

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

LUGLIO / SETTEMBRE

2024

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA  
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO  
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI  
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA  
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO  
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,  
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,  
GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**Rivista**  
di Diritto Bancario | dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Organizzazione dell'impresa d'investimento e giudizio di inadempimento nel servizio di gestione di portafogli**

**SOMMARIO.** – 1. L'orientamento dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie in materia di responsabilità del gestore di portafogli su base individuale. – 2. Profili di interesse dell'orientamento del Collegio. – 3. Discrezionalità del gestore di portafogli e «*business judgment rule*». – 4. Preadempimento e organizzazione nelle obbligazioni di mezzi «d'impresa». Riflessi sul giudizio di responsabilità. – 5. Rapporto tra gli strumenti di *enforcement*.

### *1. L'orientamento dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie in materia di responsabilità del gestore di portafogli su base individuale*

Un piccolo gruppo di decisioni dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie<sup>1</sup> fornisce alcuni interessanti spunti in merito al rapporto che – nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento – si instaura tra regole di organizzazione dell'impresa e giudizio di responsabilità, con particolare riferimento alla negligenza nell'adempimento dell'obbligazione gestoria nell'ambito del servizio di *portfolio management*.

Dunque, nelle fattispecie decise dall'Arbitro si discorre di un servizio di gestione di portafogli dove, a seguito di perdite maturate sul portafoglio, l'investitore attivava il procedimento paracontenzioso presso l'ACF e chiedeva il risarcimento del danno conseguente alle dette perdite, allegando una serie di violazioni relative al “merito” della condotta gestoria posta in essere dal prestatore del servizio di investimento.

Messo di fronte a questa fattispecie, tutto sommato ordinaria, il Collegio imposta una sequenza argomentativa che ha sostanzialmente tre nodi di sviluppo.

Il primo si riconnette al tratto della discrezionalità, che è tipico della gestione di portafogli (cfr. infatti la stringa definitoria del servizio contenuta nell'art. 1, co. 5-*quinquies*, t.u.f., ai sensi del quale «per “gestione di portafogli” si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più

---

<sup>1</sup> Decisioni no. 1390/2019, no. 1545/2019, no. 401/2018.

strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti»). In particolare, si osserva che, se la discrezionalità è connaturata alle prestazioni di *facere* gestorio, nella gestione di portafogli essa «*colora in termini più intensi, conseguendone, allora, 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*».

Conseguentemente, si afferma, «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 inquadrate e inserite in un ordinato processo interno di valutazione, anche di tipo istruttorio». Si osserva, al riguardo, che tale modulo di ragionamento esprime il tentativo piuttosto evidente – il lessico usato, del resto, è chiaramente evocativo – di applicare la c.d. *business judgement rule* alla prestazione gestoria nell'ambito del servizio di *portfolio management*.

Si tratta, in sostanza, dell'idea secondo cui nell'ambito della gestione individuale del risparmio (ma, a ben vedere, non vi sono motivi per ritenere che lo stesso standard non si debba parimenti applicare alla gestione collettiva), si applichi quello stesso standard di valutazione dell'esatto adempimento della prestazione gestoria dal punto di vista della diligenza, che si usa per gli amministratori delle società quantomeno delle società di capitali.

Il secondo punto dell'*iter* dell'Arbitro si riconnette alla considerazione che, nel contesto in esame, la valutazione dell'esistenza o meno di un processo istruttorio e valutativo adeguato si rapporta ai contenuti dell'articolo 21, co. 1, lett. d) t.u.f., che obbliga le imprese di investimento a «disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività». È implicito in tale conclusione l'assunto della comune funzionalizzazione degli obblighi negoziali propri della gestione di portafogli, da un lato, e di quelli organizzativi alla cura del migliore interesse del cliente, dall'altro.

In altri termini, se il *portfolio manager* deve orientare la propria attività gestoria al perseguimento del miglior interesse del gerito (*ex art. 21 t.u.f. e, comunque, art. 1710 c.c.*), dovendo altresì dotarsi di una organizzazione idonea ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi, allora una *organizzazione "adeguata" è strumentale all'esatto adempimento della prestazione gestoria*: esatto adempimento inteso come *effettiva* funzionalizzazione dell'attività al diligente perseguimento del miglior interesse dell'investitore<sup>2</sup>.

Il terzo e conclusivo passaggio consiste nella fissazione di un automatismo tra la difettosa organizzazione – come accertata dall'Autorità nel momento dell'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria, ai sensi dell'art. 195 t.u.f., in ragione di una riscontrata violazione dell'art. 21, co. 1, lett. d) t.u.f. – e la prova dell'inesatto adempimento della prestazione gestoria. In particolare, il Collegio intende «le risultanze del provvedimento [accertativo del difetto organizzativo e irrogativo della sanzione] quale prova del deficit di diligenza dell'intermediario nella prestazione del servizio».

## 2. Profili di interesse dell'orientamento del Collegio

Quanto precede consente di svolgere alcune considerazioni sull'approccio che viene adottato dall'ACF sul rapporto che si instaura tra regole di organizzazione e giudizio di responsabilità nell'ambito dei contratti mediante i quali una data impresa offre al mercato un dato

---

<sup>2</sup> In questa prospettiva, vale ad avviso del Collegio il rilievo per cui «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» [...] 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 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».

prodotto; impresa che qui è quella d'investimento ma, di per sé, potrebbe essere operante in qualsiasi altro settore, attingendo il problema a una dinamica strutturale di fondo del diritto dell'impresa.

Fermate le notazioni che precedono, intendo concentrare la mia attenzione su seguenti temi.

Anzitutto, vorrei spendere qualche considerazione sulla correttezza dal punto di vista tecnico-dogmatico della qualificazione del giudizio di responsabilità del gestore di portafogli come connotato dall'applicazione della «*business judgment rule*» ossia, secondo una locuzione che – a torto o a ragione – ha nella comune percezione assunto il ruolo di variante lessicale italiana della *bjr*, da un criterio di «insindacabilità nel merito gestorio» (*infra*, n. 3).

Quindi, vorrei provare a inquadrare in termini più circostanziati, in punto di teoria del rapporto obbligatorio, il rapporto tra organizzazione d'impresa, adempimento delle obbligazioni di mezzi e relativo giudizio di responsabilità (*infra*, n. 4).

Infine, vorrei svolgere alcune considerazioni sullo stato attuale del rapporto che, in relazione alle violazioni del tipo considerato (ossia, violazioni d'impresa che rifluiscono sui singoli contratti come fatti di inadempimento), sussiste tra i diversi strumenti di *enforcement* che la normativa di settore predispone. Più precisamente, mi interessa evidenziare qual è il rapporto che si instaura tra, *da un lato*, l'adozione di una misura sanzionatoria dell'autorità amministrativa che – in un dato momento – censura talune modalità di organizzazione dell'impresa e, *dall'altro*, i giudizi relativi ai rapporti con la clientela il cui *thema decidendum* è costituito dall'inesatto adempimento dell'intermediario ai propri obblighi nei rapporti relativi a quei servizi che sono interessati dalla sanzione, cioè che sono stati erogati “mediante l'organizzazione” che è stata accertata come difettosa dalla Consob nel momento in cui l'impresa è stata resa destinataria della sanzione amministrativa (*infra*, n. 5).

### 3. Discrezionalità del gestore di portafogli e «*business judgment rule*»

Venendo subito al tema dell'applicazione della *business judgment rule* al servizio di *portfolio management*, va anzitutto segnalato che, nella sua concezione più adeguata e coerente col contesto normativo nazionale interno (dove l'articolo 2392 c.c. non fa riferimento ad alcuna

insindacabilità nel merito delle scelte gestorie, assoggettando invece la valutazione giudiziale delle decisioni manageriali alla «diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze»). In considerazione di quanto precede, la *business judgment rule* va correttamente intesa come composta di un duplice momento.

Da un lato, essa è, sul piano generale, indicativa della necessità che il giudice si collochi al momento del giudizio in una logica «*ex ante*», e pertanto valorizzi l'incertezza della situazione di fatto in cui ogni organo amministrativo assume le decisioni gestorie.

Dall'altro e con specifico riferimento alle decisioni a contenuto strategico, ossia quelle di definizione della “politica imprenditoriale” della società, la *business judgment rule* va intesa come attribuzione agli amministratori di una area di apprezzamento discrezionale loro riservata, intesa a fissare un dato punto di equilibrio tra i diversi interessi che vengono in gioco nel momento dell'assunzione di decisioni manageriali “di vertice”, le quali – com'è stato autorevolmente osservato<sup>3</sup> – possono «implicare una scelta e selezione fra gli interessi che nell'impresa rilevano e contribuiscono alla sua funzione produttiva, si potrebbe dire alla sua efficienza»: dove gli interessi rilevanti sono, essenzialmente, i diversi interessi «di investimento» degli azionisti (per sovra semplificare, misura della propensione al rischio e ampiezza dell'orizzonte temporale di valutazione dell'investimento), interessi diversi che rispondono a diversi «interessi di impiego del capitale di rischio».

Senonché, è evidente che, se a questo livello gerarchico della decisione manageriale sussiste una discrezionalità in senso proprio (intesa nel senso di attribuzione del potere di fissare un dato momento di equilibrio tra diversi interessi la cui cura è attribuita al titolare della funzione), progredendo verso decisioni a contenuto meno generale però questa discrezionalità si assottiglia sempre più e muta in un apprezzamento di natura tecnica. In altri termini, se una discrezionalità degli amministratori esiste – discrezionalità da cui consegue un ambito di “insindacabilità” del suo esercizio –, essa esiste solo sul piano generale della definizione delle politiche imprenditoriali della società. Diversamente, in relazione alle molteplici decisioni che attuano quelle

---

<sup>3</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, 2012, 409.

(decisioni) a contenuto strategico, il margine di apprezzamento rimesso agli amministratori non si può correttamente intendere in termini di “vera” discrezionalità, giacché esso corrisponde a una discrezionalità impropria ossia di tipo tecnico: diventa, cioè, scelta dei mezzi più idonei al raggiungimento di un determinato scopo, di tal che essa non può implicare la sottrazione al giudice del potere di sindacare la scelta in concreto effettuata.

Se questa ricostruzione è corretta, il tentativo di trasposizione alla gestione patrimoniale di questo ragionamento – ossia, quello per cui altro è dire che gli amministratori possono fissare un punto di equilibrio tra diversi interessi di natura generale dei soci, e altro è dire che una volta definito questo punto di equilibrio l’esecuzione sul piano delle singole operazioni non si sottrae a un vaglio pieno di conformità dell’agire dei gestori al parametro della diligenza – non può che condurre alla conclusione per cui la struttura del rapporto giuridico che intercorre tra l’intermediario e il suo cliente non esprime alcun tratto di discrezionalità. In effetti, nella gestione di portafogli l’intermediario è chiamato ad attuare i contenuti nel mandato, che definiscono la «linea di gestione» (ossia le caratteristiche contenutistiche della gestione e il grado di rischio ricercato) divisata dalle parti nella documentazione contrattuale; né la normativa in materia di servizi di investimento consentirebbe l’attribuzione all’intermediario di un mandato “in bianco”<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Cfr. l’art. 47, par. 3, del Reg. Del. UE 575/2017: «Quando si propongono per servizi di gestione del portafoglio ad un cliente o potenziale cliente, le imprese di investimento forniscono al cliente, in aggiunta alle informazioni di cui al paragrafo 1, le informazioni seguenti, laddove pertinenti: a) informazioni sul metodo e sulla frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente; b) i dettagli di eventuali deleghe della gestione discrezionale della totalità o di una parte degli strumenti finanziari o dei fondi contenuti nel portafoglio del cliente; c) la descrizione di qualsiasi parametro di riferimento al quale sarà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente; d) 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; e) gli obiettivi di gestione, il livello di rischio entro il quale il gestore può esercitare discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità»; cfr. anche l’art. 38, par. 1, del Regolamento Consob n. 20307/2018 (Regolamento Intermediari): «In aggiunta a quanto stabilito dall’articolo 37, il contratto con i clienti al dettaglio relativo alla gestione di portafogli: a) indica 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

In questo contesto, la scelta delle singole operazioni di investimento da parte dell'intermediario non esprime alcuna discrezionalità in senso proprio (nei termini dianzi descritti, e con le conseguenze che ne derivano in punto di sottrazione delle scelte operate al vaglio giudiziale), bensì si riconduce e riduce alla scelta del mezzo più adeguato al perseguimento di un fine predeterminato (ossia, realizzare la «linea di gestione» prescelta dal cliente), somministrando così una fattispecie che è di per sé pienamente sussumibile nella nozione di obbligazione di mezzi.

#### 4. *Preadempimento e organizzazione nelle obbligazioni di mezzi «d'impresa». Riflessi sul giudizio di responsabilità*

Le conclusioni che precedono non intendono però contraddire l'intuizione fondamentale che sta alla base del ragionamento sviluppato dall'ACF, in precedenza riassunto, e che consiste nella volontà di valorizzare, sul piano del giudizio di responsabilità del gestore, l'intima connessione che nella fattispecie corrente sussiste tra la (organizzazione della) impresa e il contratto o, per essere più precisi, l'adempimento della prestazione caratteristica dell'impresa stessa (ossia quella che realizza l'offerta al mercato di un proprio prodotto/servizio).

In questa prospettiva, può osservarsi che l'obbligazione di *facere* gestorio, che nell'ambito del servizio di gestione di portafogli fa capo all'impresa di investimento, 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 all'area delle prestazioni derivanti dal contratto d'opera, in specie intellettuale

---

eventuali limiti; b) 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; c) indica se il portafoglio del cliente può essere caratterizzato da effetto leva; d) fornisce la descrizione del parametro di riferimento, ove significativo, al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente; e) indica se l'intermediario delega a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando i dettagli della delega; f) indica il metodo e la frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente».

(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<sup>5</sup>.

Se dunque l'impresa opera per sua natura, anche là dove si trova a eseguire una prestazione “di mezzi” (e quindi parzialmente “indeterminata”), 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, allora deve concludersi che le decisioni di investimento nei singoli casi sono in realtà fortemente condizionate dal momento organizzativo precedente<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Vengono cioè in rilievo i dati dell'oggettivazione organizzativa e della standardizzazione operativa che qualificano l'impresa come organismo produttivo. Tali connotati danno corpo alla nozione giuridica e allo statuto dell'imprenditore (l'organizzazione dell'attività *ex art. 2082 c.c.*), e 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. Sul punto, cfr. almeno A. NIGRO, *Le scritture contabili*, in *Trattato di dir. comm. e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, II, Padova, 1978, 213. P. FERRO-LUZZI, *L'impresa*, in AA.VV., *L'impresa*, Milano, 1985, 19 ss.; C. ANGELICI, *La contrattazione d'impresa*, *ibidem*, 185 ss.; ART. DALMARTELLO, voce *Contratti d'impresa*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, IX, Roma, 1988; 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, 33.

<sup>6</sup> Quanto precede riguarda l'intero arco di condotte in cui si esprime l'esecuzione della prestazione gestoria: a partire dalla definizione del «portafoglio modello» in sede di avvio del rapporto, alla definizione delle situazioni al ricorrere delle quali è richiesto un ribilanciamento del portafoglio o comunque una diversa composizione dello stesso, oppure – ancora – alla fissazione di indicatori o parametri che impongono una liquidazione parziale o totale del portafoglio.

Si manifesta così una differenza di fondo tra la prestazione in discorso e le obbligazioni di mezzi più comunemente studiate dalla dottrina civilistica (così, ancora il medico o il progettista), dove – pur esistendo, nell’ambito professionale di riferimento, protocolli e linee guida indicative – si dà una chiara prevalenza del momento tecnico-esecutivo (per così dire, l’“arte” del singolo professionista) che si esprime nella singolarità del singolo adempimento.

Se ciò è corretto, allora dovrà dirsi che in tale prestazione si assiste – in ragione della dinamica organizzativa strutturalmente propria dell’impresa – a una preminenza della fase di preadempimento, intesa come momento di predeterminazione delle future modalità esecutive di ciascuna singola prestazione gestoria. Questa prende corpo, tra le altre cose e a titolo d’esempio, nell’identificazione dei procedimenti di analisi dei mercati che possono portare alle decisioni di investimento, nella istituzione dei comitati interni chiamati a decidere sulla costruzione dei «portafogli-modello» (ossia della formazione dell’*asset allocation* e dello *stock picking*), nella procedimentalizzazione del loro operare e del loro deliberare. Il tutto, al fine di garantire un operare dell’impresa che sia omogeneo nei diversi rapporti che intrattiene, in coerenza con la naturale standardizzazione del suo agire<sup>7</sup>.

Inquadrata la fattispecie in questi termini, si deve allora aderire ai contenuti delle decisioni dell’Arbitro sopra considerate, in particolare là dove si afferma che il momento organizzativo dell’impresa assume rilevanza esterna: nel senso che esso diventa *thema probandum* del giudizio sull’esattezza dell’adempimento, materia di analisi e valutazione del giudice in ciascuna singola fattispecie contenziosa avente per oggetto l’esattezza dell’adempimento della prestazione gestoria. E infatti, se l’organizzazione è difettosa su un piano generale, allora anche l’esecuzione sarà difettosa, ossia non conforme al parametro della diligenza professionale.

Tanto detto, occorre però segnalare il rischio che la descritta valorizzazione della rilevanza della dimensione organizzativa dell’impresa in sede di adempimento degli obblighi di prestazione in questione risulti in un equivoco ricostruttivo, in cui si incorrerebbe

---

<sup>7</sup> Con l’obiettivo, tra l’altro, di realizzare una gestione efficace dei costi transattivi di controllo sui singoli addetti dell’impresa (ossia i vari consulenti o *portfolio manager* chiamati a compiere le singole operazioni di investimento nei singoli rapporti con la clientela).

laddove si identificasse l'esatto adempimento con l'esistenza di una organizzazione d'impresa "adeguata". A questo riguardo, diventa allora opportuno soffermarsi sulla questione – che è di ordine ricostruttivo, ma non è scevra di risvolti pratici soprattutto in relazione allo svolgimento del giudizio di responsabilità – avente per oggetto l'identificazione dell'oggetto della prestazione del *portfolio manager*.

Dunque, occorre a mio avviso rifiutare l'idea di concepire la prestazione del gestore di portafogli – quale espressione, in termini più generali, di una «prestazione d'impresa» ossia della prestazione caratteristica di un contratto "seriale" mediante il quale l'impresa offre al mercato un dato prodotto – come prestazione di «pura organizzazione».

In altri termini, se è vero che l'impresa, nel rendere il servizio, «mette a disposizione» la sua organizzazione nei confronti del cliente, in quanto quel dato modo di rendere il servizio postula una data organizzazione e dipende da quella data organizzazione dell'impresa, non sembra corretto sul piano teorico affermare che l'esatto adempimento della prestazione si dà per il solo fatto – e quindi per effetto della sola dimostrazione – dell'esistenza di una organizzazione dell'impresa qualitativamente idonea allo scopo.

In effetti, operare una simile equiparazione vuol dire proiettare nella ricostruzione della «prestazione d'impresa» in esame quello stesso modulo di ragionamento che, sul piano del diritto civile generale, adotta chi identifica l'oggetto dell'obbligazione di mezzi nel "dovere di sforzo"<sup>8</sup> del debitore, facendo assurgere a oggetto dell'obbligazione di

---

<sup>8</sup> Il riferimento va a quella risalente dottrina, (A. BRECHT, *System der Vertragshaftung*, in *Jh. Jahr.*, 1908, 213 ss., e G. HARTMANN, *Die Obligation: Untersuchungen über ihren Zweck und Bau*, Erlangen, 1875; sui quali cfr. le considerazioni critiche di G. OSTI, *Revisione critica della teoria sull'impossibilità della prestazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1918, 209 ss.), che trova un qualche seguito anche nei tempi attuali (cfr. nota che segue), dove l'oggetto delle obbligazioni di mezzi prospettavano una ricostruzione dell'obbligazione che la esauriva, per l'appunto, 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 pratico finale che muove il creditore a contrarre (c.d. 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,

mezzi una data condotta qualitativamente connotata, e non la produzione di un qualche effetto utile da ritenersi soddisfacente dell'interesse creditorio. La differenza, nel caso di specie, starebbe solamente nell'aver identificato il "dovere di sforzo" nell'organizzazione (e nel rispetto delle procedure ivi predisposte) invece che nella sola condotta esecutiva.

Una simile concezione dell'oggetto delle obbligazioni di mezzi – che è stato riproposto da una parte della civilistica italiana<sup>9</sup> e, per quanto prevalentemente rifiutata dalla Corte di Cassazione<sup>10</sup>, ha trovato qualche sponda in alcune recenti pronunce<sup>11</sup> – deve essere rifiutata.

---

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)*, I, 3 dell'estratto della Rivista del Diritto Commerciale; G. COTTINO, *L'impossibilità sopravvenuta della prestazione e la responsabilità del debitore. Problemi generali*, Milano, 1955, 75; R. CICALA, *Concetto di divisibilità e indivisibilità dell'obbligazione*, Napoli, 1953, 84.

<sup>9</sup> P. SCHLESINGER, *Riflessioni sulla prestazione dovuta nel rapporto obbligatorio*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, 1280; A. DI MAJO, sub Artt. 1173-1176. *Delle obbligazioni*, cit., 456; V. CARBONE, *La responsabilità del medico ospedaliero come responsabilità da contatto*, in *Danno e resp.*, 1999, 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, *La responsabilità ex recepto e la distinzione tra obbligazioni «di mezzi» e «di risultato»*. *Contributo alla teoria della responsabilità contrattuale*, Napoli, 1999, *passim*, spec. 157 ss.

<sup>10</sup> 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 stato accolto 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 cfr. Cass., Sez. Un., 11 gennaio 2008, n. 577, tutte in *Dejure*.

<sup>11</sup> Talune recenti decisioni della Terza Sezione Civile (Cass. 11 novembre 2019, nn. 28992 e 28991, in *Foro it.*, 2020, I, 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 creditore (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,

A questo riguardo, resta insuperata la lezione di quella parte della civilistica italiana che, a partire dall'insegnamento di Mengoni, ha posto in evidenza l'impossibilità di configurare le obbligazioni di mezzi in termini di mero "dovere di sforzo" non accompagnato dalla deduzione di qualsivoglia risultato soddisfattivo dell'interesse creditorio. Osta a ciò la 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, l'interesse creditorio dedotto in *obbligazione* nell'ambito delle obbligazioni di mezzi va individuato in un *risultato* dovuto, diverso dalla soddisfazione dell'interesse pratico finale che muove il creditore a contrarre (c.d. 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>12</sup>.

Tale linea di ricostruzione 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

---

*Travisamenti pretori in tema di esonero dalla responsabilità contrattuale tra causalità e vicinanza della prova*, in *Foro. it.*, 2020, VI, 2000; ID., *Causalità e responsabilità contrattuale (tenzone tra un giudice e un professore)*, in *Foro it.*, 2022, V, 262 (*Parte I: La causalità generale*) e V, 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, 309 ss.

<sup>12</sup> L. MENGONI, *op loc. ult. cit.*

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>13</sup>.

Occorre allora domandarsi quale sia il risultato dovuto nella prestazione gestoria del gestore di portafogli, ossia come si configuri nel caso di specie la realizzazione dell'«interesse intermedio» in precedenza considerato. Al riguardo, non si può in questa sede<sup>14</sup> andare oltre l'affermazione per cui la configurazione tipica dell'interesse creditorio, come ricostruito anche alla luce del quadro normativo di settore, è tale per cui nella gestione di portafogli l'investitore ricerca (e il gestore promette) un rischio che si identifica *ab intrinseco* come *qualitativamente connotato* in relazione sia a una misura massima di rischio in termini assoluti, sia all'esistenza di un *livello di efficienza sufficientemente elevato nel rapporto tra il rischio e il rendimento atteso*. In altri termini, il risultato che l'intermediario gestore promette all'investitore è – non già un dato rendimento finanziario, bensì – l'assunzione e il mantenimento di un *rischio efficiente*.

Quanto precede consente di definire come il giudizio di responsabilità, avente l'oggetto ora descritto, si rapporti alla preminenza della dimensione organizzativa nell'ambito delle obbligazioni di mezzi che costituiscano «prestazioni d'impresa», per evidenziare in particolare che, se l'organizzazione dell'impresa è momento prodromico all'adempimento, non vi è coincidenza tra loro. Di tal che, se una organizzazione qualitativamente inadeguata comporta in automatico l'esistenza di un inadempimento nei singoli rapporti, non vale il contrario, ossia il giudizio sull'esattezza dell'adempimento non può identificarsi con un giudizio statico sulla qualità dell'organizzazione.

---

<sup>13</sup> L. MENGONI, *op loc. ult. cit.*

<sup>14</sup> Sul punto, si rinvia alla più ampia analisi condotta in U. MALVAGNA, *Benchmark e gestione di portafoglio: tra «mezzi» e «risultato»*, Napoli, 2023, spec. 119 ss.

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 e dalle *best practices* 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 di “portafogli-modello” in coerenza coi quali approntare la gestione – l'esito di tale scelte abbia effettivamente realizzato un *output*, in punto di qualità dei portafogli della clientela, sufficientemente elevato dal punto di vista del rapporto tra rischio e rendimento.

In definitiva, altro è dire che il giudizio di responsabilità non deve poter procedere a una valutazione 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.

In conclusione, se il doversi “misurare” con le concrete scelte dell'impresa riduce ulteriormente la discrezionalità del giudicante, 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”.

### 5. Rapporto tra gli strumenti di enforcement

L'ultimo punto da considerare in relazione ai temi qui in rilievo attiene al rapporto tra gli strumenti di *public* e *private enforcement* (rispettivamente, il risarcimento del danno da inadempimento e le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate da Consob) in relazione a difetti organizzativi rilevanti ai fini dell'erogazione dei servizi d'investimento alla clientela.

L'aspetto di interesse della posizione assunta dall'ACF consiste nel fatto che la difettosa organizzazione (in generale), e quindi il difetto di diligenza, viene ritenuta *in re ipsa* accertata per il mero fatto dell'esistenza di una decisione sanzionatoria della Consob, come se ci fosse una *efficacia conformativa piena* di questo provvedimento sul giudizio di responsabilità nella singola fattispecie contenziosa. Senonché, nella misura in cui si affida la valutazione in ordine al difetto organizzativo dell'intermediario esclusivamente all'esistenza o meno di un provvedimento della Consob, ciò sembrerebbe valere anche al negativo: nel senso che, ove faccia difetto una sanzione della Consob, allora non si potrebbe ritenere sussistente un difetto organizzativo.

Associando il dato che precede all'idea dell'insindacabilità delle scelte gestorie dell'intermediario (pure questa, professata dall'Arbitro: cfr. *supra*, n. 3), si dovrebbe allora concludere che, se le scelte gestorie sono insindacabili salvo il difetto organizzativo, e il difetto organizzativo sussiste solo a fronte di un provvedimento sanzionatorio dell'Autorità, allora quest'ultima sarebbe il dominus della responsabilità del gestore: senza sanzione, nessuna responsabilità per gestione negligente.

In merito a ciò, in questa sede è possibile svolgere un paio di rapide considerazioni di contesto sulla situazione attuale del nostro ordinamento, in relazione al rapporto che c'è tra strumenti di *public enforcement* e strumenti di *private enforcement*. Rapporto che, a ben vedere, si dà in molte situazioni: così, *inter alia*, in relazione alle sanzioni dell'Autorità *antitrust* sui cartelli rispetto alle azioni di risarcimento del danno (o di nullità dei contratti a valle), in tema di accertamento di vessatorietà delle clausole dei contratti con i consumatori ai fini dell'adozione di ordini inibitori da parte dell'Autorità rispetto ai singoli contratti. Questa naturale interazione si dà, in effetti, in tutti i mercati regolati dove le autorità amministrative

hanno poteri sanzionatori che riguardano l'attività, laddove l'organizzazione d'impresa è il presupposto organizzativo dell'adempimento della singola prestazione.

In questi ambiti, il modello per così dire “generale” vigente nell'ordinamento positivo è quello della piena separazione. Nel senso che, dal punto di vista processuale, l'impugnazione della sanzione amministrativa segue la propria strada, mentre da parte loro i singoli giudizi continuano a fare storia a sé, sia nel rapporto tra loro sia in relazione al procedimento di impugnazione del provvedimento derivante dall'esercizio dello strumento di *enforcement* pubblicistico. Tale separazione risponde a evidenti ragioni di ordine tecnico-giuridico attinenti alla disciplina processuale, e in particolare alla diversità nell'oggetto e nelle parti che corre tra i vari procedimenti.

Senonché, in assenza di possibilità di coordinamento dei diversi piani processuali, è inevitabile il rischio di un comportamento sclerotico della giurisprudenza, che di per sé può risultare in un difetto di efficacia conformatrice degli strumenti di *enforcement* (o comunque in una ridotta efficacia conformatrice degli stessi).

E infatti, nella misura in cui il piano dell'*enforcement* pubblicistico e di quello privatistico divergano nei contenuti precettivi che enucleano, difetta un chiaro incentivo nei confronti dell'impresa a conformarsi a una data regola.

Nei tempi più recenti si va tuttavia facendo strada una diversa linea, che interessa sia il formante legislativo (e qui il riferimento va alla disciplina relativa al risarcimento del danno antitrust: cfr. l'art. 7 del decreto legislativo n. 3/2017) sia il formante giurisprudenziale (in specie con riferimento all'attribuzione di efficacia di “prova privilegiata” alle decisioni dell'AGCM, in relazione a illeciti antitrust<sup>15</sup> e in relazione all'accertamento di vessatorietà di clausole contenute in contratti con i consumatori<sup>16</sup>).

In questa prospettiva, può dirsi che il modulo di ragionamento adottato dall'Arbitro per le controversie finanziarie nelle pronunce qui in commento si inserisce in questa linea evolutiva, precludendo alla prospettiva di una maggiore organicità nei rimedi rispetto a un unitario

---

<sup>15</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, 1729.

<sup>16</sup> Cfr. Cassazione 31 agosto 2021, n. 2365, in *Foro it.*, 2022, I, 1, 277.

obiettivo di *policy*, che è quello di far sì che le norme di condotta servano, *realmente* e con massima efficacia ed efficienza, da momento conformativo dell'attività dell'impresa.

Ciò detto, resta aperto – in quest'orientamento come in quelli formati nell'ambito del diritto della concorrenza – il tema di come dare adeguata tutela ai diritti di difesa delle parti, in un contesto in cui l'esito di un *diverso procedimento* può dispiegare effetti un certo senso preclusivi rispetto all'accertamento che il giudice opera nel singolo caso. Se la ricerca di una maggiore integrazione organica nel sistema rimediabile non può essere condotta se non nella tutela effettiva dei diritti di difesa di tutti i soggetti interessati, le modalità effettive di realizzazione di un contemperamento degli interessi del mercato con i diritti dei singoli sono, a ben vedere, ancora tutte da costruire.