'impresa, del proprio rischio legale, che sarebbe impossibile ove, applicando anodinamente il modello di svolgimento del giudizio di responsabilità proprio delle obbligazioni di mezzi "non d'impresa", si trascendesse in un soggettivismo giudiziale. In effetti, un panorama giurisprudenziale dove sia impossibile ricondurre le diverse decisioni giudiziali a una medesima logica di approccio allo svolgimento del giudizio di responsabilità fallirebbe nel fornire ai prestatori dei servizi d'investimento indicazioni affidanti in ordine alle corrette modalità di erogazione del servizio: abdicerebbe cioè al proprio ruolo di momento conformativo dell'attività d'impresa, ed esporrebbe gli intermediari a un rischio legale di assai difficile gestione. Non può infatti ignorarsi che, calata nell'ambito di un'attività d'impresa professionalmente organizzata e serialmente esercitata, ogni situazione in cui rispetto a una data dinamica seriale la giurisprudenza non riesca a sviluppare approcci valutativi costanti risulta nell'incapacità del formante giurisprudenziale di indirizzare in maniera sufficientemente chiara l'agire delle imprese sul piano della generale definizione delle modalità di predisposizione, erogazione e controllo delle proprie politiche d'investimento. Ciò si rifletterebbe in un duplice e correlato danno, dal punto di vista dell'idoneità dell'ordinamento a perseguire i propri scopi di regolazione. Da un lato, si profilerebbe un pregiudizio alla protezione degli investitori, che nel complesso (come «classe») beneficiano in termini assai maggiori dell'effetto conformativo derivante dalla giurisprudenza come fattore di deterrenza e conformazione (logica *ex ante* della tutela del cliente), rispetto a quanto non beneficino della possibilità di ottenere un risarcimento pecuniario in qualche caso "fortunato" e difficilmente identificabile *ex ante*. Dall'altro e correlativamente, non si fornirebbe all'impresa una base d'analisi sufficientemente affidante ai fini della efficace gestione del proprio «rischio di condotta» (A. SCIARRONE ALIBRANDI, C. FRIGENI, *Managing Conduct Risk: From Rules to Culture*, in *Governance of Financial Institutions*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, G. van Solinge, Oxford, 2019, pag. 468): il che va visto come un fallimento regolatorio, non tanto dal profilo meramente "contabile" dell'esistenza di rischi operativi più o meno facilmente dominabili, quanto nell'ottica della (non) capacità del «sistema regolatorio», nel suo complesso inteso, di svolgere un compito che, nel presente contesto, sarebbe suo proprio: e cioè, portare il mercato verso l'assimilazione della necessità di una convergenza tra il miglior perseguimento degli interessi della clientela e la realizzazione dello scopo di lucro dell'impresa mediante l'adozione di modelli di *business* sostenibili (con superamento della contrapposizione

Va peraltro precisato, al riguardo, che ciò non implica che il giudizio di responsabilità si possa esaurire in una mera valutazione dell'esistenza di assetti e processi aziendali "adeguati". Diversamente, il giudizio continuerà a vertere sull'effettivo raggiungimento del risultato promesso, *i.e.* l'assunzione e il mantenimento di un rischio efficientemente conformato. E tuttavia, una simile verifica dovrà essere condotta *alla luce dell'organizzazione effettivamente predisposta*, ossia sulla base di come l'impresa ha internamente definito e, per così dire, "interpretato" la nozione di rischio efficiente là dove ha procedimentalizzato il proprio agire in conseguenza dell'adozione di una serie di metodologie tecnico-finanziarie e modelli di analisi, e di come ha formalizzato processi istruttori e decisionali.

Si prospetta così un giudizio di responsabilità inteso a ricalcare la «catena» valutativa e decisionale interna al gestore tramite la quale egli ha esercitato la propria discrezionalità per determinare la composizione dei portafogli in relazione ai *benchmark* (*i.e., se, come e quanto* differenziare il portafoglio gestito da quello di cui ai parametri di riferimento prescelti), per valutarne l'idoneità alla soddisfazione dell'interesse della clientela.

Da un lato, va realizzato un *sindacato sulle decisioni generali d'impresa aventi ad oggetto la conformazione di quei processi*: questo, sia in relazione alla solidità tecnico-finanziaria delle metodologie e dei modelli matematici assunti per lo svolgimento delle valutazioni (rendimenti attesi, volatilità, correlazioni) strumentali alle scelte di costruzione dei portafogli, sia in relazione all'effettiva capacità di quei processi di condurre alla realizzazione di un rischio efficiente. Dall'altro, si tratta di verificare l'effettivo rispetto da parte dell'impresa dell'autovincolo che essa ha posto al proprio agire in sede di predisposizione dei propri processi.

In definitiva, se il debitore qui deduce in obbligazione *un dato risultato insieme con la propria organizzazione* (giacché il momento di preadempimento predetermina l'adozione dell'insieme delle condotte

---

tra interessi legati alla trasparenza e quelli legati alla stabilità e quindi alla vigilanza prudenziale). Tale è in effetti il significato attuale del principio di «sana e prudente gestione» (sul punto cfr. F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, cit., pagg. 131 ss.).

esecutive strumentali alla soddisfazione dell'interesse creditorio<sup>40</sup>), il giudizio in ordine all'esattezza dell'adempimento, cioè al raggiungimento del risultato *i.e.* l'efficienza del rischio del portafoglio, non potrà essere «assoluto», cioè sviluppato dal giudicante secondo un procedimento in cui la ricostruzione del risultato in astratto si basa sullo sviluppo “autonomo” di un paradigma d'azione. Al contrario, il giudizio dovrà svolgersi misurandosi con le concrete caratteristiche organizzative della singola impresa d'investimento, per saggiarne la bontà tecnica in termini generali (sia in relazione alle metodologie scientifico-finanziarie sia in relazione ai processi istruttori e decisionali) e il funzionamento nel concreto.

Ne risulta allora un modello di sindacato che non cessa di ispirarsi a quel «modello teleologico *a posteriori*» che connota le obbligazioni “di diligenza”, in cui spetta il giudice ricostruire *ex post factum* il c.d. risultato in astratto dovuto dal debitore. Al contempo, però, la discrezionalità del giudicante si trova parzialmente ristretta (per quanto non esaurita)<sup>41</sup>, in ragione della procedimentalizzazione del giudizio che riflette la

---

<sup>40</sup> L. MENGONI, voce *Responsabilità contrattuale* (dir. vig.), cit., pag. 1087.

<sup>41</sup> Su un piano teorico più generale, la tesi qui proposta intende porsi in continuità con gli insegnamenti dottrinali che hanno messo in giusta evidenza che, ove non si assuma come paradigma ideale un modello di ordinamento meccanicisticamente positivista che sarebbe in ipotesi più acconcio a pretese “ragioni dell'economia” o – ancor peggio – al feticcio di un'autonomia negoziale concepita come valore autofondato e autosufficiente (non strumentale, cioè, al perseguimento di valori “finali”), non è la clausola generale/fattispecie aperta in sé a essere portatrice di un rischio di soggettivismo giudiziario, quanto – semmai – i modi della sua somministrazione applicativa da parte del diritto vivente: inteso sia come opera delle corti, sia come processo di sua elaborazione, in dialettica con l'attività delle corti, da parte della dottrina giuridica. Cfr. su sponde opposte, N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016, e N. LIPARI, *Il diritto civile tra legge e giudizio*, Milano, 2017. Com'è evidente, si allude a quel processo «topico» di *problematizzazione e razionalizzazione* della casistica giurisprudenziale formatasi applicando la norma “a contenuto indeterminato”, alla luce dei dati e dei valori sociali di riferimento: cfr. S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969, pag. 169; cfr. anche M. LIBERTINI *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, pagg. 345 ss. Col che resta ancora valida l'affermazione secondo cui «nel mondo di una negoziazione sempre più espressiva di situazioni di differenza» (situazioni di differenza la cui possibilità è qui dischiusa dall'esistenza di un certo grado di atipicità delle caratteristiche del



procedimentalizzazione dell'agire d'impresa in relazione all'erogazione della prestazione di cui al servizio di gestione di portafogli. In questo contesto, l'adeguata valorizzazione delle specificità di tale obbligazione richiede che il giudizio di responsabilità si venga articolare come sindacato sul contenuto delle decisioni generali d'impresa a contenuto organizzativo e sulla corretta attuazione, sul piano procedimentale, dei presidi definiti per effetto di quelle decisioni a contenuto generale.

3.3. Le considerazioni ricostruttive che precedono legittimano dunque la formulazione di una tassonomia degli eventi di inadempimento dell'intermediario gestore coerente con le caratteristiche tipologiche dell'obbligazione in questione (*i.e.* un'obbligazione di mezzi corrispondente all'erogazione di una prestazione tipica d'impresa).

In particolare, può affermarsi che l'inadempimento si viene a manifestare, alternativamente, (a) o in termini di *difettosa predisposizione* dei processi aziendali rilevanti ai fini dell'esecuzione della prestazione gestoria (e, in particolare, le decisioni in ordine alle strategie di “replica” dell'indice e a quelle di “deviazione” del portafoglio gestito rispetto a quelli corrispondenti ai *benchmark*), (b) oppure in termini di *difettoso funzionamento degli stessi nel caso concreto*, cioè del mancato rispetto da parte dell'impresa dell'autovincolo che essa ha posto al proprio agire *in executivis*<sup>42</sup>.

La valutazione in ordine agli inadempimenti connessi all'ultima categoria di eventi considerati manifesta un grado di complessità e controvertibilità valutativa relativamente limitato, nella misura in cui la condotta dovuta è già enucleata dallo stesso debitore<sup>43</sup>.

---

servizio di gestione, *sub specie* della “discrezionalità” riconosciuta all'intermediario), «la certezza, prima affidata alla fissità della regola, richiede oggi procedure flessibili che vedano il concorso di più soggetti, dal legislatore alla parte contrattuale, al giudice»: così (S. RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, cit., pag. 733); cui può aggiungersi, nel caso, l'autorità amministrativa indipendente di settore.

<sup>42</sup> A sua volta, il difettoso funzionamento dei processi prende corpo o in una violazione delle previste regole di azione da parte del singolo addetto, o nel difettoso funzionamento di componenti tecniche (e in specie informatiche) dei processi aziendali. Dal punto di vista dell'impresa, esse sono entrambe figure di rischio operativo.

<sup>43</sup> In questo senso, il maggiore ostacolo a tale accertamento consiste nell'acquisizione al giudizio civile degli atti interni che tali procedure definiscono. Ne consegue

Per converso, quando l'evento di adempimento considerato implichi la valutazione delle modalità di predisposizione dei processi aziendali rilevanti nel loro concepimento generale, il giudizio di responsabilità viene a identificarsi in un sindacato sui processi aziendali predisposti<sup>44</sup>, al fine di pervenire a una valutazione circa l'esistenza o meno di un loro *intrinseco difetto* di costruzione. Nel caso di inadempimenti non legati al caso del mancato rispetto degli autovincoli dell'impresa, dunque, il giudizio di responsabilità si rende veicolo di una valutazione giudi-

---

che la peculiarità di un siffatto inadempimento d'impresa trova un proprio profilo qualificante, dal punto di vista del diritto applicato, nella necessità dell'esercizio di strumenti probatori idonei a garantire l'accesso agli interna corporis dell'impresa, e più in generale nella valorizzazione del principio di vicinanza della prova, che qui risponde non solo alla posizione di debitore della prestazione propria dell'intermediario, ma si trova ulteriormente qualificata proprio dalla circostanza della natura imprenditoriale del servizio, le cui caratteristiche vengono integralmente conformate dall'impresa ed erogate per il tramite della predisposta organizzazione dell'impresa. Cfr. sul punto A.A. DOLMETTA, U. MALVAGNA, *Vicinanza della prova e prodotti d'impresa del comparto finanziario*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2014, II, pagg. 660 ss.: «quando la fattispecie attiene ai contratti e prodotti d'impresa, peraltro, è del tutto fisiologico che quest'ultima risulti assai vicina alla prova: posto, se non altro, che in tal caso il riferimento va diretto al prodotto che proprio essa ha “creato” e immesso nel mercato. Per la medesima ragione di base, non vicino, bensì lontano risulta invece il cliente, che – per definizione rimasto estraneo alla confezione del prodotto – lo stesso si trova ad assorbire sul mercato»; inoltre, «nel trascorrere dal processo al profilo sostanziale della fattispecie, il discorso – si è già accennato – guadagna un'ottica di potenzialità: di fatto futuro, per capirsi subito. E da qui l'aprirsi, pure immediato, di un doppio livello. Sul primo, la vicinanza si dispone sul filo della ragionevole attesa: della normalità dell'essere dunque ovvero, se si preferisce, dell'*id quod plerumque accidit*. Il secondo si pone invece sulla linea dell'attesa del fatto dovuto ovvero del fatto che dev'essere atteso: la vicinanza si manifesta, allora, come fenomeno legato al comportamento che le imprese (finanziarie) sono – per legge e regolamenti – tenute a porre in essere. Detto questo, è appena il caso di aggiungere che l'analisi normativa della vicinanza d'impresa non potrebbe avere senso se trascurasse il detto livello del “dover essere” o non desse allo stesso il rilievo primario che pur gli compete».

<sup>44</sup> L'impresa potrebbe poi aumentare il grado di trasparenza dei prodotti e includere nell'accordo l'accettazione di date metodologie o di altre modalità di erogazione del servizio, che verrebbero così sottratte alla valutazione del giudicante *sub specie* dell'adempimento ovvero dell'inadempimento, purché trasparentemente illustrate (restando fermi, tuttavia, in ogni caso i limiti generali segnati dagli artt. 1344 e 1229 c.c.).

ziale che attinge alla “legittimità” *in sé* di *decisioni dell'impresa aventi contenuto generale* quali sono, per l'appunto, quelle conformative dei processi aziendali rilevanti ai fini dell'adempimento.

In base a quanto precede, occorre allora interrogarsi sulle caratteristiche che una simile valutazione deve possedere, e cioè sui relativi *contenuti e criteri di svolgimento*. In questa prospettiva, va scongiurato l'errore, che si nasconde dietro le tesi che risolvono l'adempimento in un dato connotato qualitativo dell'organizzazione, di risolvere il giudizio di responsabilità in un approccio di «*corporate compliance*», cioè in una valutazione estrinseca e, per così dire, «burocratica» che verta solo sul fatto dell'esistenza di processi, procedure e flussi informativi strutturati secondo dati *standard* formali di qualità, in quanto rispettosi dei canoni – *in sé* estrinseci rispetto al merito delle scelte adottate – dettati dalle teorie dell'organizzazione aziendale.

In effetti, se tale livello di valutazione è necessario per poter affermare l'esatto adempimento, esso non è di per sé sufficiente al fine. Resta infatti comunque da valutare, lungo ogni passaggio della catena decisionale e organizzativa che muove dal concepimento generale della strutturazione del servizio sino alla sua concreta erogazione della clientela, se nell'*intrinseco* – e cioè secondo una valutazione “di merito” della scelta tecnico-finanziaria attinente alle metodologie di analisi dei mercati e costruzione dei portafogli-modello tramite i *benchmark* e quindi dei singoli portafogli gestiti, come pure del loro mutamento a fronte dell'evolvere dei mercati<sup>45</sup> – l'esito di tale scelte abbia reso un *output*, in punto di qualità dei portafogli della clientela, sufficientemente elevato dal punto di vista del rapporto tra rischio e rendimento. In de-

---

<sup>45</sup> Secondo quanto già illustrato (*supra*, in questo n. 3, nonché cap. 3, nn. 2 ss.), vengono qui in considerazione i processi di costruzione di portafogli allineati ai portafogli modello prescelti, anche alla luce delle strategie di *best execution*, nonché quelli sottesi alla definizione delle metriche di misurazione della volatilità degli strumenti e del portafoglio, come della quantificazione degli *expected returns*. Ancora, il giudizio si estende alle strategie d'investimento che presiedono all'assunzione delle decisioni di gestione “attive”, in ottica istruttoria (cioè dell'analisi dei mercati e delle previsioni sull'evoluzione futura degli stessi, che se ne potranno inferire), sia dal punto di vista esecutivo, cioè delle scelte “devianti” dal portafoglio modello da operarsi in conseguenza delle previsioni formulate.

finitiva, altro è dire che il giudizio di responsabilità non deve poter procedere a una misurazione dell'“efficienza del rischio” che ignori le specifiche scelte e decisioni dell'impresa (così, nell'ipotesi in cui il giudice, per il tramite del consulente d'ufficio, sviluppi un'analisi dell'efficienza del portafoglio basata su metodologie e logiche diverse da quelle concretamente impiegate dall'intermediario, senza considerare queste ultime), altro è dire che la valutazione dei modelli e delle metodologie tecnico-finanziarie concretamente impiegati dall'impresa non possano essere saggiati *in via sostanziale* rispetto all'effettiva misura di soddisfazione dell'interesse tipico dell'investitore che il portafoglio realizza, rispetto a un portafoglio costituito in termini pedissequi agli indici di riferimento prescelti.

In conclusione, se il doversi “misurare” con le concrete scelte dell'impresa riduce ulteriormente la discrezionalità del giudicante (oltre alla riduzione di discrezionalità che deriva dall'aver fissato nei *benchmark* contrattuali la necessaria sponda di valutazione e raffronto), esso non viene però a schiacciare il vaglio giudiziale su una logica meramente procedimentale e concentrata solo sulla formalizzazione di flussi informativi e processi decisionali coerenti con gli standard della “buona organizzazione aziendale”.

#### *4. Il difetto organizzativo quale evento di inadempimento di natura strutturalmente seriale*

4.1. Esaurito il discorso che precede, si tratta di comprendere come le caratteristiche sopra descritte debbano impattare sullo svolgimento del giudizio sull'esatto adempimento.

*In limine* conta notare che la circostanza secondo cui la “qualità” dell'organizzazione viene a rilevare in termini omogeni in tutte le singole fattispecie concrete, nelle quali i processi aziendali “difettosi” incidono sull'esito ultimo dell'attività gestoria (cioè nell'adozione delle singole decisioni di investimento), prospetta una situazione peculiare, che si dà solamente nell'ambito delle obbligazioni relative a “prestazioni d'impresa” (*i.e.* nei rapporti dove l'impresa esercita verso il pub-

blico la propria attività caratteristica di produzione o scambio di beni o servizi). In via segnata, esclusivamente in tali casi si dà una *figura di inadempimento che ha natura strutturalmente seriale*.

Di per sé, infatti, l'esistenza di un difetto «di prodotto» (*i.e.* della progettazione della strutturazione o erogazione del servizio) rende l'impresa inadempiente all'obbligo di prestazione di cui al servizio di gestione in tutta la serie dei rapporti la cui esecuzione prende corpo in decisioni d'investimento rispetto alla cui adozione rilevano le procedure istruttorie, valutative e decisionali affette dal difetto organizzativo. Con la conseguenza che l'*effetto moltiplicatore* o "*esponenziale*", che è intrinsecamente connesso con una simile dinamica, fa risaltare quella naturale «trasfigurazione» della funzione della responsabilità debitoria nell'ambito dei rapporti d'impresa (le "prestazioni d'impresa"), che cessa di essere solo uno strumento di tutela della lesione dell'interesse positivo singolarmente riferito al rapporto obbligatorio di matrice contrattuale, per evolvere verso una funzione che da «mero» rimedio la rende *mezzo di private enforcement* delle regole di condotta imposte dalla normativa di settore MiFID, e dei principi della costituzione economica (posti dalle fonti nazionali ed eurounitarie)<sup>46</sup>.

---

<sup>46</sup> In altri termini, la prospettiva di un inadempimento «di prodotto» si raccorda a un piano ulteriore rispetto a quello proprio del rimedio privatistico, in quanto la responsabilità dispiega qui una funzione non riducibile a quella di una "reazione" al singolo inadempimento. E infatti, il risarcimento partecipa qui all'attuazione di una strategia regolatoria volta alla conformazione del mercato dei servizi di investimento lungo le logiche di un corretto funzionamento della dinamica concorrenziale intesa come concorrenza sui meriti, che si traduce anzitutto nella pretesa giuridicamente tutelata di un livello adeguato di qualità intrinseca dei servizi offerti, rispetto alla quale l'ordinamento appresta mezzi idonei a incidere, direttamente o indirettamente, sulla situazione del mercato reale per rendere lo stesso quanto più prossimo al «mercato ideale». Tale logica conformativa si esprime in un meccanismo di allocazione di costi sull'impresa, l'economicità di azione della quale rende gli stessi una forma di pressione o coazione indiretta verso la conformazione alle norme e quindi agli esiti socialmente desiderati (per riferimenti nella letteratura economica, A. NICITA, *Deterrenza, sanzioni e mercato. Una riflessione economica*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, a cura di M. Maugeri e A. Zoppini, Bologna, 2009, pag. 27). Si realizza così l'inevitabile spostamento del focus di inquadramento (anche) del rimedio risarcitorio dall'atto all'attività, in relazione al fatto della deduzione seriale di contratti rispondente a una decisione d'impresa intesa a conformare il prodotto. Tant'è vero che il medesimo

#### 4.2. Se dunque la materia qui considerata evidenzia l'esistenza, a fianco di inadempimenti "episodici", di ipotesi di *inadempimenti strut-*

---

evento di "inadempimento seriale" attiva, a differenza dell'inadempimento "episodico", almeno un ulteriore livello di conseguenze giuridiche, che attiene alle sanzioni amministrative pecuniarie che l'Autorità di Vigilanza è tenuta a irrogare (ex art. 195 t.u.f.) per la violazione degli obblighi organizzativi di cui all'art. 21, co. 1, lett. d) (ai sensi del quale l'impresa è tenuta «disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività»; cfr. anche l'art. 21, co. 2-ter, t.u.f., che impone all'impresa di «fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente»; obbligo, questo, che presuppone la predisposizione di adeguate procedure organizzative da parte dell'impresa "produttrice"). In quest'ottica, va pure rilevato che mentre in relazione agli strumenti di diritto pubblico il difetto organizzativo rileva in sé come presupposto di fatto dell'esercizio del potere sanzionatorio, nella responsabilità debitoria "d'impresa" esso si prospetta come elemento che destina all'illiceità (contrattuale) la condotta esecutiva della prestazione gestoria la quale, in quanto difettosamente organizzata ed erogata, diviene per definizione qualitativamente inesatta. È allora corretto dire che tanto le sanzioni amministrative (*enforcement* pubblicistico) che la responsabilità debitoria (*enforcement* privatistico) convergono sul piano dell'attività in quanto entrambe insistono sulla decisione d'impresa a contenuto generale che definisce o comunque incide sui tratti di un prodotto o un servizio. Decisione generale d'impresa la quale viene meramente attuata mediante i singoli rapporti negoziali: di tal che rispetto a essa le caratteristiche del singolo rapporto, e il trattamento giuridico a esso riservato, assumono una dimensione dipendente. In questa prospettiva, va peraltro segnalato che, adottato questo schema di lettura, sfuma la centralità dello specifico rimedio che sul piano negoziale si trovi a dover essere applicato (se risarcitorio, invalidante o altro), proprio perché la dimensione informante spetta alla legittimità o meno della decisione d'impresa e della relativa attuazione, e non alle forme di reazione dell'ordinamento alla sua illegittimità. E va pure rilevato che, una volta assunto tale angolo d'analisi, la differenza tra le decisioni conformative del regolamento negoziale del contratto standard dell'impresa erogatrice del servizio, e quelle conformative degli aspetti dell'esecuzione della prestazione non rigidamente predeterminati nel documento contrattuale, si riduce al fatto che mentre nel primo caso la tecnica di *enforcement* privatistico si realizza prevalentemente in un giudizio di validità della pattuizione, nel secondo caso si snoda lungo il giudizio di adempimento e la relativa responsabilità debitoria. L'esigenza di evitare "ontologizzazioni" dei rimedi è stata correttamente evidenziata, in relazione al tema, che resta tutt'ora discusso pure a fronte delle pronunce gemelle delle Sezioni Unite del 2007, della corretta definizione del perimetro di distinzione fra obblighi di validità e obblighi di fattispecie, da A.A. DOLMETTA, *La violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, pagg. 80 ss.

*turalmente seriali*, l'interrogativo cade sulla necessità e sulla possibilità che il giudizio di responsabilità debitoria si adatti a tale circostanza, al fine di assolvere alla funzione conformativa dell'attività cui esso concorre, come emerge non appena lo si collochi nel più generale scenario degli strumenti di *enforcement* della normativa di protezione dell'investitore.

Sul punto va anzitutto osservato che una simile esigenza è nei fatti obliterata dall'esistente assetto istituzionale del sistema di tutela giurisdizionale. In quanto centrato su un referente oggettivo della tutela che viene identificato nel diritto soggettivo, esso è improntato a una visione isolata dei singoli rapporti seriali d'impresa (contratti «qualificativi») che non riesce a dare rilevanza, in forma organica e strutturata, al fatto che essi presentano una radice comune che discende dalla circostanza che le modalità esecutive della prestazione dipendono dai medesimi presidi e processi organizzativi, conseguenti alle corrispondenti decisioni generali dell'impresa<sup>47</sup>. Nella prospettiva del processo civile, infatti, la parziale identità o comunanza della fattispecie, che connota i singoli rapporti seriali dell'impresa, potrebbe al più salire a fattore di connessione impropria<sup>48</sup> tra cause tale da giustificare un litisconsorzio facoltativo ai sensi dell'art. 103 c.p.c., ovvero – al riscontro di requisiti più specifici – potrebbe dare luogo alla configurazione di «diritti individuali omogenei» che, ai sensi dell'art. 840-*bis*, co. 1, c.p.c., possono essere tutelati mediante l'azione di classe<sup>49</sup>. Ne consegue che fuori dall'ipotesi di un giudizio dove una pluralità di investitori o un «rappresentante della classe» convengano l'intermediario in un unico contesto

---

<sup>47</sup> Frutto della predisposizione standardizzata “materiale” (come contrapposta a “normativa” in quanto avente per oggetto la conformazione di testi contrattuali uniformi) dell'erogazione della prestazione

<sup>48</sup> In particolare si tratterebbe di una «connessione meramente logica, intellettuale» (C. CONSOLO, *Spiegazioni di diritto processuale civile*, t. 2, Torino, 2019, pag. 25). Cfr. già P. CALAMANDREI, *Istituzioni di diritto processuale secondo il nuovo codice*, Padova, 1944, t. 2, pag. 194; S. MENCHINI, *Il processo litisconsortile: struttura e poteri delle parti*, 1993, pagg. 107 ss.

<sup>49</sup> Sul rapporto tra azioni collettive e deterrenza, cfr. l'impostazione della materia fornita da A. GIUSSANI, *Azioni collettive, danni punitivi e deterrenza dell'illecito*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, a cura di M. Maugeri e A. Zoppini, Bologna, 2009, pag. 111.

processuale esteso a – se non a tutti, quantomeno taluni de – i rapporti contrattuali relativi allo stesso prodotto d’impresa (*i.e.*, la medesima linea di gestione di cui alla gestione di portafogli su base individuale predisposta dall’intermediario), l’eventuale differente valutazione che nei singoli giudizi venga fatta in ordine agli *elementi comuni delle singole fattispecie* sopra considerati, e in specie all’esistenza o meno di un difetto di “progettazione” di uno o più dei processi aziendali rilevanti al fine dell’esecuzione della prestazione, non è percepita e trattata alla stregua di una patologia del sistema processuale. E infatti, non dandosi qui una completa identità di parti nel rapporto contenzioso, ogni investitore fa, processualmente, «storia a sé»: diverse valutazioni da parte di diversi tribunali rileveranno come contrasti *pratici* di giudicati, espressivi della fisiologia del processo civile.

Tale situazione si trova poi aggravata dall’assenza di forme di coordinamento sul piano processuale anche sotto il versante del rapporto tra gli strumenti di *enforcement* privatistico e strumenti di *enforcement* pubblicistico (sanzioni amministrative o altri provvedimenti di Vigilanza) che possono attivarsi in conseguenza del *medesimo difetto organizzativo* che sottende all’inadempimento strutturalmente seriale. Il modello vigente è infatti quello di una piena separatezza formale tra i due piani<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> Cristallizza l’assetto istituzionale esistente Cass., 31 agosto 2021, n. 23655, quando afferma, richiamando la giurisprudenza amministrativa, che «public enforcement e private enforcement non vanno sovrapposti, essendone diverse sia la natura, sia la finalità perseguita. Gli strumenti di public enforcement svolgono una funzione tipicamente “punitiva” ed “afflittiva” e sono finalizzati primariamente a garantire l’interesse pubblico ad un assetto concorrenziale dei mercati. La pretesa del privato al corretto esercizio di tale funzione “punitiva”, per quanto costituisca un interesse giuridicamente rilevante, non ha, tuttavia, la consistenza e la pienezza del diritto soggettivo che il privato vittima di specifiche condotte anticoncorrenziali può far valere, con l’azione di risarcimento del danno, dinanzi al giudice civile, attivando, appunto, gli strumenti di private enforcement. Si tratta di due strumenti di tutela che certamente conoscono momenti di interferenza, ma che operano, comunque, su piani autonomi e distinti (Consiglio di Stato, sez. VI, 22 settembre 2014, n. 4773)». Ciò vale sia rispetto alla giurisdizione, sia rispetto al rapporto tra i procedimenti. E infatti, i provvedimenti di vigilanza della Consob sono per regola generale attratti alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo (art. 133 c.p.a., ma il medesimo discorso vale anche per le altre principali autorità



amministrative indipendenti); il che ne impedisce ogni coordinamento con i giudizi civili relativi al medesimo difetto "seriale". Ma anche quando è stabilita la giurisdizione ordinaria (così, per le sanzioni amministrative pecuniarie: art. 195 t.u.f., e per il settore bancario cfr. l'art. 144 t.u.b), si tratta di procedimenti il cui oggetto è l'accertamento dell'obbligazione pecuniaria dell'Amministrazione verso l'impresa, rispetto alla quale il dato dell'avere mal predisposto i propri assetti organizzativi (a propria volta costituenti «preadempimento» della prestazione d'impresa) rileva come mero presupposto materiale della pretesa sanzionatoria. Ne consegue l'insuscettibilità del giudicato così formatosi a estendersi nei confronti delle controparti contrattuali dell'impresa, nell'ambito dei giudizi aventi per oggetto l'inesatto adempimento della prestazione gestoria (Cfr. F. SARTORI, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, cit., pagg. 2 ss.). *A contrario* e in ossequio allo stesso principio, gli accertamenti operati nei singoli giudizi civili relativi ai contratti d'impresa, come pure le *class action*, non sono suscettibili di produrre effetti – né nei confronti dell'autorità amministrativa, né nei confronti del giudice della relativa impugnazione – sull'esercizio degli strumenti di *enforcement* pubblicistico che pure attengono allo stesso sostrato fattuale, ossia la decisione conformativa del prodotto *sub specie* della predisposizione organizzativa delle relative modalità esecutive. Non si fatica a comprendere come la tematica in questione manifesti rilevanti profili di delicatezza dal punto di vista dell'assetto istituzionale di distribuzione del potere di governo nell'economia, tra amministrazione indipendente (e relativo controllo giurisdizionale) e giurisdizione ordinaria sui diritti dei singoli; nonché dal punto di vista della tutela dei diritti di difesa e azione dei soggetti interessati. *Da un lato*, sorge l'interrogativo di comprendere se l'equilibrio tra i poteri dello Stato si esprima qui, o meno, mediante l'esistenza di prerogative proprie della funzione di Vigilanza, da tutelarsi rispetto a quell'«invasione» a opera del giudice civile, che si realizzerebbe là dove questo ignorasse gli accertamenti e le valutazioni che l'Autorità, mediante l'esercizio dei più estesi poteri istruttori e l'impiego della sua più elevata competenza tecnica sulla materia dell'organizzazione dell'impresa di investimento, ha sviluppato in relazione ai profili su cui insiste, negli inadempimenti seriali, la valutazione circa l'esattezza o meno dell'adempimento. *Dall'altro*, l'attribuzione all'Autorità di Vigilanza del potere di stabilire in termini «definitivi» e per così dire «ultimativi» se, in relazione a un prodotto/servizio dell'impresa d'investimento, sussista o meno un difetto di organizzazione tale da configurare un inadempimento seriale, sposterebbe il baricentro del potere decisionale in ordine alla violazione o meno di diritti soggettivi (in specie, i diritti alla prestazione di cui al servizio reso dall'impresa) dal giudice del singolo rapporto contenzioso all'Autorità. Senonché, una simile dinamica richiederebbe un necessario, quanto difficile nella propria attuazione, adattamento delle regole sul procedimento sanzionatorio e di quelle del giudizio di impugnazione del provvedimento di irrogazione o non irrogazione della sanzione, adottato dalla Vigilanza, che sia tale da non esporre gli investitori a dover supinamente subire gli effetti di valutazioni rispetto alle quali essi non tutelano di adeguati diritti e garanzie procedurali e di difesa.

Numerosi sono i profili che rilevano nella prospettiva di un adattamento del giudizio di responsabilità che ne aumenti l'aderenza alle specifiche caratteristiche dell'inadempimento qui considerato, e alla sua funzione "conformativa" dell'attività d'impresa in coerenza con gli obiettivi normativi di protezione dell'investitore e del mercato finanziario<sup>51</sup>.

Tra questi, assume particolare importanza il piano della dinamica istruttoria volta all'accertamento di un determinato «inadempimento strutturalmente seriale», in specie con riferimento alla rilevanza che vi dispiegano i provvedimenti sanzionatori adottati dall'Autorità di Vigilanza. In altri termini, al rapporto che *de iure condito* si instaura tra i provvedimenti sanzionatori adottati dalla Consob per violazione dell'obbligo di dotarsi di procedure idonee a garantire l'efficiente, cor-

---

<sup>51</sup> Non ultimo il profilo, evocato nel primo capitolo, n. 5.2, testo e nota 98, del modo in cui la Corte di Cassazione interpreta il discrimine tra giudizio di fatto e giudizio di diritto, rilevante ai fini della delimitazione del perimetro delle proprie attribuzioni e della funzione nomofilattica.

Un ulteriore profilo di rilievo è costituito dall'esercizio dei poteri istruttori da parte del giudice del merito, investito della singola controversia. Al riguardo, va in particolare segnalata la necessità che l'attività istruttoria si atteggi in termini coerenti con l'indicata procedimentalizzazione del giudizio sull'esatto adempimento della prestazione gestoria, rendendolo un processo inteso a ricalcare la «catena» valutativa e decisionale che ha condotto alle operazioni d'investimento di cui si tratta di stabilire la natura illecita sul piano contrattuale (*supra*, n. 3). Nella misura in cui tale obiettivo prende corpo in un siffatto "protocollo" di svolgimento del giudizio di responsabilità, occorre che anche il contenuto delle consulenze tecniche d'ufficio eventualmente disposte ex art. 191 c.p.c. si conformi a tale logica, mediante la formulazione di quesiti intesi non già a rimettere all'ausiliario del giudice una valutazione di «efficienza del rischio» astratta dalle singole scelte organizzative compiute dall'impresa, bensì a misurarsi con esse per sondarne l'effettiva qualità. Quanto precede, richiedendo che la valutazione giudiziale proceda negli *interna corporis* dell'impresa, indica l'esigenza di un uso coerente dello strumento dell'ordine di esibizione ex art. 210 c.p.c. in relazione alla documentazione internamente prodotta dall'impresa, nonché della richiesta di informazioni alla pubblica amministrazione ex art. 213 c.p.c., con riferimento agli accertamenti operati dalla Consob nell'ambito della propria attività ispettiva. Si pone infatti l'opportunità della ricerca di una riduzione (e comunque non inutile duplicazione) dei costi connessi con tale accertamento; in specie, emerge il tema di come i giudizi civili possano beneficiare della maggiore specializzazione e dei più ampi poteri che spettano alle Autorità.

retto e trasparente svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, e la cognizione da parte del giudice relativa ai singoli rapporti su cui incide la violazione organizzativa dell'impresa di investimento.

*5. Rapporti tra private e public enforcement: rilevanza dei provvedimenti della Consob sanzionatori di una difettosa organizzazione d'impresa nell'erogazione del servizio*

5.1. Ai fini ora annunciati, è opportuno richiamare la decisione dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie n. 1390/2019, i cui contenuti sono già stati ripresi in precedenza (*supra*, n. 3.1, nonché cap. 1, n. 6). Occupandosi della tematica della responsabilità per negligenza del gestore di portafogli su base individuale, l'ACF ritiene provato l'inadempimento dell'intermediario laddove la Consob abbia irrogato sanzioni amministrative a seguito di un riscontrato difetto organizzativo del prestatore del servizio di investimento. Nel *casus decisis*, si legge che «l'intermediario non risulta essersi dotato, in concreto, di procedure adeguate per svolgere correttamente il servizio, risultando anzi “il processo di decisione di investimento inidoneo ed inefficace, in quanto privo della capacità di indirizzare e controllare le scelte di investimento effettuate per conto dei patrimoni gestiti”, come ha rilevato la CONSOB con delibera irrogativa di sanzioni all'intermediario ai sensi dell'art. 195 t.u.f., per la violazione dell'art. 35-*decies*, comma 1, lett. a) e c), del t.u.f. e degli artt. 65 e 66 del Regolamento Intermediari, nonché dell'art. 21, comma 1, lett. a) e d), del t.u.f., in tema di diligenza, trasparenza e correttezza, oltre che adozione di misure e tutele atte a garantire il corretto svolgimento, rispettivamente, del servizio di gestione collettiva del risparmio e di gestione di portafogli».

L'esito valutativo ora descritto si giova, in particolare, del rilievo dell'inerenza tra organizzazione e contratto che si dà in tale fattispecie<sup>52</sup>, da cui consegue l'identificazione tra mancata adozione di assetti e

---

<sup>52</sup> In particolare, osserva l'Arbitro che «nell'ambito della prestazione dei servizi e delle attività di investimento non appare possibile operare una separazione rigida tra regole che attengono al piano della corretta organizzazione dell'attività e regole che attengono alla corretta esecuzione del contratto, vero invece essendo che anche in que-

procedure adeguate, da un lato, e negligente cura dell'interesse del gerito, dall'altro.

Il modulo valutativo proposto dall'Arbitro sembra collocarsi organicamente in una più ampia tendenza del diritto vivente, orientata a realizzare uno stretto rapporto tra gli strumenti di *enforcement* privatistici e quelli pubblicistici.

Il riferimento corre anzitutto a quell'orientamento giurisprudenziale ai sensi del quale «la produzione del provvedimento dell'Autorità Garante [della Concorrenza e del Mercato, accertativo dell'illecito *anti-trust*] costituisce prova privilegiata della condotta anticoncorrenziale» nell'ambito del giudizio civile tra l'impresa e un terzo danneggiato, dove si controverta delle conseguenze risarcitorie dell'illecito (c.d. azioni di *follow-on*).

In sostanza, al provvedimento dell'Autorità è riconosciuta la *sufficienza probatoria* rispetto al presupposto della responsabilità, in quanto gli accertamenti in materia presentano «un'elevata attitudine a provare la condotta anticoncorrenziale, indipendentemente dalle misure sanzionatorie che siano – eventualmente – in esso pronunciate»<sup>53</sup>. Nei fatti,

---

sto campo lo stretto collegamento, di inerenza teleologica e strutturale tra atto e attività (come si è detto con felicissima formula), comporta indiscutibilmente il rifluire sul primo di regole pur nate obiettivamente per disciplinare la seconda».

<sup>53</sup> Cass., 22 maggio 2019, n. 13846; nonché Cass., Sez. Un., 30 dicembre 2021, n. 41994, entrambe in *Dejure*.

Cfr. anche Cass., 28 maggio 2014, n.11904, in *Foro it.*, 2014, I, pag. 1729: «Nel nostro ordinamento il meccanismo di attuazione delle norme poste a tutela della concorrenza ha una struttura duplice, pubblica e privata. Infatti, l'Autorità garante della concorrenza e del mercato opera su un piano pubblicistico, essendo ad essa istituzionalmente affidata dalla legge la funzione di autorità nazionale competente per la tutela della concorrenza ed agisce anche d'ufficio, nell'interesse pubblico ed in posizione di indipendenza, per dare attuazione alle norme che vietano intese ed abusi di posizione dominante. L'Autorità ha, tra l'altro, poteri di accertamento degli illeciti antitrust e poteri sanzionatori di natura amministrativa che svolgono una funzione deterrente; in sede civile, invece, operano i giudici ordinari i quali, su domanda di singoli interessati (concorrenti o consumatori), garantiscono la tutela delle posizioni giuridiche soggettive che siano state lese da condotte d'impresa in violazione delle norme antitrust, nazionali e comunitarie. La posizione giuridica del consumatore, oggetto di tutela, è rappresentata dal "diritto a godere dei benefici della competizione commerciale, costituenti la colonna portante del meccanismo negoziale e della legge della domanda e dell'offerta" (Cass.

tale orientamento viene ad anticipare *ratione temporis* i contenuti della direttiva 2014/104/UE in materia di danno *antitrust*, dove addirittura l'effetto è quello (non di fondare una “mera” prova privilegiata, astrattamente suscettibile di un opposto convincimento del giudice civile, bensì) di dispiegare l'effetto di un vincolo formale all'accertamento processuale del fatto<sup>54</sup>.

---

2 febbraio 2007, n. 2305) [...] La distinzione tra tutela pubblica (public enforcement) e tutela privata (private enforcement) si fonda sulla diversità dei presupposti della tutela pubblica “che soddisfa un'esigenza diversa da quella concessa dal giudice ordinario, laddove quest'ultimo si pronuncia soltanto su ricorso di parte (in genere, imprese concorrenti) per la tutela di un interesse privato, mentre l'Autorità agisce di sua iniziativa per tutelare l'interesse pubblico primario di rilevanza comunitaria e costituzionale, alla salvaguardia di un mercato concorrenziale” (Tar Lazio, sez. I, 7 marzo 2006, n. 1713)». Senonché, «le due tutele sono tra loro complementari e sinergiche; che il principio di effettività e di unitarietà dell'ordinamento non consente di ritenere irrilevante il provvedimento del Garante nel giudizio civile, considerato anche che le due tutele sono previste nell'ambito dello stesso testo normativo e nell'ambito di un'unitaria finalità. In tale prospettiva assume rilievo anche l'evidente asimmetria informativa tra l'impresa partecipe dell'intesa anticoncorrenziale ed il singolo consumatore che si trova, salvo casi eccezionali da considerare di scuola, nell'impossibilità di fornire la prova tanto dell'intesa anticoncorrenziale quanto del conseguente danno patito e del relativo nesso di causalità.

Al riguardo giova anche ricordare che, sia pure con esclusivo riferimento all'azione di classe, il sesto comma dell'art. 140 bis del Codice del consumo (d.lgs. n. 206 del 2005) prevede che il tribunale, nella fase di valutazione di ammissibilità della domanda, “può sospendere il giudizio quando sui fatti rilevanti ai fini del decidere è in corso un'istruttoria davanti a un'autorità indipendente ovvero un giudizio davanti al giudice amministrativo”». In definitiva, «tutti tali elementi, non potendosi ritenere che l'attribuzione ai singoli consumatori dell'azione a loro privata tutela si risolva in una mera affermazione di principio, convergono verso la conclusione che nel giudizio civile il provvedimento del Garante abbia una elevata attitudine probatoria tanto con riferimento all'accertamento della condotta quanto con riferimento alla idoneità a procurare un danno ai consumatori; pur non esistendo nel nostro ordinamento della categoria della prova privilegiata, distinta da quella della prova legale, non si può discutere l'elevata attitudine probatoria dell'accertamento compiuto dall'Autorità alla quale è istituzionalmente affidata dalla legge la funzione di controllo».

<sup>54</sup> Si tratta della disposizione dell'art. 7, d.lgs 3/2017, ai sensi della quale «si ritiene definitivamente accertata, nei confronti dell'autore, la violazione del diritto della concorrenza constatata da una decisione dell'autorità ... non più soggetta ad impugnazione davanti al giudice del ricorso, o da una sentenza del giudice del ricorso passata in giudicato»; essendo altresì precisato che «il sindacato del giudice del ricorso comporta la

5.2. La medesima linea di ragionamento si trova riproposta in un diverso ambito applicativo, ossia quello del rapporto tra l'accertamento della vessatorietà di una clausola ai sensi della disciplina del codice del consumo, operato dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, e il giudizio di accertamento della nullità di tale clausola nell'ambito del giudizio promosso dal consumatore, in relazione a un rapporto contrattuale in cui sia dedotta la clausola interessata dal provvedimento dell'Autorità. In particolare, nella sentenza del 31 agosto 2021, n. 23655<sup>55</sup> la Corte di Cassazione si misura con l'obiezione sollevata dal professionista, costituita dall'assunto per cui «le valutazioni contenute nel provvedimento dell'AGCM [...] non fanno stato nel giudizio civile in tema di nullità delle clausole contrattuali e di risarcimento del danno, e si risolve in una valutazione giuridica non vincolante per il giudice del merito».

A fronte di ciò, la Corte richiama anzitutto la giurisprudenza in materia di rilevanza probatoria «privilegiata» degli accertamenti operati dall'Autorità in materia di illeciti *antitrust*, per rilevare che, se «è pur vero che quest'orientamento fa riferimento all'accertamento di fatti storici rilevanti ai fini del private enforcement e non solo alla loro valutazione di anti-giuridicità, mentre il giudizio sulla chiarezza e comprensibilità delle clausole di un testo contrattuale non attiene propriamente a un preciso fatto storico accertato dall'Autorità Garante» (quanto integra, piuttosto, «un giudizio di fatto espresso sul tenore di un documento contrattuale» che ha esito nella formulazione di una valutazione di trasparenza o meno del relativo contenuto), deve ciononostante ritenersi che «ricorrono anche in questa specifica ipotesi le ragioni che hanno indotto all'attribuzione di un valore privilegiato e presuntivo agli accertamenti del Garante».

La conclusione è fondata sul rilievo per cui anche in relazione alla valutazione di vessatorietà della clausola, operata dall'Autorità Garan-

---

verifica diretta dei fatti posti a fondamento della decisione impugnata e si estende anche ai profili tecnici che non presentano un oggettivo margine di opinabilità, il cui esame sia necessario per giudicare la legittimità della decisione medesima». Si aggiunge che «quanto previsto al primo periodo riguarda la natura della violazione e la sua portata materiale, personale, temporale e territoriale».

<sup>55</sup> In *Foro it.*, 2022, I, 1, pag. 277.

te, sussiste il medesimo rilievo “pubblicistico” sotteso all’attribuzione del valore di prova privilegiata all’accertamento dell’illecito antitrust. In altri termini, sia l’istituzione di un mercato scevro da prassi anticoncorrenziali, sia la repressione delle clausole vessatorie rispondono a un interesse di ordine pubblico economico, alla cui protezione è istituzionalmente orientata l’attività dell’AGCM.

Da ciò consegue che, pure a fronte della diversità nell’interesse *immediato* che i due strumenti tutelano – in quanto il giudice civile «si pronuncia soltanto su ricorso di parte (in genere, imprese concorrenti) per la tutela di un interesse privato, mentre l’Autorità agisce di sua iniziativa per tutelare l’interesse pubblico primario di rilevanza comunitaria e costituzionale, alla salvaguardia di un mercato concorrenziale» –, lo strumento di enforcement privatistico e quello pubblicistico concorrono alla realizzazione del medesimo *interesse finale*, da identificarsi per l’appunto in una adeguata deterrenza rispetto alla violazione delle norme in materia di concorrenza e tutela del consumatore.

In questa più globale ottica, «le due tutele sono tra loro complementari e sinergiche»; col che, «il principio di effettività e di unitarietà dell’ordinamento non consente di ritenere irrilevante il provvedimento del Garante nel giudizio civile, considerato anche che le due tutele sono previste nell’ambito dello stesso testo normativo e nell’ambito di un’unitaria finalità». Partecipando dunque la tutela privatistica della medesima funzione di quella pubblicistica, non si potrà «ritenere che l’attribuzione ai singoli consumatori dell’azione a loro privata tutela si risolva in una mera affermazione di principio»: da qui, «la conclusione che nel giudizio civile il provvedimento del Garante abbia una elevata attitudine probatoria», la quale non è di per sé lesiva del diritto di difesa del professionista, se è vero che «a fronte dell’attività amministrativa dell’Autorità Garante l’imprenditore gode del diritto alla difesa al contraddittorio e all’impugnazione in sede giurisdizionale».

Alla valutazione di vessatorietà operata dall’Autorità deve perciò essere attribuito «un valore privilegiato nel giudizio civile fra il privato e il professionista relative alle stesse clausole»: la valutazione deve dunque «essere ritenuta presuntivamente corretta nel giudizio civile, in difetto di una specifica confutazione da parte del giudice». Si instaura così una dinamica di «presunzione legale, pur suscettibile di prova con-

traria, non sancita espressamente dalla legge ma *desunta dal sistema e in particolare dalla funzione stessa nel nostro ordinamento assegnata agli strumenti di public enforcement*» (corsivo aggiunto).

5.3. Come si nota, i provvedimenti giurisprudenziali e la decisione dell'ACF sopra richiamati vengono a delineare una prima forma di coordinamento, di matrice essenzialmente pretoria, tra gli strumenti di *enforcement* privatistico e pubblicistico, lungo tre distinte aree rimediabili riferibili a violazioni d'impresa, ossia quelle della responsabilità debitoria, del fatto illecito e della nullità di protezione.

Si tratta di un approccio che in sé è da approvare, nella misura in cui segna l'avvio di una logica organica di concepimento degli strumenti intesi a garantire un adeguato livello di deterrenza rispetto alla non conformità dell'impresa alle discipline che ne governano l'attività, con il superamento della logica "estemporanea" che connota l'approccio tradizionale alla tutela dei diritti soggettivi. In questa prospettiva, la posizione assunta dall'Arbitro si presta a essere opportunamente esportata nell'ambito della giurisdizione ordinaria, trovandosi a esprimere la medesima logica che la Suprema Corte ha già mostrato di adottare in relazione all'attività sanzionatoria di una diversa autorità indipendente.

Tanto detto, va pure rilevata la necessità di fissare in termini più precisi le condizioni e i limiti di questa dinamica di osmosi, che muove dal versante del *public enforcement* a quello del *private enforcement*.

In questa prospettiva, un primo aspetto da considerare è quello che attiene al vaglio che il giudice del merito è tenuto, e comunque ammesso, a condurre in ordine all'accertamento operato dall'Autorità. Occorre qui tracciare una distinzione tra il *momento istruttorio*, cioè di accertamento degli elementi di fatto, e *quello valutativo*, cioè dell'apprezzamento effettuato ai fini della formulazione del giudizio in ordine alla conformità del risultato in concreto raggiunto dal debitore a quello da ritenersi dovuto sulla base del titolo.

Ora, in relazione al primo momento sembra evidente che il «dialogo» tra l'Autorità amministrativa indipendente e il giudice civile si iscriva senza difficoltà nell'alveo tracciato dall'art. 213 c.p.c. Gli accertamenti operati dall'autorità e quindi versati in provvedimenti o altri atti dell'Amministrazione possiedono una attitudine probatoria che conse-



gue alla specializzazione tecnica e alla «neutralità» sottesa alla loro posizione di autorità indipendente del settore, di tal che essi *possono essere sufficienti* a fondare il convincimento del giudice. Specularmente, il disconoscimento a fini probatori della documentazione formata dalla Consob potrà avvenire a fronte dell'annullamento in sede giurisdizionale del provvedimento sanzionatorio, in ragione del travisamento dei fatti che ne hanno costituito il presupposto di fatto, ovvero anche in ragione dell'incompletezza dell'istruttoria condotta dall'Autorità<sup>56</sup>.

In assenza di ciò, resta comunque possibile per il giudice – assente un vincolo legale al proprio convincimento – la possibilità del rifiuto dell'efficacia probatoria degli accertamenti operati dall'Autorità. Tanto detto, è pure evidente che una simile ipotesi dovrebbe darsi assai raramente, se è vero che nel fare ciò l'opinione del giudice civile divergerebbe non solo da quella dell'autorità di settore, bensì anche da quella del giudice dell'impugnazione del provvedimento adottato sulla base di quei fatti.

Per quanto attiene invece al momento strettamente valutativo (della qualificazione e/o sussunzione giuridica del fatto), esso è più delicato nella misura in cui riguarda non più l'apprezzamento tecnico-fattuale, bensì l'attività di applicazione del diritto nel cui ambito si dà anche un bilanciamento dei diversi interessi rilevanti. In tale scenario, è assai più difficile ipotizzare che il giudice possa limitarsi a recepire le valutazioni dell'Autorità. Va tuttavia osservato che, nell'ipotesi del difetto organizzativo dell'impresa d'investimento, qui specificamente considerata (più precisamente: dell'inidonea predisposizione dei presidi organizzativi e delle metodologie necessarie alla formulazione delle politiche di gestione dei portafogli e alla loro attuazione), la valutazione formulata dall'Autorità attiene a un profilo che dà corpo alla professionalità/perizia tecnica richiesta all'intermediario prestatore del servizio d'investimento (mentre non presenta tali caratteristiche, ad esempio, la valutazione di «eccessivo squilibrio dei diritti e degli obblighi», ovvero di «formulazione non trasparente», sottesa alla disciplina delle clausole

---

<sup>56</sup> Costituisce infatti un possibile vizio del provvedimento quello in cui i fatti accertati dall'Autorità vengano contraddetti – quanto alla loro significatività ai fini della decisione – da ulteriori e diversi fatti, emersi nel corso del giudizio di impugnazione del provvedimento sanzionatorio.

vessorie, considerata appena *supra*). Il precetto giuridico rimanda dunque a un parametro esterno di valutazione, che attinge alla dimensione tecnico-scientifica: tant'è che, in assenza di accertamenti istruttori formulati dall'Autorità, il giudice non potrebbe decidere se non basandosi sulle risultanze di una diversa fonte di convincimento, e segnatamente di una consulenza tecnica. Ne consegue che l'elevata attitudine «persuasiva» del provvedimento dell'Autorità includerà anche tali aspetti.

Fermo quanto precede, va pure rilevata l'esistenza di talune complessità applicative inerenti alla *portata dell'accertamento* dell'illegittimità della prassi dell'impresa operata dall'Autorità di settore, nel suo rapporto con la singola fattispecie contenziosa in cui si tratta di far valere la relativa rilevanza probatoria. In termini generali, è ragionevole ritenere che il valore di prova privilegiata proprio del provvedimento amministrativo si misuri sul contenuto dell'accertamento ivi operato, e cioè – per usare la locuzione adottata dalla disciplina in materia di danno antitrust dell'art. 7 d.lgs. 3/2017 – sulla «natura della violazione e [sulla] sua portata materiale, personale, temporale e territoriale». Senonché, il punto è che l'esistenza in un certo momento temporale di un difetto organizzativo dell'impresa fonda naturalmente la presunzione che tale difetto sussistesse anche anteriormente al momento in cui l'autorità ha rilevato la violazione (cioè, il periodo di durata dell'attività ispettiva da cui ha preso le mosse la sanzione), come pure che esso continui successivamente a sussistere, sino alla rimozione del vizio organizzativo stesso. Si pone pertanto il problema di stabilire i criteri per una delimitazione temporale dell'efficacia probatoria dell'accertamento, tanto con un *dies a quo* quanto con un *dies ad quem*. Al riguardo, sembra inevitabile che l'onere di fornire l'indicata delimitazione temporale debba ricadere sull'impresa, che si trova nella migliore posizione (in punto di prossimità alla fonte di prova) per dimostrare quando i processi aziendali interessati siano stati introdotti o, se del caso, corretti a seguito della sanzione conseguente all'attività ispettiva.

Infine, un ulteriore e assai rilevante aspetto problematico attiene al caso – che statisticamente sarà parimenti se non anche più frequente di quello di cui si è appena detto – in cui una sanzione amministrativa faccia difetto, e, ciononostante, l'investitore lamenti un inadempimento

tale da chiamare in gioco un difetto dell'organizzazione (cioè, quello che si è definito sopra come inadempimento «strutturalmente seriale»). Ora, dalla lettura del provvedimento dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie in precedenza menzionato (*supra*, n. 5.1, nonché cap. 1, n. 6), sembrerebbe che lì si venga a instaurare un raccordo tra la caratteristica della “discrezionalità”, definitivamente propria del servizio di gestione di portafogli, e l'insindacabilità della gestione quanto al parametro della diligenza<sup>57</sup>: col risultato di una sostanziale irresponsabilità, che solo una sanzione dell'Autorità sembrerebbe poter scalfire.

Si sono già argomentate in precedenza (*supra*, cap. 2, n. 1) le ragioni per cui non appare possibile sul piano dogmatico delineare una regola di «insindacabilità del merito gestorio» dell'intermediario sulla base del richiamo alla “discrezionalità” che è operato dalla stringa definitiva del servizio di *portfolio management*, giacché la natura parzialmente “indeterminata” della prestazione gestoria non può essere intesa come mirante a escludere un apprezzamento *ex post* da parte del giudice in ordine alla conformità del risultato in concreto raggiunto a quello dovuto in astratto, ed enucleato al momento del giudizio di responsabilità. E tale circostanza non è certo negata dalla particolare rilevanza che nelle prestazioni con cui l'impresa offre al mercato il proprio prodotto (qui, il servizio d'investimento) assume la dimensione organizzativa prodromica all'esecuzione del mandato gestorio, la quale – come si è illustrato *supra*, n. 3 – risulta essenzialmente nella procedimentalizzazione del giudizio di responsabilità debitoria, che ricalca il processo decisionale dell'impresa per sindacarne lo svolgimento e saggiarne l'idoneità a produrre un risultato soddisfacente dell'interesse creditorio (le caratteristiche quali-quantitative del rischio finanziario assunto).

Quanto precede conduce, in definitiva, al necessario rifiuto di ogni prospettiva che voglia ricollegare all'assenza di provvedimenti sanzionatori della Consob, intesi a censurare l'assenza di «risorse e procedure,

---

<sup>57</sup> Secondo un modulo di ragionamento che mostra una certa assonanza con la nozione di *business judgment rule*. Sul complesso rapporto, nel diritto italiano, tra *business judgment rule* e responsabilità debitoria, cfr. *supra*, cap. 2, par. 1, nonché U. MALVAGNA, *La prova di adempimento o inadempimento nell'azione sociale di responsabilità*, in *Il regime probatorio nel giudizio sulla responsabilità da inadempimento*, a cura di M. Maggiolo, Milano, 2022, pagg. 328 ss.

anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività», una presunzione – assoluta o relativa – di esattezza dell'adempimento da parte del gestore. Piuttosto, il vero è che la detta assenza rileva essenzialmente sul piano del fatto, in termini di maggiore complessità della soluzione del *thema decidendum* del relativo contenzioso (o, per meglio dire, della serie di contenziosi legata al medesimo “inadempimento d'impresa”). Ne consegue che, a fronte di un'allegazione connotata da un sufficiente livello di specificità, rimane comunque a carico dell'intermediario la prova dell'efficiente predisposizione e funzionamento dei processi e dei presidi organizzativi sottesi all'erogazione del servizio di gestione di portafogli. Resta peraltro evidente che il positivo “superamento” senza rilievi di un'ispezione eventualmente condotta dall'Autorità potrà rilevare come importante elemento del corredo probatorio, nei limiti del relativo contenuto effettivo.

#### 6. *Inadempimenti attinenti al benchmark tra violazione di obblighi accessori ed eccesso di mandato*

6.1. Nel portare a conclusione la presente trattazione, appare opportuno svolgere talune considerazioni volte all'identificazione della struttura rimediale attivata dagli inadempimenti che prendono corpo nella violazione degli obblighi fondati dal titolo che si rapportano al *benchmark*, in ragione della sua evidenziata funzione di parziale tipizzazione del contenuto dell'obbligo gestorio<sup>58</sup>.

---

<sup>58</sup> Secondo quanto è emerso dalle pagine che precedono, tali inadempimenti prendono corpo essenzialmente nella costruzione (e mantenimento lungo tutta la durata del rapporto) di un portafoglio il quale si discosta ingiustificatamente dal portafoglio-modello di cui al parametro oggettivo di riferimento, o perché non vi è alcuna riduzione dei costi connessi al *tracking* degli indici, oppure perché ne risulta un *inadeguato livello di rappresentatività* del comparto del mercato finanziario di cui al *benchmark* (cfr. *supra*, cap. 3, par. 2), o ancora perché – limitatamente alle gestioni attive – non si realizza alcun efficientamento del rapporto tra rischio e rendimento (cfr. *supra*, cap. 3, par. 3).

In particolare, il dubbio è fondato dalla presenza, nella disciplina generale del mandato<sup>59</sup>, del disposto dell'art. 1711, co. 1, c.c., a mente del quale «il mandatario non può eccedere i limiti fissati nel mandato», di tal che «l'atto che esorbita dal mandato resta a carico del mandatario, se il mandante non lo ratifica».

L'esistenza di una dinamica rimediale che non si limita al piano – che pure vi concorre – della responsabilità debitoria *ex art. 1218 c.c.*, ma che si traduce anche in una tutela del mandante di tipo «reale» (o comunque «in forma specifica») *sub specie* della facoltà del rifiuto dell'alterazione della propria sfera giuridica da parte di quegli atti del mandatario che non rientrino nell'oggetto del mandato, si esprime nel mandato senza rappresentanza nell'assenza dell'obbligo del mandante di accettare il trasferimento su di sé del risultato economico dell'atto gestorio eccedente l'oggetto del mandato.

Se l'applicazione di tale struttura rimediale è evidente laddove l'attività gestoria si sia discostata dai limiti esterni dedotti contrattualmente – e segnatamente «i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti»; «il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità»; l'operatività a leva o la delega gestoria quando non autorizzate (art. 38, co. 1, lett. a, b, c, ed e, Reg. Int.) –, meno scontata è la questione là dove venga in rilievo la violazione dei *limiti interni di conformazione dell'esercizio della discrezionalità*, i quali sono per l'appunto espressi dal rapporto tra obiettivi della gestione e *benchmark ex art. 38, co. 1, lett. d, Reg. Int.* (cfr. *supra*, cap. 2, n. 6)<sup>60</sup>.

---

<sup>59</sup> Applicabile alla gestione di portafogli a prescindere dall'effettiva ascrivibilità della stessa a quel tipo, in ragione della natura «trans-tipica» che ad esso pertiene. Resta comunque in fatto che la definizione normativa del servizio richiama espressamente il mandato: «per “gestione di portafogli” si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti» (art. 1, co. 5-*quinquies*, t.u.f.).

<sup>60</sup> Al proposito, in letteratura si è correttamente osservato che «la circostanza che nelle gestioni di patrimoni mobiliari si rinvenzano, sia pure variamente combinate, un'attività vincolata ed una discrezionale, induce a ravvisare in tali fattispecie un man-

6.2. Non risulta che l'interrogativo circa la configurabilità in termini di eccesso di mandato (rilevante ai sensi dell'art. 1711, co. 1, c.c.) delle fattispecie di illegittimo esercizio della discrezionalità gestoria del *portfolio manager* sia mai emerso nell'ambito della giurisprudenza edita o nella dottrina che si è occupata della materia<sup>61</sup>.

---

dato almeno parzialmente generico, il che produce non poche conseguenze nella valutazione degli estremi della mancata diligenza»: così M. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., pag. 300. Si noti che tale studio monografico è stato sviluppato con espresso ed esclusivo riferimento alle gestioni finanziarie svolte dalle imprese assicuratrici, destinatarie di una propria disciplina specialistica. Ai fini della presente trattazione, rilevano invece i contenuti delle disposizioni appena richiamate nel testo.

<sup>61</sup> Il diritto applicato ragiona infatti esclusivamente in termini di risarcimento del danno. In punto di quantificazione del danno, va richiamata la decisione n. 386/2019 della Corte d'Appello di Milano, in *Dejure*, la quale, in una controversia relativa all'asserita violazione degli obblighi di condotta dell'intermediario nell'ambito di due gestioni di portafogli, rigettava la domanda attribuendo carattere dirimente alla «circostanza che l'appellante non ha subito alcuna perdita di capitale, conseguente ai rapporti di gestione oggetto di causa.», in quanto «le due gestioni patrimoniali, unitariamente valutate, hanno raggiunto in termini di risultato netto, un incremento di capitale in quanto "il primo contratto di gestione patrimoniale ha comportato un risultato netto finale, valutato alla data di chiusura delle gestioni e, quindi, a febbraio 2009, positivo, ossia con un incremento del capitale investito per circa 1,5 milioni, a fronte di un decremento del capitale investito con la seconda gestione di circa 500.000,00". In particolare si legge nella relazione del CTU (pag. 15) che la Gestione n. omissis (Valore 20) ha prodotto un risultato economico positivo, al lordo delle spese e commissioni, di euro 1.265.551,00; mentre la Gestione n. omissis (Valore 35) ha prodotto un risultato economico negativo di euro 518,239 euro (così p.25); sicché il guadagno complessivamente raggiunto dalle due gestioni ammonta ad Euro 747.312,00».

Va manifestato un netto dissenso a tale conclusione, che opera una *compensatio lucri cum damno* tra le perdite e i guadagni di due diversi contratti di gestione. Occorre ricordare a tal merito che la legittimità della *compensatio lucri cum damno* ai fini della liquidazione del danno ai sensi dell'art. 1223 c.c. è limitata dalla Corte di Cassazione (cfr. Cass., Sez. Un., 22 maggio 2018, nn. 12564, 12565, 12566 e 12567, in *Foro it.*, 2018, I, 1900 ss.) alle ipotesi in cui il *lucrum* «sia causalmente giustificato in funzione di rimozione dell'effetto dannoso dell'illecito». Nel caso di specie è però evidente che una simile relazione fa difetto.

Altro discorso è quello che attiene alla valutazione del danno conseguente alla violazione di regole di condotta del gestore di portafogli in termini globali, cioè in base agli esiti "netti" della gestione. Senonché, anche in tal caso gli esiti positivi derivanti da atti d'investimento che non integrano inadempimento sembrano *occasionalmente con-*

La questione è invece ampiamente indagata dalla dottrina sul mandato civilistico. Sul punto può dirsi che, al netto di qualche diversità lessicale, sussiste *grossa modo* una univocità di vedute in ordine allo spazio che spetta all'eccesso di mandato nel mandato generico (o comunque negli spazi dove difetti una precisa previsione negoziale dei limiti del mandato e non constino istruzioni del mandante).

Una più risalente posizione si esprime nel senso di limitare l'eccesso di mandato alle ipotesi del perseguimento di uno *scopo diverso e incompatibile* con quello del mandante<sup>62</sup>. Proposte ricostruttive più recenti, valorizzando il criterio dell'interesse del mandante quale limite strutturale del potere del mandatario, costruiscono invece il discrimine sulla linea della differenza tra (mera) cura negligente dell'affare da parte del mandatario, da cui conseguirebbe la sola responsabilità per inesatto adempimento<sup>63</sup>, e violazione dell'*interesse* del mandante come rico-

---

*nessi* con l'inadempimento, ma non certo causalmente giustificati in funzione di rimozione dell'effetto dannoso dell'illecito.

Sul punto, afferma M. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, pag. 261, nota 146, che «il danneggiato deve sottrarre dalla somma conseguita a titolo di risarcimento i vantaggi, p. es. di natura fiscale, che abbia conseguito dall'operazione»: il riferimento sembra andare alle deduzioni connesse con le minusvalenze conseguite sugli investimenti.

D'altronde, il ragionamento intorno alla liquidazione del danno da inadempimento dovrebbe misurarsi sul fatto che l'interesse positivo di cui all'obbligazione corrisponde alla pretesa dell'investitore, giuridicamente tutelata, a che il portafoglio sia composto in termini coerenti col *benchmark*, ferma restando la possibilità che si dia un legittimo discostamento della composizione del singolo portafoglio gestito (con conseguente diverso rendimento) là dove la replica pedissequa degli indici sia impossibile ovvero latrice di costi eccessivi rispetto ai benefici (cfr. *supra*, cap. 2, par. 2 e 3). Tale circostanza diventa allora oggetto di uno specifico *thema probandum* di cui è onerato l'intermediario. Con riferimento alle scelte di gestione attive, in assenza della prova in ordine alla loro obiettiva idoneità a migliorare il rapporto tra rischio e rendimento (cfr. *supra*, cap. 2, par. 3), esse devono ritenersi *in sé illegittimamente compiute*, con la conseguenza che le perdite cagionate dalle stesse compongono il danno risarcibile, senza decurtazione di eventuali esiti positivi di altri atti d'investimento legittimamente compiuti sulla base del titolo.

<sup>62</sup> A. AURICCHIO, *Considerazioni sull'eccesso di mandato*, in *Dir. giur.*, 1956, pag. 4.

<sup>63</sup> A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., pagg. 529 ss.

struito sulla base del titolo, di tal che «una difformità tra atto compiuto e mandato potrà riscontrarsi, in pratica, quando la scelta del dato elemento (non specificato nel mandato) eseguita dal mandatario non coincida con alcuna di quelle che ragionevolmente potevano essere fatte nell'esercizio della discrezionalità anzidetta»<sup>64</sup>. Pertanto, è sufficiente che «la scelta operata dal gestore coincida con una delle possibili alternative che nella concreta situazione una persona di ordinaria diligenza (art. 1710) avrebbe potuto seguire, perché l'atto compiuto debba considerarsi conforme al mandato»; e ciò anche «se esistevano mezzi o modi per curare più convenientemente l'interesse del mandante». Resta dunque nell'ambito dell'oggetto del mandato quell'atto che, anche se tale da non realizzare l'interesse del mandante nella massima misura astrattamente possibile, sia comunque coerente con gli «scopi specifici obiettivatisi nel concreto mandato» ovvero, in mancanza, di «scopi corrispondenti a un risultato di obiettiva utilità per il mandante».

In quest'ottica, si è quindi affermato che, se «anche nei casi di “mandato generico” può configurarsi l’“eccesso di mandato”»<sup>65</sup>, tuttavia esso non ricorre là dove «alla stregua dei principi di correttezza e buona fede (art. 1175, 1366, 1375), si rilevi che la difformità tra l'atto gestorio compiuto e l'oggetto del mandato sia di lieve entità o di scarso rilievo pratico». Viene dunque in rilievo un criterio di «normalità», da valutarsi alla stregua del *non sostanziale contrasto* dell'atto con «l'interesse del *dominus*».

Ai fini che qui rilevano, interessa segnalare che nella dottrina sul mandato civilistico<sup>66</sup> *l'assunzione di rischi eccessivi* in sede esecutiva

<sup>64</sup> Ivi, pagg. 546 s., da cui anche le citazioni che seguono.

<sup>65</sup> C. SANTAGATA, sub *Art. 1711 c.c.*, in *Mandato. Obbligazioni del mandatario. Obbligazioni del mandante. Art. 1710-1721*, in *Comm. al Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1998, pag. 99, da cui anche le citazioni che seguono; cfr. anche G. MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, cit., pagg. 49 ss. e 158 ss.

<sup>66</sup> Con riferimento alla violazione delle regole di condotta nella prestazione dei servizi d'investimento, in relazione a qualsivoglia servizio (e quindi senza limitazione alla gestione di portafogli su base individuale), afferma D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, pag. 69, che «se l'intermediario, nella prestazione del servizio, non rispetta le regole – ad es. compie l'operazione quando doveva astenersi o senza il prescritto consenso dell'investitore – significa che mancano gli elementi oggettivi da cui dipende l'efficacia degli atti compiuti». Tale esito si



---

giova della ricostruzione in termini di “ufficio di diritto privato” dell'intera operatività tra investitore e intermediario prestatore del servizio d'investimento.

Nell'ambito della letteratura specialistica in materia di contratti di gestione di portafogli finanziari, va qui dato conto di un'opinione che si è soffermata sul tema, per giungere alla conclusione dell'inapplicabilità della figura dell'eccesso di mandato in relazione agli spazi rimessi alla discrezionalità esecutiva dell'intermediario. Tale conclusione è argomentata sulla base della peculiare natura della materia considerata, in relazione alla quale l'eventualità che scelte gestorie non improntate a criteri di correttezza e diligenza possano essere colpite da inefficacia (nei rapporti interni) ai sensi dell'art. 1711, co. 2, c.c., costituirebbe «rimedio oltremodo gravoso, che comporterebbe costi inaccettabili per le imprese che svolgono attività di gestione di valori mobiliari, privandole della possibilità di adeguarsi ad improvvisi mutamenti delle condizioni di mercato» (M. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., 303).

A sostegno dell'assunto, viene formulato quello che sembra essere un argomento *a fortiori*, il quale muove dalla disciplina codicistica relativa alle circostanze sopravvenute in sede di esecuzione del mandato (*ex art. 1711, co. 2, c.c.*, ai sensi del quale «il mandatario può discostarsi dalle istruzioni ricevute qualora circostanze ignote al mandante, e tali che non possano essergli comunicate in tempo, facciano ragionevolmente ritenere che lo stesso mandante avrebbe dato la sua approvazione»), per poi applicare le conclusioni ivi raggiunte alla diversa fattispecie oggetto di considerazione.

Più precisamente, si afferma che nelle attività di gestione professionale di portafogli finanziari la previsione codicistica ora richiamata non troverebbe applicazione. Ciò, in ragione dell'«intrinseca difficoltà di rivolgere una preventiva richiesta ai contraenti circa la condotta da osservare in caso di forti oscillazioni dei valori dei titoli, o comunque di situazioni improvvise che richiedono l'adozione da parte del gestore di pronte misure di difesa» (ivi, pag. 304). Senonché, dal momento che nel mandato generico la gestione delle sopravvenienze non è rimessa alla disciplina dell'art. 1711, co. 2, c.c. (in quanto fanno per definizione difetto istruzioni del mandante), ma è rimessa all'uso da parte del mandatario della propria diligenza al fine di perseguire l'interesse del mandante, allora ciò «induce a pensare che nella gestione di valori mobiliari la cattiva cura dell'incarico ricevuto da parte del gestore, soprattutto nell'ipotesi in cui si manifesti nel compimento di operazioni su titoli contrarie all'interesse del mandante, dovrà essere valutata alla luce della diligenza richiesta e delle conseguenze della sua violazione, senza che sia necessario richiamarsi all'eccesso di mandato di cui all'art. 1711, co. 1°». (Ivi, pag. 304).

Della tesi da ultimo esposta desta dubbi il tracciato rapporto tra l'assunto di una generalizzata legittimità del discostamento del gestore dalle istruzioni dei mandanti e l'idea per cui la gestione contraria all'interesse del mandante non sconfinerebbe mai nell'eccesso di mandato. Resta dunque, in fondo, solo l'argomento della natura “oltremodo gravosa” di tale rimedio nel caso di specie, in relazione alla quale va però rilevato che tale rischio sarebbe destinato a mitigarsi fortemente a fronte dell'adozione delle

nell'ambito di un'attività, che sia comunque sostanzialmente orientata alla cura dell'interesse del mandante, viene ricondotta all'ipotesi di un "mero" inesatto adempimento, senza integrare eccesso di mandato. Vengono infatti ascritte alla cura negligente dell'affare (e non all'eccesso di mandato) le ipotesi in cui il mandatario «*abbia incontrato perdite economiche esponendosi – con negligenza – a rischi prevedibili*»<sup>67</sup> (enfasi aggiunta).

6.3. Applicato al caso della gestione di portafogli, tale approccio sembrerebbe condurre all'esito per cui, a fronte di una gestione complessivamente rispondente all'interesse del gerito all'investimento delle proprie disponibilità in strumenti finanziari, eventuali perdite derivanti dall'assunzione di rischi non adeguati alla natura del rapporto rilevarebbero come figure di inesatto adempimento tali da non risultare in un eccesso di mandato. Sembra infatti di potersi capire che in tal caso si darebbe per violato una sorta di obbligo a contenuto protettivo del patrimonio del mandante, mentre l'attività compiuta continuerebbe a porsi all'interno del perimetro tracciato dall'oggetto del mandato.

Al riguardo, va tuttavia osservato che tale ordine di considerazioni, se può valere per i rapporti di diritto comune, non sembra attagliarsi all'oggetto proprio dell'obbligazione di gestione di portafogli finanziari da parte di intermediari professionali, che non si esaurisce nella pretesa di una generica "prudenza" nell'attività di amministrazione, imponendo piuttosto di costruire e mantenere nel tempo un portafoglio connotato da un rischio finanziario *specificamente connotato in senso qualitativo* alla luce degli obiettivi della gestione e dei *benchmark*.

Tali caratteristiche della prestazione gestoria suggeriscono la necessità di rifiutare l'idea secondo cui l'assunzione di rischi non eccessivi possa concepirsi alla stregua un'obbligazione accessoria all'obbligo di prestazione. Il vero è, infatti, che nella gestione professionale di portafogli finanziari l'interesse creditorio non si rivolge al fatto in sé dell'acquisto dei singoli specifici strumenti finanziari atomisticamente

---

prospettate modalità di svolgimento del giudizio in ordine all'esatto adempimento della prestazione gestoria (*supra*, n. 3).

<sup>67</sup> A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., pag. 394; cfr. anche pag. 531.

considerati<sup>68</sup>, ma alla composizione di un portafoglio che nel suo complesso consenta l'assunzione di un rischio precisamente connotato in termini qualitativi: tant'è che la legge impone che le relative caratteristiche siano pattuite con un *elevato livello di specificazione*, che si dà proprio nel rapporto tra obiettivi della gestione e *benchmark* (all'interno del perimetro della misura massima di rischio assumibile, anch'essa da esplicitarsi *ex art. 38 Reg. Int.*).

In definitiva, la centralità della connotazione del rischio finanziario del portafoglio ne dimostra la sua inerenza al nucleo essenziale dell'oggetto del contratto. Ne discende che l'elezione del *benchmark* integra, al pari degli altri elementi obbligatori del contratto di gestione di portafogli, un limite del mandato gestorio: con la conseguenza che le violazioni dei vincoli all'attività gestoria fissati dalla presenza del *benchmark* sono suscettibili di risultare in altrettanti atti che esorbitano dal mandato ai sensi dell'art. 1711, co. 1, c.c.<sup>69</sup>.

## 7. Mancata indicazione del benchmark e rimedi

7.1. L'analisi delle conseguenze rimediali connesse alle violazioni degli obblighi imposti all'intermediario dalla disciplina in materia di *benchmark* può opportunamente considerare anche le conseguenze della mancata indicazione del «parametro oggettivo di riferimento»<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> A parità di rischio, l'acquisto di uno strumento in vece di un altro è totalmente fungibile per l'investitore.

<sup>69</sup> Quanto osservato nel testo conduce alla non riferibilità al mandato di quelle operazioni di investimento che risultino in violazioni degli obblighi alla gestione fondati dalla presenza dei *benchmark*. Dal che, l'investitore potrebbe allegare che l'intera politica d'investimento sia operata in maniera difforme dai *benchmark* indicati in contratto: mancando la prova della corretta predisposizione della politica di investimento, l'intera attività gestoria dovrà qualificarsi come globalmente non ispirata al perseguimento dell'interesse del mandante e quindi rifiutabile *ex art. 1711, co. 1, c.c.*, fermo il diritto al risarcimento del danno. In alternativa, l'investitore potrebbe tuttavia anche allegare che singoli atti d'investimento costituiscano deviazioni non legittime dal portafoglio-modello di cui al *benchmark*, al fine di rifiutarne gli effetti *ex art. 1711, co. 1, c.c.*

<sup>70</sup> Quando doverosa sulla base di un criterio di significatività rispetto alle caratteristiche della gestione (cfr. *supra*, cap. 3, n. 4).

Al riguardo, va anzitutto richiamato il precedente di legittimità, di cui è stato riferito nel primo capitolo in sede di presentazione della produzione giurisprudenziale in materia (cap. 1, n. 5). Stabilisce Cass. 9025/20<sup>71</sup> che la mancata indicazione del *benchmark* conduce alla nullità del contratto di gestione di portafogli, per violazione dell'art. 23 t.u.f., ai sensi del quale «i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori, sono redatti per iscritto, in conformità a quanto previsto dagli atti delegati della direttiva 2014/65/UE, e un esemplare è consegnato ai clienti»; con la conseguenza che «nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo».

La ricomprensione nella fattispecie dell'«inosservanza della forma prescritta» (con conseguente nullità del negozio) della situazione in cui il documento contrattuale – sottoscritto dalle parti, *recte*, a seguito di Cass., SS.UU. 898/2018, dall'investitore – ometta l'indicazione di uno dei relativi obblighi di forma-contenuto<sup>72</sup> previsti dalla disciplina eurounitaria di secondo livello (nel caso, uno degli «atti delegati della direttiva 2014/65/UE», *i.e.* il Reg. Del. 565/2017, poi versati nella disciplina del Regolamento Intermediari della Consob: art. 38 Reg. Int.), viene riconnessa dal Supremo Collegio alla specifica funzione propria della «forma di protezione», quale strumento necessario a *veicolare sul piano del flusso informativo*, e comunque a *formalizzare in termini certi e anteriori all'avvio dell'erogazione*, le condizioni di erogazione di un prodotto (qui, il servizio di gestione) dell'impresa.

---

<sup>71</sup> Cass. ord. 15 aprile 2020, n. 9025, reperibile su *Dejure*.

<sup>72</sup> S. PAGLIANTINI, *Neoformalismo*, in *Enc. dir.*, Annali, IV, Milano, 2011, pag. 722.

Sulla rilevanza degli obblighi di forma-contenuto nel contratto quadro per la prestazione dei servizi di investimento, Trib. Modena, 19 agosto 2015, n. 1426, reperibile su *Dirittobancario.it*, che – giudicando su un contratto quadro anteriore al 1998 – ha dichiarato la nullità del contratto-quadro in cui «sono assenti, o almeno insufficienti, specificazione e caratteristiche del servizio di negoziazione in conto proprio e del servizio di negoziazione in conto terzi, ed è assente, o almeno insufficiente, la specificazione dei mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e *warrant*»; così anche Trib. Parma, 3 aprile 2008, n. 554, in *Contr.*, 2008, pag. 653, con nota di V. SANGIOVANNI, *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e «nullità sopravvenuta»*.

Sembrirebbe così instaurata una linea di continuità tra l'adozione di un approccio di natura funzionale legato all'obiettivo essenzialmente informativo/documentativo proprio della forma scritta di protezione (sui cui cfr. già Cass. SS.UU. 898/2018<sup>73</sup>), e l'attrazione al requisito di forma della presenza degli specifici contenuti richiesti dalla norma. Argomenta infatti la Suprema Corte che «la prevista documentazione dei richiamati “parametri oggettivi di riferimento” obbedisce ... alla logica in cui si inscrivono le prescrizioni formali dettate per i contratti di investimento e, più in generale, per i contratti che postulano l'esigenza di correggere l'asimmetria informativa delle parti, garantendo, il più possibile, la trasparenza delle condizioni economiche dell'affare concluso». Ne consegue che «l'indicazione avente ad oggetto tale parametro è contemplata dalla disciplina normativa vigente che, nel declinare, sul piano della regolamentazione di dettaglio (in forza dell'art. 6 t.u.f.), l'obbligo di documentazione dell'accordo imposto dall'art. 23, comma 1, t.u.f., assolve alla finalità di protezione dell'investitore che anima detta disposizione, ... e ripete da essa il presidio della nullità che è ivi comminata per la mancata osservanza del requisito di forma».

Sul punto va osservato che, a ben vedere, l'adozione di una visione funzionale della forma di protezione non recide *del tutto* la dimensione strutturale del rimedio: ai fini dell'imputazione alla mancata indicazione del *benchmark* del rimedio invalidante non è ritenuta sufficiente l'inclusione di tale requisito tra gli elementi di forma-contenuto obbligatori.

La conclusione nel senso della nullità per carenza del singolo contenuto passa infatti per la considerazione della natura *non secondaria* – «essenziale», in un diverso provvedimento in materia di contratto quadro, richiamato da Cass. 9025/20<sup>74</sup> – del contenuto omesso, rispetto all'operazione economica regolata.

Precisa infatti il Supremo Collegio che la non secondarietà del contenuto informativo dipende dalla dimensione conformativa del rischio cui si espone l'investitore, propria del *benchmark* nella misura in cui

---

<sup>73</sup> Cfr. tra i molti C. SCOGNAMIGLIO, *Contratti monofirma nel settore della prestazione dei servizi di investimento e scopo di protezione del requisito di forma*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, I, pag. 747.

<sup>74</sup> Cass., 14 giugno 2019, n. 16106, reperibile su *Dejure*.

esso viene a «esprimere il profilo relativo al rischio e al rendimento della gestione patrimoniale, definisce obiettivi di investimento e livelli di aleatorietà della gestione, così delimitando la discrezionalità dell'intermediario».

Da tale rilievo si perviene così ad escludere «che l'indicazione del *benchmark* costituisca un elemento secondario del negozio, come tale sottratto all'obbligo della forma scritta cui soggiace il contratto di investimento in base al cit. art. 23, comma 1».

Non sembra peraltro che, nel ragionamento della Cassazione, tale tipo di vaglio riporti il discorso nell'alveo del necessario riscontro dell'indeterminatezza e indeterminabilità dell'oggetto o della causa astratta del contratto, se si accede all'idea che l'essenzialità del requisito di forma-contenuto vada concepita in termini strumentali alla sua funzione informativa/documentativa<sup>75</sup>. In questo senso, rileva anche Cass. 16106/19, cui il provvedimento in questione si richiama, dove si discorre di «elementi dell'accordo [da] considera[rsi] *essenziali, se pure nella prospettiva, assunta dall'ordinamento, del superamento dello squilibrio informativo tra intermediario e investitore*»<sup>76</sup>.

Sul punto, deve comunque rilevarsi la maggiore prossimità del *benchmark* alla definizione dell'oggetto del contratto, rispetto alla condivisione degli scenari probabilistici di cui ai derivati. In questo caso, si tratta di veicolare una informazione circa le probabili dinamiche di movimento futuro degli indici sottostanti allo strumento. Nel caso del *benchmark*, l'obiettivo è di mettere «in chiaro» il portafoglio modello in relazione al quale la gestione verrà materialmente orientata, secondo lo stile di gestione predefinito.

---

<sup>75</sup> In dottrina, cfr. L. MODICA, *op. cit.*, pagg. 119 ss.

<sup>76</sup> Su un più generale piano ricostruttivo della materia, si tratta in ogni caso di un approccio compatibile con quella linea di impostazione accolta dalla Cassazione in materia di derivati finanziari, dove il giudizio di meritevolezza – con l'attivazione del conseguente rimedio invalidante – attrae alla validità del negozio i profili di condivisione delle variabili di conformazione qualitativa e quantitativa del rischio finanziario assunto dall'investitore, *sub specie* di condivisione (anche) degli scenari probabilistici. Il riferimento corre ovviamente a Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770, su cui cfr., tra i molti, U. PATRONI GRIFFI, *Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, pag. 60.

Correlativamente, l'assenza di tale indicazione implica l'esposizione dell'investitore a un rischio che – alla stregua dell'inclusione del parametro di riferimento tra gli elementi di forma-contenuto – deve ritenersi divisato in termini non sufficientemente precisi dal punto di vista della relativa conformazione qualitativa.

7.2. Accedendo alla tesi giurisprudenziale secondo cui la mancata indicazione del *benchmark* espone il contratto di gestione di portafogli alla nullità totale per difetto della forma scritta predicata dall'art. 23 t.u.f., emerge il tema delle modalità operative secondo cui il rimedio si attegga. L'interrogativo è fondato dalla natura protettiva del rimedio, che discende dalla formulazione della summenzionata disposizione (art. 23, co. 3, t.u.f.: «la nullità può essere fatta valere solo dal cliente»<sup>77</sup>), la quale scoperchia il tema della c.d. «selettività» nell'operare del vizio invalidante.

È noto, al riguardo, che la locuzione di nullità selettiva<sup>78</sup> è stata conosciuta per designare quella situazione, che si è venuta sovente a prospettare alla prassi contenziosa, per cui – a fronte del difetto di forma scritta del c.d. contratto quadro per la prestazione dei servizi di investimento (il quale si deve porre a monte dell'erogazione dei servizi<sup>79</sup>, incluso quello di gestione di portafogli su base individuale) – l'investitore attiva il vizio invalidante al fine di impugnare *alcuni* degli ordini di investimento eseguiti dall'intermediario, allo scopo di trattenere i vantaggi patrimoniali conseguiti dalle operazioni dal buon esito, al contempo «neutralizzando», per effetto dell'invocazione della nullità e delle conseguenze restitutorie, le perdite subite in relazione ai singoli investi-

---

<sup>77</sup> La legittimazione relativa non esclude la rilevanza d'ufficio del vizio invalidante, fermo restando che la dichiarazione di nullità potrà avvenire solo se ciò sia a vantaggio del contraente protetto (c.d. «operatività a vantaggio»). Cfr. Cass., Sez. Un., 12 dicembre 2014, n. 26243, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2015, II, pag. 185, con commento di S. PAGLIANTINI, *Spigolando a margine di Cass. 26242 e 26243/2014: le nullità tra sanzione e protezione nel prisma delle prime precomprensioni interpretative*.

<sup>78</sup> D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010.

<sup>79</sup> Cfr. l'art. 46 Reg. Del. di attuazione della direttiva MiFID 2 (Regolamento Delegato UE 2017/565).

menti che abbiano registrato perdite<sup>80</sup>. A fronte di una simile dinamica, si è imposto l'interrogativo circa la natura «abusiva» o meno della condotta dell'investitore.

Sul punto, a seguito di una breve evoluzione (e di un connesso dibattito) giurisprudenziale, va registrata la posizione adottata dalle Sezioni Unite della Cassazione, che con la decisione 4 novembre 2019, n. 28314, è intervenuta per sciogliere la questione, nell'esercizio della propria funzione nomofilattica. La Suprema Corte ha preso le mosse dal rilievo della *ratio* di tutela delle disposizioni, che è quella di dare rilievo – sul piano dello statuto del vizio – a una «predeterminazione legislativa della posizione di squilibrio contrattuale tra le parti in relazione ad alcune tipologie contrattuali». Più specificamente, si legge nel provvedimento che «il principio di buona fede e correttezza contrattuale, così come sostenuto dai principi solidaristici di matrice costituzionale, oper[a], in relazione agli interessi dell'investitore, mediante la predeterminazione legislativa delle nullità di protezione predisposte a suo esclusivo vantaggio, in funzione di riequilibrio generale ed astratto delle condizioni negoziali».

A propria volta, l'idoneità del rimedio all'assolvimento della propria funzione di «riequilibrio generale» si viene a esprimere sul piano del relativo statuto, il quale si trova connotato dal criterio normativo dell'*operatività a vantaggio* del soggetto protetto; criterio che, se è testuale nelle figure di nullità protettiva forgiate dall'art. 36 Cod. Cons. e dall'art. 127 t.u.b., si trova esteso, per il tramite dell'argomento dell'identità strutturale e funzionale di questi rimedi<sup>81</sup>, anche alla fattispecie della nullità formale dei servizi di investimento.

---

<sup>80</sup> U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità «selettive»*. A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, pag. 830.

<sup>81</sup> Il diritto vivente manifesta, in effetti, una tendenza a unificare le varie fattispecie di nullità di protezione conosciute nel sistema. Cfr. ancora Cass., Sez. Un., 12 dicembre 2014, n. 26242, est. Travaglino; tant'è che si è spesso portati a ritenere che quello delle nullità di protezione (tutto) costituisca un «microsistema», caratterizzato da principi interni suoi propri: cfr. M. MANTOVANI, *La nullità e il contratto nullo*, in *Tratt. dir. priv.* diretto da V. Roppo, *Rimedi*, I, (a cura di) A. Gentili, Milano, 2006, pagg. 12 ss.

Sul punto, cfr. già G. GIOIA, *Nuove nullità relative a tutela del contraente debole*, in *Contr. e impr.* 1999, pag. 1332.



Rinvenuto il baricentro normativo della nullità di protezione in un suo dato *modo di operare*, costituito per l'appunto dall'operatività a vantaggio, la pronuncia del Supremo Collegio scioglie il problema dell'abusività o meno dell'agire impugnatorio "selettivo" dell'investitore negando che il fatto in sé dell'azione selettiva sia illegittimo. E fa ciò sulla scorta del rilievo per cui il canone dell'operatività a vantaggio va riferito anche alle concrete modalità secondo cui la nullità dispiega i propri effetti: e infatti, la rilevanza della natura protettiva del rimedio non resta limitata, sul piano disciplinare (dello "statuto" della nullità), al momento dell'attivazione del rimedio (cioè, della legittimazione all'azione e delle condizioni per il suo rilievo d'ufficio<sup>82</sup>), ma decide anche del *come* il vizio opera. È assai perspicuo – e in questo senso inequivocabile – il passaggio della Corte dove si afferma che «della dichiarata invalidità del contratto quadro... può avvalersi soltanto l'investitore, sia sul piano sostanziale della legittimazione esclusiva che su quello sostanziale dell'operatività ad esclusivo vantaggio di esso».

Una volta fissato il principio secondo cui le nullità protettive *operano sul piano sostanziale* in termini coerenti con il proprio obiettivo di tutela<sup>83</sup>, la Corte può allora concludere che «l'uso selettivo del rilievo della nullità del contratto quadro non contrasta, in via generale, con lo statuto normativo delle nullità di protezione». E infatti, «ove si ritenga che l'uso selettivo delle nullità di protezione sia da stigmatizzare *ex se*,

---

<sup>82</sup> Corte Giust. UE, sez. IV, sentenza 4 giugno 2009, n. C-243/08, reperibile su [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu), nonché Cass., Sez. Un., 12 dicembre 2014, n. 26242, *cit.*

<sup>83</sup> Cfr. A.A. DOLMETTA, *All'essenza della nullità di protezione: l'«operatività a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di Cass. SS. UU., n. 28314/2019, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, pagg. 95 s., «la categoria della nullità di protezione, dunque, ha come tratto dominante (o focus) proprio l'operatività a vantaggio del solo cliente. La centralità, che l'argomentazione delle Sezioni Unite assegna al punto del rilievo officioso, se da un lato assicura che la nullità in discorso è funzione di interessi pubblici fondamentali, dall'altro mostra, infatti, che la stessa legittimazione esclusiva del cliente risulta, in realtà, più che altro un mezzo per escludere che lo strumento venga nel concreto deviato dal suo fine istituzionale e nel concreto utilizzato per il vantaggio dell'impresa contraente (legittimazione c.d. *ad excludendum*). Per sé nulla sembra escludere, cioè, che l'azione giudiziale, intesa all'accertamento della nullità di protezione, sia avviata da un terzo (tipico, in proposito, l'esempio del fideiussore): purché la stessa risulti nel concreto diretta ad operare a vantaggio del cliente».

come contrario alla buona fede, solo perché limitato ad alcuni ordini di acquisto, si determinerà un effetto sostanzialmente abrogativo del regime giuridico delle nullità di protezione, dal momento che si stabilisce un'equivalenza, senza alcuna verifica di effettività, tra uso selettivo delle nullità e violazione del canone di buona fede».

Senonché, compiuto il passaggio dogmatico di una nullità che, poiché protettiva, opera se e nella misura in cui è a vantaggio del contraente protetto<sup>84</sup>, e accertata pertanto la legittimità *in sé* dell'agire selettivo del cliente, la Suprema Corte passa a interrogarsi sull'esistenza e sul concreto atteggiarsi di un limite al modulo dell'operatività a vantaggio, nell'ambito dell'esercizio «selettivo» del rimedio.

I passaggi motivi destinati a ciò sembrano prospettare la questione in termini di *sviamento* del rimedio di nullità dal proprio obiettivo di tutela, che si avrebbe là dove l'azione fosse esercitata «non soltanto per rimuovere le condizioni di svantaggio di una parte derivanti dalla violazione delle regole imposte al contraente “forte” ma anche per arrecare un *ingiustificato pregiudizio all'altra, pur se applicate conformemente al paradigma legale*» (enfasi aggiunta).

La sentenza si spinge quindi a dettare il metodo per determinare l'esistenza di un “pregiudizio ingiustificato” per l'investitore. Esso consiste nella conduzione di «un esame degli investimenti complessivamente eseguiti» nel contesto del contratto quadro nullo, per valutare se «permanga un pregiudizio per l'investitore corrispondente al *petitum* azionato».

Nel caso positivo – cioè di un esito globalmente “in perdita” dell'insieme delle operazioni di investimento realizzate nell'ambito del rapporto in cui difetti un contratto quadro non formalizzato –, «deve ritenersi che l'investitore abbia agito coerentemente con la funzione tipica delle nullità protettive, ovvero quella di operare a vantaggio di chi le fa valere».

Per converso, se «gli ordini non colpiti dall'azione di nullità [hanno] prodotto un rendimento economico superiore al pregiudizio confluito nel *petitum*», allora si dà – *per definizione*, nell'argomentare della Suprema Corte – una condotta contraria alla buona fede oggettiva dell'in-

---

<sup>84</sup> Cfr. U. MALVAGNA *Nullità di protezione e nullità «selettive»*, cit., pag. 848.

vestitore, la cui scorrettezza l'intermediario può eccepire «al fine di non determinare un ingiustificato sacrificio economico in capo all'intermediario stesso».

Tanto detto, la Corte si affretta poi a chiarire che tale “paralisi” dell'azione dell'investitore opera *solo per la misura eccedente la perdita* globalmente subita dall'investitore. E infatti, quando «un danno per l'investitore, anche al netto dei rendimenti degli investimenti relativi agli ordini non colpiti dall'azione di nullità, si sia comunque determinato», allora «entro il limite del pregiudizio per l'investitore accertato in giudizio, l'azione di nullità non contrasta con il principio di buona fede»; mentre «oltre tale limite, opera, ove sia oggetto di allegazione, l'effetto paralizzante dell'eccezione di buona fede».

Non è all'evidenza questa la sede per svolgere un giudizio articolato in ordine ai contenuti della sentenza. In questa sede interessa piuttosto porre in evidenza un duplice ordine di osservazioni, di interesse ai fini della materia qui considerata.

Il primo attiene alla possibilità di estensione al servizio di gestione di portafogli su base individuale dei principi sopra riferiti, che le Sezioni Unite hanno sviluppato in relazione alla diversa fattispecie costituita dal rapporto tra contratto quadro e singoli ordini di investimento (a propria volta resi sulla base di servizi a contenuto “esecutivo”<sup>85</sup>, preceduti o meno dal servizio di consulenza).

Al riguardo, non sembrano sussistere vincoli nel senso dell'estensione di quelli alla presente fattispecie. Tale conclusione si impone *de plano* aderendo all'opzione ricostruttiva secondo cui il rapporto tra contratto quadro e ordini si atteggia lungo il binomio che lega il contratto di mandato alle istruzioni del mandante *ex art. 1711 c.c.*<sup>86</sup>, giacché in

---

<sup>85</sup> Cioè la ricezione e dalla trasmissione di ordini, l'esecuzione di ordini per conto del cliente e la negoziazione per conto proprio.

<sup>86</sup> F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. impr.*, 2005, pagg. 892 ss.: «I contratti di investimento non sono una “invenzione” del Testo unico sulla intermediazione finanziaria e della citata deliberazione Consob. Essi si inquadrano, come già si è avvertito, nello schema codicistico del conto corrente bancario, di cui all'art. 1852 ss. c.c.», dove «le norme sul mandato sono espressamente richiamate quanto alla responsabilità della banca per l'esecuzione degli incarichi ricevuti (art. 1856 c.c.). Nel caso specifico del contratto di negoziazione,

tal caso la «meccanica» degli investimenti operati nell'ambito della gestione di portafogli non muterebbe se non per il fatto che le singole operazioni di regola conseguono all'attribuzione al gestore del potere di incidere senz'altro (limitatamente agli atti che rientrano nel perimetro oggettivo dell'incarico) sulla sfera giuridica del cliente, e non postulano un'istruzione specifica od ordine del cliente.

L'estensione dei principi formulati dalle Sezioni Unite all'ipotesi della nullità del contratto di gestione di portafogli non sembra da escludersi nemmeno là dove si aderisca alla diversa ipotesi ricostruttiva – veicolata da un precedente della Suprema Corte<sup>87</sup> – che prospetta l'idea di una unica fattispecie contrattuale a formazione progressiva, generatrice di prestazioni scindibili. E nemmeno a quella, ancora diversa, che concepisce le singole operazioni di investimento come autonomi contratti (di cui l'«ordine» costituisce la proposta) che si raccordano al contratto quadro semplicemente in ragione della sua idoneità a rimuovere una sorta di divieto a contrarre: conclusione argomentata sulla base del tenore testuale della norma regolamentare Consob, ai sensi della quale «gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto»<sup>88</sup>). In effetti, il metro di giudizio sviluppato dalle Sezioni Unite per determinare la natura «sproporzionata» del beneficio si sviluppa tutto intorno al rilievo del fatto che la ragione dell'impugnazione degli ordini (nullità «derivata» per via della

---

più dettagliatamente regolato dal Testo unico citato e dal relativo regolamento Consob già menzionato, lo schema causale del conto corrente bancario balza agli occhi evidente. Il cliente, allorché impartisce ordini alla banca, dispone delle somme risultanti a suo credito, nel senso dell'art. 1852 c.c.). Da questa impostazione consegue che «gli ordini del cliente alla banca sono, nel senso dell'art. 1711 c.c., istruzioni del mandante al mandatario. La banca, quale mandatario, si obbliga ad eseguire le istruzioni del cliente, suo mandante, acquistando o vendendo a seconda degli ordini ad essa impartiti»; pertanto «l'ordine del cliente alla banca è un atto unilaterale esecutivo del mandato, non già una proposta contrattuale del cliente alla banca, e non richiede alcuna accettazione della banca diretta a perfezionare una asserita compravendita».

<sup>87</sup> Cass. 23 maggio 2017, n. 12937, in *Dejure*.

<sup>88</sup> Art. 30, co. 1, Reg. Int. 1998; Cfr. per questo proposito, le decisioni giurisprudenziali riferite e analizzate da V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, pag. 901 ss.

mancata stipulazione per iscritto del contratto quadro) di per sé affligge *anche* gli ordini non impugnati, i quali hanno avuto un esito economico positivo superiore alle perdite cagionate dagli ordini impugnati.

Quest'ultimo profilo consente di introdurre il secondo ordine di considerazioni in materia, il quale si volge alla valutazione della persuasività o meno del *decisum* della Suprema Corte. Prima della decisione delle Sezioni Unite, avevamo già preso posizione sul punto<sup>89</sup>, giungendo alla conclusione che la prospettiva di conservare la sola parte di operatività la cui rimozione non va in danno del cliente costituisce un risvolto applicativo interno alle logiche di funzionamento che informano la nullità di protezione, potendosi rinvenire un rapporto di continuità tra l'idea di una nullità che opera se è a vantaggio e una nullità che opera se e *nella misura in cui* è a vantaggio. In effetti, assunto il canone dell'operativa a vantaggio quale *presupposto di attivazione* della nullità<sup>90</sup>, concepire quello stesso canone anche come *criterio legale di conformazione dell'operare della nullità* non è altro che il coerente svolgimento logico del postulato che si è adottato, ed è coerente con la notazione ricostruttiva secondo cui la funzione delle nullità protettive è quella di realizzare l'interesse alla rimozione dell'atto di autonomia viziato in maniera tale che essa si realizzi «senza detrimento dell'interesse [del] privato»<sup>91</sup>; e su quest'interesse il relativo statuto richiede di essere conformato e adeguato, alla stregua della necessaria coerenza tra struttura e funzione<sup>92</sup>.

---

<sup>89</sup> U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità «selettive»*, cit.

<sup>90</sup> La nullità di protezione è stata al tal riguardo inquadrata come fattispecie invalidante «sospesa»: cfr. M. GIROLAMI, *Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali. Per una teoria della moderna nullità relativa*, Padova, 2008 pagg. 441 ss.

<sup>91</sup> A. GENTILI, *La «nullità di protezione»*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, I, pag. 127.

<sup>92</sup> G.B. PORTALE, A.A. DOLMETTA, *Divieto di accettare azioni o quote proprie in garanzia e casse di risparmio «riformate»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1989, I, pag. 706; A.A. DOLMETTA, *Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge*, in *Riv. soc.*, 1996, pagg. 349 ss.; ID., *I rimedi per la violazione delle norme imperative del diritto societario prima del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5. Un frammento di storia delle idee*, in *Vita not.*, 2003, pagg. 99 ss.; ID., *Sui «limiti» di applicazione dell'art. 28 legge notarile. A proposito della violazione di norme imperative di protezione*, in *Contr. impr.*, 2004, pag. 87; E. GINEVRA, *Nullità*

Gli argomenti sviluppati dal Supremo Collegio nella propria pronuncia del 2019 non ci sembrano sufficienti a confutare le conclusioni ora sunteggiate. In particolare, una volta che la stessa Corte di Cassazione abbia, come ha, espressamente affermato che «l'operatività a vantaggio della nullità di protezione comporta che «l'uso selettivo del rilievo della nullità del contratto quadro non contrasta, in via generale, con lo statuto normativo delle nullità di protezione»<sup>93</sup> giacché «ove si ritenga che l'uso selettivo delle nullità di protezione sia da stigmatizzare *ex se*, come contrario alla buona fede, solo perché limitato ad alcuni ordini di acquisto, si determinerà un effetto sostanzialmente abrogativo del regime giuridico delle nullità di protezione», appare contraddittorio il tentativo di tacciare di scorrettezza ogni condotta processuale che consenta all'investitore di conseguire un qualsivoglia risultato utile “netto” dall'esercizio selettivo. E infatti, sostenere che l'investitore può legittimamente dedurre nel proprio *petitum* solo la *perdita netta* derivante dall'intera operatività posta in essere “sotto l'ombrello” del contratto quadro amorfo equivale a svuotare dall'interno l'affermazione della legittimità in sé dell'agire selettivo, negandovi ogni effetto pratico. In tal modo, si pone infatti l'investitore nell'alternativa tra non agire, e subire la perdita di cui ai singoli investimenti dall'esito negativo, ovvero – ricorrendone l'interesse sulla base dei presupposti di fatto – impugnare l'intera operatività, così permettendo all'intermediario di beneficiarie dell'aumento del valore capitale legato agli investimenti dalla buona sorte<sup>94</sup>.

Tanto detto, nemmeno pare che gli esiti cui pervengono le Sezioni Unite, che debbono essere rifiutati con riferimento alla fattispecie su

---

*post-conversione di delibera di emissione di obbligazioni bancarie convertibili?*, in *Giur. comm.*, 2003, II, pagg. 274 s.

<sup>93</sup> Cfr., prima della decisione delle Sezioni Unite, A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, cit., pag. 48 e U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità «selettive»*, cit., pagg. 844 ss.

<sup>94</sup> Sul diverso tema della necessità che la nullità *parziale* di protezione non debba porre l'investitore nell'alternativa tra rinunciare a invocare il vizio e subire la caducazione dell'intero contratto, cfr. S. PAGLIANTINI, *L'equilibrio soggettivo dello scambio (e l'integrazione) tra Corte di giustizia, Corte costituzionale ed Abf: «il mondo di ieri» o un trompe l'oeil concettuale?*, in *Contratti*, 2014, pag. 853.

cui la pronuncia si è formata (contratto quadro e ordini evasi mediante servizi esecutivi), possano essere recuperati con riferimento alla gestione di portafogli.

In particolare, le specifiche caratteristiche del servizio di *portfolio management* – e cioè il conferimento di un potere gestorio all'intermediario, da esercitarsi in coerenza con gli obiettivi di investimento divisi – non sono tali da alterare il modulo operativo della nullità selettiva. Ciò, in quanto l'unità funzionale che avvince sotto un'unica strategia di investimento le singole operazioni compiute dall'intermediario per conto del cliente non contraddice il fatto che le singole operazioni, destinate a incidere in via diretta sul patrimonio dell'investitore, costituiscono atti giuridici distinti tra loro, il compimento di ciascuno dei quali giustifica a propria volta la singola anticipazione della relativa provvista, ovvero il regresso dell'eventuale anticipazione fatta<sup>95</sup>. Non sussistono pertanto ragioni per negare, con riferimento al contratto di gestione di portafogli affetto da nullità di protezione in ragione della mancata indicazione del *benchmark*, quanto si è affermato in relazione ai servizi di investimento esecutivi resi in assenza di un contratto-quadro dotato di forma scritta.

---

<sup>95</sup> Questi sì tra loro non scindibili dall'atto compiuto, pena lo scardinamento del principio di causalità formale delle attribuzioni patrimoniali, e comunque lo snaturamento dell'intima struttura del contratto: cfr. A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., pag. 364: «deve ritenersi che il patto contrario “fatto salvo” dall'art. 1719, possa concernere unicamente il profilo temporale o le modalità di esecuzione, non anche avere ad oggetto l'esclusione in assoluto della somministrazione. Ove le parti esonerassero in assoluto il mandante anche dall'obbligo di rimborso delle spese si sarebbe fuori del mandato: ed infatti l'art. 1720 c.c. non contempla la possibilità di patto contrario». Per l'impostazione del ragionamento sui limiti della selettività, cfr. A.A. DOLMETTA, *All'essenza della nullità di protezione: l'«operatività a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di Cass. SS. UU., n. 28314/2019, cit., pag. 101; sul punto, cfr. anche AND. DALMARTELLO, *Conseguenze del giudizio di vessatorietà: dalla post-vessatorietà alla condictio indebiti di protezione*, in corso di pubblicazione in *Riv. Dir. Banc.*, 2023, suppl. 1.





## BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA P., *Gli obblighi di amministrazione nel deposito di titoli*, in *Le operazioni bancarie*, a cura di G.B. Portale, Milano, 1978, I, pag. 468
- ABBADESSA P., MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, pag. 269
- AFFERNI G., *Contratto di gestione patrimoniale e responsabilità della banca*, in *Danno e resp.*, 2003, pag. 291
- ALESSANDRI D., *Benchmark e diligente adempimento dei contratti di gestione di portafogli*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, pag. 632
- ANGELICI C., *Sul «contratto di borsa»*, Milano, 2021
- ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 2012
- ANGELICI C., *La contrattazione d'impresa*, in AA.VV., *L'impresa*, Milano, 1985, pag. 183
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021
- ANNUNZIATA F., *Le società di gestione dei mercati regolamentati*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, t. 2, Bologna-Roma, 2020
- ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, pag. 1220
- ASCARELLI T., *La disciplina delle operazioni di assicurazione, di capitalizzazione e di gestione fiduciaria*, in *Ass.*, 1934, pag. 153
- AURICCHIO A., *Considerazioni sull'eccesso di mandato*, in *Dir. giur.*, 1956, pag. 4
- AZZOLINI F., MINTO A., *Volatilità e gestione collettiva: riflessioni sul rapporto tra indici di rischio (benchmark e VaR) e politica di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, pag. 398
- BARTALENA A., *La disciplina dei servizi e delle attività e i contratti*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, t. 1, Bologna-Roma, 2020, pag. 375
- BAVETTA G., *Mandato (negozio giuridico) (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXV, Milano, 1975, pag. 321
- BEBCHUK L.A., COHEN A., HIRST S., *The agency problems of institutional investors*, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, 2017, pag. 89

- BEBCHUCK L.A., HIRST S., *Index funds and the future of corporate governance: theory, evidence, and policy*, *Columbia Law Review*, Vol. 119, 2019, pag. 2029
- BENVENUTI F., *Funzione amministrativa, procedimento, processo*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1952, ora in *Scritti giuridici*, II, Milano, 2006, pag. 1117
- BESSONE M., *Servizi di investimento e disciplina del contratto. Il principio di separazione patrimoniale, "sana e prudente" gestione di portafoglio, conflitto di interessi*, in *Giur. Mer.*, 2002, pag. 1411
- BETTI E., *Teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1954, I, pag. 112
- BIANCA C.M., *Diritto civile. V, La responsabilità*, Milano, 2021
- BIANCA C.M., *Le autorità private*, Napoli, 1977
- BIANCA C.M., sub Artt. 1218-1229. *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Commentario al c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1967, pag. 427
- BIANCHI D'ESPINOZA L., *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1969
- BOSETTI F., *Interesse legittimo di diritto privato e profili patrimoniali nel rapporto tra genitori e figli*, in *Il diritto privato nel prisma dell'interesse legittimo*, a cura di U. Breccia, L. Bruscutta e F.D. Busnelli, Torino, 2001
- BRECCIA U., *Le obbligazioni*, in *Tratt. Dir. Priv.*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 1991
- BRECHT A., *System der Vertragshaftung*, in *Jh. Jahr.*, 1908, pag. 213
- BUONCRISTIANO M., *Profili della tutela civile contro i poteri privati*, Padova, 1986
- BUSCH D., *Why MiFID matters to private law – the example of MiFID's impact on an asset manager's civil liability*, in *Capital Markets Law Journal*, 2012, pag. 386
- BUSCH D., DEMOTT D.A., *Liability of asset managers*, Oxford University Press, 2012
- BUSSOLETTI M., *Le gestioni di patrimoni, la Consob e la Banca d'Italia*, in *Banca impr. soc.*, 1990, pag. 85
- BUTA G.M., *Gestione individuale di portafogli, MiFID II e responsabilità dell'intermediario rispetto del benchmark prescelto dal cliente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, pag. 196
- CALAMANDREI P., *Istituzioni di diritto processuale secondo il nuovo codice*, Padova, 1944
- CAMPAGNA L., *Il problema dell'interposizione di persona*, Milano, 1962
- CAPRIGLIONE F., *Gestioni patrimoniali, asset management, tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, pag. 443

- CAPRIGLIONE F., *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1987, I, pag. 274
- CARBONE A., *Potere e situazioni soggettive nel diritto amministrativo. I – Situazioni giuridiche soggettive e modello procedurale di accertamento (Premesse allo studio dell'oggetto del processo amministrativo)*, Torino, 2020
- CARBONE V., *La responsabilità del medico ospedaliero come responsabilità da contatto*, in *Danno e resp.*, 1999, pag. 441
- CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992
- CARNELUTTI F., *Postilla*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1932, I, pag. 300
- CASTRONOVO C., *Del non risarcibile aquiliano: danno meramente patrimoniale, c.d. perdita di chance, danni punitivi, danno c.d. esistenziale*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, pag. 315
- CASTRONOVO C., *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Eur. dir. priv.*, 2006, pag. 406
- CERDONIO CHIAROMONTE G., *L'obbligazione del professionista intellettuale. Tra regole deontologiche negoziali e legali*, Padova, 2008
- CHEREDNYCHENKO O.O., *Two Sides of the Same Coin: EU Financial Regulation and Private Law*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, pag. 147
- CHEREDNYCHENKO O.O., *Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, in *European Law Journal*, 2015, pag. 503
- CICALA R., *Concetto di divisibilità e indivisibilità dell'obbligazione*, Napoli, 1953
- CLARIZIA R., MAGNONI A., *La gestione personalizzata di patrimoni mobiliari*, Milano, 1993
- COASE R.H., *The firm, the market and the law*, Chicago, 1988
- CONSOLO C., *Spiegazioni di diritto processuale civile*, t. 2, Torino, 2019, pag. 25
- CORRIAS P., *La gestione convenzionale dell'incertezza tra fenomeno ludico e mercato finanziario*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, I, pag. 363
- CORRIAS P., *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori, in Swap tra banche e clienti*, a cura di Maffeis, Milano, 2014, pag. 173
- COSSU M., *Responsabilità per inadempimento del gestore professionale e quantificazione del danno risarcibile nel contratto di gestione di portafogli*, in *Pensar, Fortaleza*, v. 22, n. 3, set/dez. 2017

BIBLIOGRAFIA

- COSSU M., *Contratto di gestione di portafogli*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei Contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, t. 1, Torino, 2011
- COSSU M., *Gestione di portafogli*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010
- COSSU M., *Recesso dell'investitore e determinazione del danno risarcibile nella gestione di portafoglio di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, pag. 67
- COSSU M., *La gestione di portafogli di investimento tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002
- COSTA S., *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, Milano, 2020
- COTTINO G., *L'impossibilità sopravvenuta della prestazione e la responsabilità del debitore. Problemi generali*, Milano, 1955
- COVIELLO N., *Del caso fortuito in rapporto alla estinzione delle obbligazioni*, Lanciano, 1895
- CREMERS K., PETAJISTO A., *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*, in *Rev. of Fin. Studies*, 22, (9), September 2009, pag. 3329
- D'AMICO G., *La responsabilità ex recepto e la distinzione tra obbligazioni «di mezzi» e «di risultato»*. Contributo alla teoria della responsabilità contrattuale, Napoli, 1999
- DALMARTELLO AND., *Conseguenze del giudizio di vessatorietà: dalla post-vessatorietà alla condictio indebiti di protezione*, in corso di pubblicazione in *Riv. Dir. Banc.*, 2023, suppl. 1
- DALMARTELLO, ART., voce *Contratti d'impresa*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, IX, Roma, 1988
- DELLA NEGRA F., *I rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto UE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, I, pag. 700
- DELLA NEGRA F., *MiFID II and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rules*, Oxford, 2019
- DENOZZA F., *Obblighi di informazione e parità di trattamento nella fornitura di prodotti finanziari*, in *La regolamentazione dei servizi di gestione: una valutazione critica*, in *Quad. doc. ric. Assogestioni*, n. 26, 2003
- DI MAJO A., *Delle obbligazioni in generale. Art. 1173-1176*, in *Comm. al Codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1988
- DI MAJO, A., *Clausole generali e diritto delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, pag. 540

- DI RAIMO R., *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. Civ.*, 2020, pag. 321
- DOLMETTA A.A., *All'essenza della nullità di protezione: l'«operatività a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di Cass. SS. UU., n. 28314/2019, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, pag. 95
- DOLMETTA A.A., *Prassi d'impresa e sopravvenienze (legislative o giurisprudenziali)*, in *An. giur. econ.*, 2018, pag. 513
- DOLMETTA A.A., *Speculazione e prudenza. A proposito dei contratti derivati OTC*, in *IlCaso.it*, febbraio 2014
- DOLMETTA A.A., *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013
- DOLMETTA A.A., *La violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, pag. 80
- DOLMETTA A.A., *Sui «limiti» di applicazione dell'art. 28 legge notarile. A proposito della violazione di norme imperative di protezione*, in *Contr. impr.*, 2004, pag. 87
- DOLMETTA A.A., *I rimedi per la violazione delle norme imperative del diritto societario prima del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5. Un frammento di storia delle idee*, in *Vita not.*, 2003, pag. 99
- DOLMETTA A.A., *Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge*, in *Riv. soc.*, 1996, pag. 349
- DOLMETTA A.A., MALVAGNA U., *Vicinanza della prova e prodotti d'impresa del comparto finanziario*, in *Banca borsa.*, 2014, II, pag. 660
- EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *Voting in Corporate Law*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, pag. 395
- ENRIQUES L., GARGANTINI M., *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, in *The Italian Law Journal*, 2017, pag. 485
- ESSOMBÉ MOUSSO J.J., *La gestion de portefeuille*, in *La modernisation des activités financières*, a cura di T. Bonnet, ed Joly, Paris, 1996
- FABRIZI, P.L., *I criteri di valutazione e gli indicatori del rischio dei titoli obbligazionari*, *Economia del mercato mobiliare*<sup>7</sup>, a cura di P.L. Fabrizio, Milano, 2021, pag. 145
- FAMA E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *The Journal of Finance*, 1970, pag. 383
- FERRARINI G., *I nuovi confini del valore mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1989, pag. 753
- FERRO-LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, pag. 44
- FERRO-LUZZI P., *L'impresa*, in AA.VV., *L'impresa*, Milano, 1985, pag. 19

- FOUQUAU J., SPIESER P.K., *Statistical evidence about LIBOR manipulation: A "Sherlock Holmes" investigation*, in *Journal of Banking & Finance*, vol. 50, 2015, pag. 632
- FRANCESCHELLI R., *Mercato in senso giuridico*, in *Giur. comm.*, I, 1979, pag. 504
- FRANCESCHELLI R., *Trattato di diritto industriale*, I, Milano, 1961, pag. 396
- GABRIELLI E., LENER R., *Mercati, strumenti finanziari e contratti d'investimento dopo la MIFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei Contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, t. 1, Torino, 2011
- GAETA M.M., *La gestione individuale dei portafogli di investimento. La discrezionalità del gestore e l'autorizzazione del cliente*, in *Giur. it.*, 2001, pag. 2331
- GAFFURI L., *La funzione del benchmark nella gestione su base individuale di portafogli*, in *IlSocietario.it*, marzo 2017
- GAGGERO P., *I contratti di gestione patrimoniale (a proposito di un libro di Carlo Lombardini)*, in *Contr. impr.*, 2001, pag. 679
- GALGANO F., *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. impr.*, 2005, pag. 892
- GALGANO F., sub Artt. 11-35. *Delle persone giuridiche*, in *Commentario al cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1969, pag. 211
- GENTILI A., *La «nullità di protezione»*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, I, pag. 127
- GHETTI R., *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, Milano, 2022
- GIAMPICCOLO G., *Il contenuto atipico del testamento*, Milano, 1954
- GIANNINI M.S., *Istituzioni di diritto amministrativo*, Torino, 1946, pag. 45
- GIANNINI M.S., *Il potere discrezionale della pubblica amministrazione: concetto e problemi*, Milano, 1939
- GINEVRA E., *Nullità post-conversione di delibera di emissione di obbligazioni bancarie convertibili?*, in *Giur. comm.*, 2003, II, pag. 274
- GIOIA G., *Nuove nullità relative a tutela del contraente debole*, in *Contr. e impr.*, 1999, pag. 1332
- GIORGIANNI, M., *L'inadempimento. Corso di diritto civile*, Milano, 1975
- GIROLAMI M., *Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali. Per una teoria della moderna nullità relativa*, Padova, 2008 pag. 441
- GIUDICI P., *Contratti per consulenza e gestione di portafogli. Servizi accessori. Offerta fuori sede. Rimedi*, in *Trattato dei Contratti*, a cura di V. Roppo, V, Mercati regolati, Milano, 2014

- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008
- GIUSSANI, A., *Azioni collettive, danni punitivi e deterrenza dell'illecito*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, a cura di M. Maugeri e A. Zoppini, Bologna, 2009, pag. 111
- GRIECO P., *Mancata informazione sul rischio dell'investimento: responsabilità contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *Resp. civ. prev.*, 2017, pag. 1273
- GUASTINI R., *Norma giuridica (tipi e classificazioni)*, in *Dig. disc. civ.*, XII, Torino, 1995, pag. 158
- HARTMANN G., *Die Obligation: Untersuchungen über ihren Zweck und Bau*, Erlangen, 1875
- HAWLEY J., WILLIAMS A., *Universal Owners: Challenges and Opportunities* (2007) 15 *Corporate Governance: An International Review* 415
- HOUBEN M.S., *Gestione di portafogli di investimento e dovere di diversificazione: violazioni degli obblighi di comportamento degli intermediari e onere probatorio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, pag. 169
- IAMICELI P., *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003
- IMBRUGLIA D., *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017
- IRTI N., *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016
- KJØRVEN M.E., *Closet Index Funds and Retail Investor Protection – A Scandinavian Perspective*, in *Tilburg Law Review*, 2019, 24(1)
- KRAAKMAN R.H., *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1986, pag. 56
- LABANCA A., *Rassegna dei provvedimenti in materia creditizia nel biennio 1987-88*, in *Banca impr. soc.*, 1989, pag. 324
- LABRIOLA A., *Il capitalismo. Lineamenti storici*, Torino, 1910
- LENER R., *Strumenti finanziari e servizi d'investimento. Profili generali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, pag. 326
- LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996
- LENER A., voce *Potere (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXXIV, Milano, 1985, pag. 630
- LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni, commento agli art. 3 e 5 della legge n. 77/83*, in *Nuove leggi civ.*, 1984, pag. 398
- LENER A., *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, V, 1982, V, pag. 141
- LIBERTINI M., *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in *I Contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e A. Zoppini, I, Bologna, 2012, pag. 33

- LIBERTINI M., *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, pag. 345
- LIPARI N., *Il diritto civile tra legge e giudizio*, Milano, 2017
- LOBUONO M., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999
- LOMBARDINI C., *Droit et pratique de le gestion, de fortune*<sup>3</sup>, Basilea, 2003
- LUCANTONI P., *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente; l'impatto del recepimento della direttiva Mifid*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, pag. 76
- LUMINOSO A., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, pag. 759
- LUMINOSO A., *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1984
- MAFFEIS D., *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, pag. 67
- MAGGIOLO M., *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 2012
- MAGNO D., *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei Contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, t. 1, Torino, 2011
- MALKIEL B.G., *A Random Walk Down Wall Street*, New York, 1973.
- MALVAGNA U., *La prova di adempimento o inadempimento nell'azione sociale di responsabilità*, in *Il regime probatorio nel giudizio sulla responsabilità da inadempimento*, Milano, 2022
- MALVAGNA U., *Clausola di «riaddebito» e servizi di pagamento. Una ricerca sul rischio d'impresa*, Milano, 2018
- MALVAGNA U., *Obblighi di consulenza, assistenza, astensione*, in *La trasparenza bancaria venticinque anni dopo. Atti dei seminari molisani del 27 settembre 2017 e 13 aprile 2018*, a cura di A. Barenghi, Napoli, 2018
- MALVAGNA U., *Nullità di protezione e nullità «selettive». A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, pag. 828
- MANTOVANI M., *La nullità e il contratto nullo*, in *Tratt. dir. priv.* diretto da V. Roppo, *Rimedi*, I, (a cura di) A. Gentili, Milano, 2006
- MARCACCI A., *European Regulatory Private Law Going Global? The Case of Product Governance*, in *European Business Organization Law Review*, 2017, pag. 305
- MARKOWITZ H.M., *Portfolio Selection*, in *The Journal of Finance*, March 1952



- MARKOWITZ H.M. *Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments*, New York, 1952
- MARTINA G., *Fondi pensione chiusi, e gestione dei rischi*, Milano, 2008
- MASTROPAOLO E.M., *I servizi di investimento e gli intermediari professionali. Gestione del rischio e responsabilità. L'esperienza francese ed italiana a confronto*, Milano, 2003
- MENCHINI S., *Il processo litisconsortile: struttura e poteri delle parti*, 1993.
- MENGGONI L., voce *Responsabilità contrattuale* (dir. vig.), in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988
- MENGGONI L., *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» (Studio critico)*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, pag. 185
- MINERVINI G., *Gestioni di portafogli di investimento con preventivo assenso*, in *Giur. comm.*, 2001, II, pag. 68
- MINERVINI G., *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. Vassalli, VIII-1, Torino, 1954
- MINNECI U., *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Milano, 2013
- MINNECI U., *Il contratto di gestione di portafoglio: tra identità del «tipo» e accertamento della mala gestio*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, pag. 1369
- MIOLA M., sub *Art. 24*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, I, pag. 214
- MIOLA M., *Il risparmio assicurativo*, Napoli, 1988
- MODICA L., *Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al nuovo formalismo*, Milano, 2008
- MOROZZO DELLA ROCCA P., *Appunti sulla responsabilità dell'intermediario nel rapporto di gestione personalizzata di portafogli*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, pag. 881
- NATOLI R., *Il contratto adeguato. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012
- NICITA, A., *Deterrenza, sanzioni e mercato. Una riflessione economica*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, a cura di M. Maugeri e A. Zoppini, Bologna, 2009, pag. 27
- NICOLUSSI A., *Sezioni sempre più unite contro la distinzione fra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi. La responsabilità del medico*, in *Danno e Resp.*, 2008, pag. 871
- NIGRO A., *Le scritture contabili*, in *Trattato di dir. comm. e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, II, Padova, 1978, pag. 213
- NUZZO A., *I contratti di gestione: inquadramento ed effetti delle diverse fattispecie*, in *Quaderni Ce.r.a.d.i.*, Roma, 1986.
- OSTI G., *Scritti giuridici*, I, Milano, 1973

- OSTI G., *Revisione critica sulla teoria dell'impossibilità della prestazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1918, pag. 209
- PAGLIANTINI, S., *Spigolando a margine di Cass. 26242 e 26243/2014: le nullità tra sanzione e protezione nel prisma delle prime precomprensioni interpretative*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2015, II, pag. 185
- PAGLIANTINI S., *L'equilibrio soggettivo dello scambio (e l'integrazione) tra Corte di giustizia, Corte costituzionale ed Abf: «il mondo di ieri» o un trompe l'oeil concettuale?*, in *Contratti*, 2014, pag. 853
- PAGLIANTINI S., *Neoformalismo*, in *Enc. dir.*, Annali, IV, Milano, 2011, pag. 722
- PAGNONI E., PIATTI L., *Gestione di patrimoni e tutela degli investitori*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 19, Roma, 1997, pag. 11
- PANUCCIO V., *Obbligazioni generiche e scelta del creditore*, Milano, 1972
- PATRONI GRIFFI, U., *Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, pag. 60
- PATTI S., *Famiglia e responsabilità civile*, Milano, 1984
- PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020
- PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, pag. 5
- PERRONE A., *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, pag. 31
- PICARDI L., *Obblighi di informazione, responsabilità dell'intermediario e danno risarcibile nella gestione di portafogli*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, pag. 637
- PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004
- PIRAINO F., *Causalità e responsabilità contrattuale (tenzone tra un giudice e un professore)*, in *Foro it.*, 2022, V, pag. 262
- PIRAINO F., *Travisamenti pretori in tema di esonero dalla responsabilità contrattuale tra causalità e vicinanza della prova*, in *Foro. it.*, 2020, VI, pag. 2000
- PIRAINO F., *Adempimento e responsabilità contrattuale*, Napoli, 2011
- POMANTE U., *La teoria della selezione del portafoglio di Markowitz*, in *Economia del mercato mobiliare*<sup>7</sup>, a cura di P.L. Fabrizio, Milano, 2021, pag. 374
- PORTALE G.B., DOLMETTA A.A., *Divieto di accettare azioni o quote proprie in garanzia e casse di risparmio "riformate"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1989, I, pag. 706

BIBLIOGRAFIA

- PORTOLANO A., sub *Art. 24*, in *Comm. T.u.f.*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012
- PUGLIATTI S., *Rilevanza del rapporto interno nella rappresentanza indiretta*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, pag. 483
- PUGLIATTI S., *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, Milano, 1935
- PUTORTÌ V., *Morte del disponente e autonomia negoziale*, Milano, 2001
- RAPP R.N., *Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers*, in *Ohio Northern University Law Review*, 1998, pag. 189
- RESTUCCIA R., *Profili del contratto di gestione patrimoniale individuale*, Milano, 2009
- RIGHINI E., *La gestione “finanziaria” del patrimonio dei fondi chiusi*, Milano, 2006
- RIMINI E., *Le regole di condotta*, in *Il Testo Unico della Finanza. I, Prodotti e intermediari*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna-Roma, 2020
- ROBERSTON A., *Passive in name only: delegated management and “Index” investing*, in *Yale L. Journ.*, 2019, pag. 7
- RODOTÀ S., *Il tempo delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1987, pag. 732
- RODOTÀ S., *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969
- RODOTÀ S., voce *Diligenza (Diritto civile)*, in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964
- ROPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l’ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, pag. 901
- ROSSI M., *Benchmark e responsabilità dell’intermediario nella gestione del portafoglio*, in *Giur. comm.*, 2017, II, pag. 945
- SAITA F., *Il Capital Asset Pricing Model*, in *Economia del mercato mobiliare*<sup>7</sup>, a cura di P.L. Fabrizio, Milano, 2021
- SALAMONE, L., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, pag. 290
- SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*<sup>3</sup>, Milano, 2000
- SALVATORE M., *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004
- SANGIOVANNI V., *Il contratto di gestione di portafoglio*, in *Contr.*, 2013, pag. 499
- SANGIOVANNI V., *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e «nullità sopravvenuta»*, nota a Trib. Parma, 3 aprile 2008, n. 554, in *Contr.*, 2008, pag. 653
- SANTAGATA C., sub *Art. 1711 c.c.*, in *Mandato. Obbligazioni del mandatario. Obbligazioni del mandante. Art. 1710-1721*, in *Comm. al Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1998, pag. 99

- SANTINI G., *Commercio e servizi. Due saggi di economia del diritto*, Bologna, 1988
- SARTORI F., *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. 3 al n. 1/2022, pag. 2
- SARTORI F., *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2017, pag. 131
- SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004
- SCHLESINGER P., *Riflessioni sulla prestazione dovuta nel rapporto obbligatorio*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, pag. 1280
- SCIARRONE ALIBRANDI A., *La certezza del diritto dell'economia tra attività del regolare e attività del giudicare*, in *Anal. giur. econ.*, 2018, pag. 284
- SCIARRONE ALIBRANDI A., FRIGENI C., *Managing Conduct Risk: From Rules to Culture*, in *Governance of Financial Institutions*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, G. van Solinge, Oxford, 2019
- SCIARRONE ALIBRANDI A., MALVAGNA U., *Misselling in Self-placement and Bank Resolution under BRRD2*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020, pag. 522
- SCOCA G.F., *La discrezionalità nel pensiero di Giannini e nella dottrina successiva*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2000, pag. 1045
- SCOCA G.F., *La teoria del provvedimento dalla sua formulazione alla legge sul procedimento*, in *Dir. amm.*, 1995, I, pag. 34
- SCOCA G.F., *Contributo sul tema della fattispecie precettiva*, Perugia, 1979
- SCOCA G.F., FOLLIERI E., *L'attività amministrativa e la sua disciplina*, in *Diritto amministrativo*<sup>7</sup>, a cura di F.G. Scoca, Torino, 2021
- SCOGNAMIGLIO C., *Contratti monofirma nel settore della prestazione dei servizi di investimento e scopo di protezione del requisito di forma*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, I, pag. 747
- SEMEGHINI D., *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010
- SEMEGHINI D., *Business Judgment Rule (diritto statunitense)*, in *Dig. Disc. Priv. Sez. comm.*, 7° agg., Torino, 2015, pag. 31
- SEMERARO M., *A proposito di Cass., 23 maggio 2017, n. 12937: «ufficio di diritto privato» e procedimento nelle negoziazioni in strumenti finanziari*, in *Liber Amicorum Aldo A. Dolmetta*, a cura di E. Ginevra, R. Lattanzi, U. Malvagna, U. Minneci, G. Mucciarone, A. Sciarrone Alibrandi, Pisa, 2023, pag. 401
- SENSOY B.A., *Performance Evaluation and Self-Designated Benchmark Indexes in the Mutual Fund Industry*, in *J. Fin. Econ.*, (92) 2009

- SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000
- SESTA M., *I contratti relativi alla gestione di portafogli*, in *I singoli contratti. Applicazioni pratiche e disciplina specifica*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visentini, Padova, II, 2009
- SHARPE W.F., *Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, in *The Journal of Finance*, Volume 19, Issue 3, September 1964, pag. 425
- SICCHIERO G., *Dalle obbligazioni “di mezzi e di risultato” alle “obbligazioni governabili o non governabili”*, in *Contr. e impr.*, 2016, pag. 1391
- SPOLAORE G., *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, pag. 1138
- THEVENOZ L., *Aspects juridiques de la gestion de fortune*, Berne, 1999
- TRAVAGLINO G., *Nessi di causa e prova presuntiva*, in *Il ragionamento presuntivo. Presupposti, struttura, sindacabilità*, a cura di S. Patti e R. Poli, Torino, 2022
- TRIMARCHI P., *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2014
- TRIMARCHI V.M., *Esecutore testamentario (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XV, Milano, 1966
- TUCCI A., *La rilevanza negoziale del benchmark nella gestione di portafogli*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2018, pag. 445
- VACCARI, S., *Il Consiglio di Stato e la “riduzione progressiva della discrezionalità”. Verso un giudicato “a spettanza stabilizzata”?*, in *Dir. Proc. Amm.*, 2019, pag. 1171
- VERSTEIN, A., *Benchmark manipulation*, in *Boston College Law Review*, vol. 56, 2015, pag. 215
- VISENTINI G., *Aspetti giuridici del rapporto fiduciario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1985, I, pag. 86
- VOLPE-PUTZOLU G., *Gli enti di gestione fiduciaria*, in *Quaderni del Cirsa*, n. 8, Milano, 1981
- VON GIERKE O., *Sulla storia del principio di maggioranza*, in *Riv. soc.*, 1961, pag. 1118
- WEIGMANN R., *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974
- WILLIAMSON O.E., *Transaction-cost economics: The governance of contractual relations*, in *Journal of Law and Economics*, 1979, pag. 233
- ZITIELLO L., *Le nuove modalità di esercizio dell'attività di gestione patrimoniale personalizzata*, in *Soc.*, 1995, pag. 476



## COLLANA DELLA FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

### UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO

1. *Il GEIE «italiano» tra impresa e società* - ALESSIO BARTOLACELLI (2014)
2. *Sovranità e autonomia finanziaria negli ordinamenti composti. La norma costituzionale come limite e garanzia per le dimensioni della spesa pubblica territoriale* - FLAVIO GUELLA (2014)
3. *La dimensione proprietaria delle indicazioni geografiche. Uno studio di diritto comparato* - MATTEO FERRARI (2015)
4. *La legge della scienza: nuovi paradigmi di disciplina dell'attività medico-scientifica. Uno studio comparato in materia di procreazione medicalmente assistita* - SIMONE PENASA (2015)
5. *Diritto e teologia alle soglie dell'età moderna. Il problema della potentia Dei absoluta in Giordano Bruno. Prefazione di Diego Quaglioni* - MASSIMILIANO TRAVERSINO (2015)
6. *La successione a titolo particolare nel diritto controverso* - PAOLA WIDMANN (2015)
7. *Contributo allo studio del filtro in appello* - SILVANA DALLA BONTÀ (2015)
8. *«BONUS IUDEX». Saggi sulla tutela della giustizia tra Medioevo e prima età moderna* - CECILIA NATALINI (2016)
9. *BANNITI NOSTRI TEMPORIS. Studi su bando e consuetudine nel diritto comune* - CHRISTIAN ZENDRI (2016)

10. *L'elemento normativo nella fattispecie penale. Questioni sistematiche e costituzionali* - SERGIO BONINI (2016)

11. *L'omicidio stradale. Scelte di politica criminale e frammentazione del sistema* - ANTONIA MENGHINI (2016)

12. *L'abbandono mero degli immobili* - CARLO BONA (2017)

13. *Il decreto legislativo di attuazione statutaria nelle Regioni ad autonomia speciale* - MATTEO COSULICH (2017)

14. *Una giustizia più riparativa. Mediazione e riparazione in materia penale* - ELENA MATTEVI (2017)

15. *Il femminicidio come fattispecie penale. Storia, comparazione, prospettive* - EMANUELE CORN (2017)

16. *L'illecito dell'amministrazione. Questioni attuali e spunti ricostruttivi alla luce dell'indagine comparata* - SILVIA PELLIZZARI (2017)

17. *Contrasto al lavoro infantile e decent work* - MATTEO BORZAGA (2018)

18. *Retroattività e diritti reali* - CARLO BONA (2018)

19. *Fallimento e arbitrato rituale. Profili di interrelazione e autonomia tra i due procedimenti* - LAURA BACCAGLINI (2018)

20. *La funzione simbolica nel diritto penale del bene giuridico* - SERGIO BONINI (2018)

21. *La «giustizia» del beneficio. Fra responsabilità civile e welfare del danneggiato* - UMBERTO IZZO (2018)

22. *Genetica e Costituzione. Esercizi di eguaglianza, solidarietà e responsabilità* - MARTA TOMASI (2019)



23. *L'analisi economica del diritto penale dalla teoria alla pratica. Il livello di efficienza delle opzioni normative in tema di tossicodipendenza e criminalità correlata* - FRANCESCA PESCE (2019)
24. *Interdetti 'de locis publicis' ed emersione della categoria delle res in usu pubblico* - ALVISE SCHIAVON (2019)
25. *Vestire a modo altrui. Dal sumptus medioevale al luxus d'età moderna tra diritto e morale* - CECILIA NATALINI (2020)
26. *La transazione amministrativa* - ANTONIO CASSATELLA (2020)
27. *Il sistema penale della navigazione. Contributo allo studio del diritto penale marittimo* - STEFANIA ROSSI (2020)
28. *Federalismo e immigrazione. Un'indagine comparata* - DAVIDE STRAZZARI (2020)
29. *Prudenza, dovere di conoscenza e colpa penale. Proposta per un metodo di giudizio* - ANDREA PERIN (2020)
30. *Il giudizio di querela di falso: natura ed oggetto* - PAOLA WIDMANN (2020)
31. *Vigilanza bancaria e integrazione europea. Profili di diritto amministrativo* - ANDREA MAGLIARI (2020)
32. *Giustizia divina, diritti umani. Il conflitto tra diritti umani e diritti religiosi nell'Europa multiculturale* - FRANCESCA OLIOSI (2020)
33. *Il regime giuridico dei dati della ricerca scientifica* - PAOLO GUARDA (2021)
34. *La postergazione legale dei crediti. L'incentivazione delle condotte finanziarie virtuose di fronte alla crisi* - DANILO GALLETTI (2021)

35. *I paradigmi giuridici della pianificazione per lo sviluppo. Un'indagine di diritto comparato dell'economia* - GIANMATTEO SABATINO (2022)

36. *Studi sul diritto pubblico nell'età della Riforma* - LUCIA BIANCHIN (2022)

37. *(In)visibile bodies: disability, sexuality and fundamental rights* - CARLA MARIA REALE (2022)

38. *L'abuso d'ufficio. Una questione aperta. Evoluzione e prospettive di una fattispecie discussa* - ELENA MATTEVI (2022)

39. *Carcere e Costituzione. Garanzie, principio rieducativo e tutela dei diritti dei detenuti* - ANTONIA MENGHINI (2022)

40. *Diritto internazionale e migrazioni irregolari via mare nell'esperienza italiana* - FRANCESCA MUSSI (2023)

41. *L'indicizzazione del regolamento contrattuale* - FEDERICO PISTELLI (2023)

42. *L'informazione pubblicitaria nella regolamentazione giuridica dei mercati* - ANTONIO PAOLO SEMINARA (2023)

43. *Benchmark e gestione di portafoglio: tra «mezzi» e «risultato»* - UGO MALVAGNA (2023)