

Gestione di portafogli

I confini del servizio di gestione di portafogli: la gestione con preventivo assenso ed il *mirror trading*

di Edoardo Guffanti

Partendo dalle argomentazioni svolte dalla Corte di Giustizia UE (C-44/11 del 19 luglio 2012), in merito al regime fiscale del servizio di gestione di portafogli, l'articolo prende in esame i tratti tipizzanti il servizio per delineare i contorni della fattispecie nell'ordinamento nazionale e, in tal modo, verificare la possibilità di ricomprendervi anche due particolari forme di attività presenti sul mercato: le gestioni con preventivo assenso e il *mirror trading* (*).

Premessa

La Corte di Giustizia Europea - con la sentenza n. C-44/11 del 19 luglio 2012 (1) - ha chiarito quale sia il corretto trattamento ai fini IVA del servizio di gestione di portafogli, affermando che lo stesso non può essere considerato esente da IVA.

Nello svolgere le proprie considerazioni, la Corte di Giustizia definisce più volte il servizio di gestione di portafogli come «un'attività remunerata in occasione della quale un soggetto passivo adotta decisioni autonome in merito alla compravendita di titoli e attua tali decisioni mediante la compravendita di titoli».

Più in dettaglio, la Corte ha precisato che, in un'ottica fiscale, il servizio di gestione di portafogli risulta essere «una combinazione, essenzialmente, di una prestazione di analisi e di custodia del patrimonio del cliente investitore, da un lato, e di una prestazione di acquisto e di vendita di titoli propriamente detta, dall'altro» (2). In altri termini, a parere della Corte, il servizio di gestione si compone di due elementi: il primo è l'attività di consulenza sulla composizione del portafoglio (e custodia dei titoli), ed il secondo è l'attività di compravendita degli strumenti finanziari.

In una prospettiva fiscale, prosegue la Corte, nessuno dei due suddetti elementi può essere considerata «accessorio» rispetto all'altro. Anzi, all'interno del

servizio queste due componenti sono «a tal punto strettamente connesse da formare, oggettivamente, una sola prestazione economica la cui scomposizione avrebbe carattere artificiale» e ciò anche in considerazione del fatto che «il cliente-investitore medio ricerca proprio la combinazione di questi due elementi».

La sentenza desta particolare interesse, poiché concerne una tema complesso, quale quello, appunto, dell'esatta definizione dei confini della gestione di portafogli, affermando, da un lato, la rilevanza dell'autonomia del gestore e, dall'altro, evidenziando l'inclusione dell'attività «di acquisto e vendita di titoli» nel perimetro della fattispecie gestoria.

La sentenza offre, quindi, lo spunto per analizzare -

Note:

(*) Il presente contributo è stato sottoposto, in forma anonima, alla valutazione di un referee.

(1) Reperibile sul sito www.diritto bancario.it.

(2) Dopo aver affermato che il servizio di gestione di portafoglio deve essere considerato quale «prestazione unica», la Corte rileva che sebbene le prestazioni di acquisto e di vendita di strumenti finanziari possano rientrare nell'esenzione di cui all'art. 135, paragrafo 1, lett. f) della Direttiva 2006/112, non altrettanto si può dire dei servizi di consulenza e custodia. Pertanto, conclude la Corte, il servizio di gestione di portafogli non può essere considerato esente ma deve essere assoggettato ad IVA, poiché: (a) è costituito da una componente potenzialmente esente ed una imponibile, tra loro così strettamente connesse da formare un unico servizio, e (b) le esenzioni previste dalla Direttiva devono essere interpretate in maniera restrittiva.

in una prospettiva regolamentare - la nozione del servizio di gestione, contenuta nell'art. 1, comma 5 *quinquies*, TUF, anche alla luce della prassi interpretativa dell'Autorità di vigilanza, e ciò al fine di provare una ricostruzione della fattispecie.

Il servizio di gestione: la definizione

Il necessario punto di partenza dell'analisi è rappresentato dalla definizione di cui al citato art. 1, comma 5 *quinquies*, TUF, 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 strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti (3).

Sulla scorta dell'interpretazione della Consob e della dottrina (4), è possibile definire la gestione di portafogli come il servizio con il quale il cliente "delega" l'intermediario a compiere sia le scelte di investimento, sia le attività necessarie affinché tali scelte siano tradotte in termini operativi (trasmissione degli ordini al negoziatore, ovvero esecuzione diretta degli stessi da parte del medesimo intermediario). Tale "delega" implica l'attribuzione all'intermediario di un'«autonomia decisionale» (5) tale da permettere a quest'ultimo di assumere scelte discrezionali nell'individuazione delle operazioni di investimento da realizzare a valere sul portafoglio del cliente.

All'atto pratico, il cliente, che si avvale del servizio di gestione, intende affidare all'intermediario il compito di gestire il proprio portafoglio, poiché ritiene preferibile non occuparsi direttamente di tale attività (ad esempio, per mancanza di competenze specifiche) (6). In ciò si rinviene un tratto caratteristico del servizio in parola rispetto gli altri servizi di investimento nei quali, invece, l'intermediario si limita a fornire un supporto (es. fornendo consulenza, eseguendo gli ordini, ecc.) alle decisioni di investimento che il cliente assume personalmente. Soltanto nell'ambito del servizio di gestione di portafogli si assiste al trasferimento in capo all'intermediario del compito di assumere delle scelte per conto del cliente. In questa prospettiva, l'autonomia decisionale in capo al gestore altro non è se non la necessaria conseguenza di tale assetto e, specularmente, un elemento indispensabile per aversi attività di gestione di portafogli.

Sul tema dell'autonomia decisionale, ossia della *discrezionalità* del gestore, si avrà modo di tornare nel prosieguo. Ora è, invece, necessario svolgere alcune riflessioni aggiuntive in merito ai diversi tratti tipiz-

zanti il servizio, così da individuare con maggior precisione il confine della nozione di "gestione di portafogli", partendo dal primo: la personalizzazione.

La personalizzazione

Dalla definizione di cui al citato art. 1, comma 5 *quinquies*, TUF, si evincono diversi elementi qualificanti il servizio. Il primo è rappresentato dall'"individualizzazione" del servizio stesso, ossia dalla sua necessaria personalizzazione. In altri termini, il servizio deve essere prestato tenendo in considerazione le specifiche esigenze di investimento del cliente, il quale, a sua volta, definisce - nell'ambito del contratto di gestione - le caratteristiche ed i limiti del "mandato" che viene conferito al gestore.

È questo un elemento tipico della gestione di portafogli, che si fonda su di un rapporto "individuale" tra l'investitore e l'intermediario gestore.

L'individualizzazione trova, poi, ulteriore espressione nella necessità (*ex art. 40, Reg. intermediari*) che il gestore operi le scelte di investimento in modo coerente con le informazioni fornite dal singolo investitore in merito alla propria propensione al rischio ed ai propri obiettivi di investimento, nonché alla propria situazione finanziaria.

Netta è, quindi, la diversità rispetto alla gestione collettiva, perché nella gestione collettiva il gestore opera nell'interesse non del singolo investitore, bensì di un insieme di investitori (i.e. i partecipanti all'OICR). Tale diversa natura spiega perché nella gestione collettiva il singolo investitore non può richiedere al gestore di eseguire specifiche operazioni;

Note:

(3) Tale definizione della nozione di gestione di portafogli di investimento è analoga a quella in passato riportata alla sezione A, punto 3, dell'allegato alla direttiva 93/22/CEE (c.d. Direttiva ISD³), la quale conteneva gli stessi elementi costitutivi. Infatti, anche nel vigore di tale (abrogata) Direttiva: (a) la gestione di portafogli doveva essere svolta nell'ambito di un mandato con cui un investitore abilita un'impresa di investimento ad adottare decisioni di investimento per suo conto; (b) la gestione di portafogli doveva essere svolta su base discrezionale e individualizzata; (c) i portafogli gestiti dovevano includere uno o più strumenti contemplati nella sezione B dell'allegato alla direttiva 93/22, come i valori mobiliari.

(4) L. Enriques, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. soc.*, 1998, 1034.

(5) L. Enriques, *cit.*, 1035.

(6) Un soggetto professionalmente competente presta i propri servizi ad un investitore, tendenzialmente, sprovvisto di adeguata preparazione tecnica e di informazioni complete. Per un approccio di analisi economica del diritto a questi temi, si veda per tutti P. Giudici, *La responsabilità civile nei mercati finanziari*, Milano, 2008, 7.

diritto che, invece, gli è riconosciuto nell'ambito dell'attività di gestione individuale. L'art. 24, comma 1, lett. a), TUF stabilisce, infatti, che «il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere». Si osservi che l'ampia formulazione dell'art. 24 è idonea a ricomprendere non soltanto gli ordini specifici che il cliente intende di volta in volta impartire (ad esempio: acquistare o vendere un determinato strumento finanziario), ma più in generale ogni altro aspetto attinente alle caratteristiche della gestione: le strategie di allocazione, la definizione delle aree geografiche ovvero dei settori nei quali investire, ecc.

Si deve tuttavia rilevare che, all'atto pratico, gli intermediari permettono di personalizzare compiutamente le caratteristiche della gestione (c.d. linee di investimento "tailor made" o "personalizzate") soltanto in relazione ai portafogli di dimensioni rilevanti. Accade spesso che il grado di "personalizzazione" del servizio di gestione risulti ridotto per i portafogli di dimensioni più contenute: infatti, l'investitore con un portafoglio non particolarmente consistente può (solo) scegliere una "linea" di gestione (7) tra quelle predefinite dal gestore (8), ed in tal modo viene ad essere assimilato a tutti gli altri soggetti che hanno compiuto la medesima scelta, e trattato similmente.

Tale prassi non risulta tuttavia in contrasto con la definizione normativa del servizio: la personalizzazione resta, infatti, sempre possibile. A tal fine è sufficiente che l'investitore si avvalga della facoltà di impartire istruzioni specifiche al gestore, ovvero decida di sostituire la "linea di investimento" inizialmente prescelta con un'altra. Anche l'eventuale cambiamento del c.d. "profilo del cliente" - per tale intendendosi l'insieme delle informazioni di cui all'art. 40 Regolamento Intermediari - rende necessaria una ricalibrazione delle caratteristiche del servizio.

Sotto altro profilo, è utile osservare che il requisito dell'individualizzazione richiede senz'altro la "personalizzazione" del servizio, ma non l'"unicità". A ben vedere, quindi, ciò che rileva è che il servizio sia calibrato sulle esigenze di ogni investitore, e non che il suo portafoglio abbia caratteristiche uniche e non ripetibili. Tale risultato è ottenibile mediante la scelta di quella linea - tra quelle offerte dal gestore - che risulta più idonea a soddisfare le personali esigenze di investimento.

In conclusione, l'aggregazione di clienti in linee di gestione non è sufficiente a far venir meno il necessario requisito della personalizzazione, e non fa "scolorire" il servizio di gestione individuale in altra attività (9).

Il "mandato" di gestione

Si è affermato che la personalizzazione avviene mediante la definizione, per ciascun cliente, di limiti quali-quantitativi alla discrezionalità del gestore nell'ambito del "contratto" di gestione, il che può realizzarsi sia mediante la selezione di una linea di investimento predefinita dall'intermediario, sia mediante la definizione individualizzata delle singole caratteristiche.

In merito alla natura di tale contratto, la definizione di cui al citato art. 1 TUF, fa espresso riferimento ad un «mandato conferito dagli investitori». È, tuttavia, discusso se il rapporto di gestione di portafogli sia riconducibile *tout court* allo schema civilistico del mandato, ovvero se si sia in presenza di un contratto tipizzato, che ricalca alcuni dei tratti propri della disciplina del mandato, senza tuttavia confondersi del tutto con quest'ultimo.

La tesi prevalente (10) è nel secondo senso: in effetti, nell'ambito della disciplina dei servizi di investimento, il servizio di gestione è quello che riceve la regolamentazione più pervasiva (v. art. 24 TUF e norme secondarie di attuazione), così da caratterizzare fortemente il rapporto tra cliente ed intermediario rispetto al mandato di cui agli artt. 1703 e ss. c.c.

Anche la giurisprudenza di legittimità è orientata nel senso di ritenere che, «sebbene il servizio di gestione di portafogli sia per certi versi avvicinabile al mandato», esso abbia «regole sue proprie [...] essenzialmente dettate dall'esigenza di fornire all'investitore un *surplus* di tutela» (11).

Si tratta, tuttavia, di una disciplina con alcune lacune che, anche tenendo in considerazione la disci-

Note:

(7) Le disposizioni in materia di gestione di portafogli su base individuale non impongono che le caratteristiche della gestione si traducano in una sola linea. È consentito, pertanto, definire più linee nel medesimo contratto, purché per ciascuna linea siano chiaramente individuate le caratteristiche della gestione. Sul punto, v. Comunicazioni Consob n. 98097005/1998 e n. 1027110/2001, in www.consob.it.

(8) Ovviamente, nulla osta a che il cliente selezioni più linee di gestione, allocando in ciascuna una quota parte del portafoglio complessivo.

(9) In merito alle differenze tra il servizio di gestione di portafogli e il servizio di gestione collettiva, v. F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, 95.

(10) Tra tutti, M. Cossu, *Contratto di gestione di portafogli*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, Torino, 2011, 705; R. Costi - L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004, 373; F. Carbonetti, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 106.

(11) Cass. 2 dicembre 2010, n. 24548, in *Contratti*, 2011, 269 ove vi sono ulteriori riferimenti.

plina regolamentare emanata da Banca d'Italia e Consob, non può considerarsi un insieme completo di norme.

Ne consegue che la disciplina del mandato (12) resta comunque applicabile a questo contratto tipizzato, se non altro per colmare le lacune della disciplina speciale e per agevolare l'interpretazione (13). Un aspetto in relazione al quale la disciplina speciale risulta incompleta, ed il ricorso allo schema del mandato risulta possibile, è la disciplina delle deleghe di gestione. Con riferimento alle deleghe di gestione, la disciplina contenuta nel Regolamento congiunto Consob - Banca d'Italia tace, infatti, in merito alla possibilità per il cliente-investitore di agire direttamente nei confronti dell'intermediario delegato. Qualora si applicasse l'art. 1717, comma 3, c.c. la risposta sarebbe affermativa, in quanto tale disposizione prevede espressamente che «il mandante può agire direttamente contro la persona sostituita dal mandatario». In senso contrario si potrebbe osservare che la disciplina di settore pare voler assegnare centralità alla figura dell'intermediario delegante, ribadendo a chiare lettere che la responsabilità di quest'ultimo non può essere esclusa o limitata per effetto della delega. Tale disciplina sembra dunque ricostruire il rapporto di delega in termini puramente "interni", ossia di rapporti tra il soggetto delegato e il soggetto delegante. In tal senso depone, tra l'altro, la norma che tiene ferma la responsabilità del delegante per le operazioni compiute direttamente dal delegato.

Tali elementi, tuttavia, non sembrano poter determinare l'impossibilità di applicare il citato terzo comma dell'art. 1717 c.c., e ciò in quanto tale applicazione comporterebbe un rafforzamento della tutela dell'investitore: quest'ultimo potrebbe, infatti, agire nei confronti sia del gestore delegante, sia del gestore delegato, il che pare essere del tutto coerente con le esigenze di tutela del cliente (14).

La discrezionalità

Come sopra accennato, la Corte di Giustizia include l'autonomia del gestore nella definizione che fa propria (si ricorda, ai fini fiscali) del servizio di gestione. Si è già rilevato che, secondo l'attuale definizione legislativa, nazionale e comunitaria, il servizio di gestione di portafogli è tale quando il gestore opera "discrezionalmente" nell'ambito di un "mandato" conferito dagli investitori.

Lo svolgimento di un'attività caratterizzata da ampi margini di discrezionalità in capo all'intermediario

è l'elemento che distingue maggiormente il servizio di gestione dagli altri servizi di investimento, nei quali l'intermediario agisce sempre in base a specifici ordini rilasciati dal cliente, e potendo far ricorso, al più, ad una limitata discrezionalità «tecnica» (15).

La discrezionalità è, quindi, un dato qualificante del servizio in esame. In questo senso è costantemente orientata la giurisprudenza di legittimità, anche prima del pieno recepimento nel nostro ordinamento dell'esatta definizione del servizio, comprensiva dell'aggettivo "discrezionale", avvenuta ad opera del D.Lgs. n. 164/2007 (16).

Più precisamente, nel vigore della precedente definizione, la Corte di Cassazione ebbe modo di affermare che «si ha gestione patrimoniale di sensi del D.Lgs. n. 415/96 là dove siano presenti gli elementi del mandato e dello svolgimento dell'attività su base discrezionale ed individualizzata; ove tali elemen-

Note:

(12) Il riferimento al mandato è, in un certo senso, naturale, essendo lo schema giuridico di base per il compimento di una serie di atti giuridici per conto altrui (art. 1703 c.c.). A ciò si aggiungono i ripetuti richiami testuali a tale contratto (quale, ad esempio, il diritto di recesso disciplinato per rinvio dall'art. 1727 c.c.), nonché l'espresso riferimento al mandato nell'ambito della definizione del servizio di cui all'art. 1 TUF.

(13) V. V. Santoro, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1994, 792; F. Capriglione, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1987, 280; Id., *Gestioni patrimoniali, asset management, tutela del risparmiatore*, *ivi*, I, 2002, 443; F. Annunziata, *cit.*, 96.

(14) Il rilievo è di F. Annunziata, *cit.*, 165; nello stesso senso, da ultimo M. Miola, *Sub art. 24*, in *Testo Unico della Finanza*, in G.F. Campobasso (diretto da), *Commentario*, Torino, 2002, III, 287.

(15) V. Trib. Trani 19 settembre 2006, in *Corr. mer.*, 2007, 564, con nota adesiva di D. De Giorgi.

(16) In merito alla diversa definizione del servizio di gestione contenuta nel D.Lgs n. 415/96 prima e, poi, nell'art. 1 TUF, rispetto a quella presente nella Direttiva 93/22/CEE si è espressa la Corte di Giustizia (sentenza C-356/00 del 21 novembre 2002) nell'affrontare una questione pregiudiziale relativa all'interpretazione di tale Direttiva. Secondo la Corte di Giustizia, nella nozione comunitaria di "gestione di portafogli" l'elemento della discrezionalità era essenziale. La Corte chiarì, però, che l'adozione di una definizione più "ampia" di quella contenuta nella direttiva ISD (ossia tale da includere anche la gestione non discrezionale) non costituiva una violazione da parte dello Stato Italiano. Secondo la Corte di Giustizia «nulla impedisce ad uno Stato membro di estendere mediante la normativa nazionale l'applicabilità delle disposizioni della detta direttiva ad operazioni non disciplinate dalla stessa, a condizione che risulti chiaramente che la normativa nazionale di cui trattasi non rappresenta una trasposizione della detta direttiva, ma risulta dalla volontà autonoma del legislatore». La Direttiva 93/22/CEE impedisce soltanto che una normativa nazionale si discosti dalla definizione comunitaria non prevedendo (ai fini dell'attuazione della detta Direttiva) che la gestione di portafogli di investimento abbia luogo «su base discrezionale e individualizzata» e «nell'ambito di un mandato conferito dagli investitori».

ti caratterizzanti manchino, si è al di fuori del servizio di gestione patrimoniale, rientrandosi nell'area [...] della consulenza ed assistenza nelle attività decisionali del cliente» (17).

Tale principio fu poi ribadito alcuni anni dopo in due distinte occasioni allorché la Suprema Corte ribadì dapprima che «si ha gestione patrimoniale ... quando ricorrono gli elementi del mandato e della gestione individualizzata, cui è sotteso il profilo della discrezionalità» (18) e successivamente che «si ha gestione patrimoniale ove siano presenti gli elementi del mandato e dello svolgimento su base discrezionale e individualizzata, cosicché ove difettino tali elementi si è al di fuori della gestione patrimoniale» (19).

Anche la giurisprudenza di merito (20) si è più volte espressa nel senso di ritenere essenziale il requisito della discrezionalità nell'ambito del servizio di gestione individuale, e nello stesso senso si è espressa anche la dottrina prevalente (21).

Come confermato dalla numerosità delle decisioni anche della Corte di Cassazione, il tema è stato ampiamente dibattuto in passato stante l'assenza, nella definizione del servizio allora in vigore, dell'aggettivo *discrezionale*.

Proprio l'assenza del requisito della *discrezionalità* destò alcune perplessità in merito alla possibilità di affermare la sussistenza del servizio di gestione in tutti quei casi in cui gli investitori avessero espressamente autorizzato l'esecuzione di ciascun ordine proposto (22). La fattispecie più frequentemente analizzata era quella nella quale un promotore finanziario in un arco di tempo limitato effettuava, per conto di una parte rilevante della propria clientela, un elevato numero di operazioni di investimento, identiche tra loro, in relazione alle quali i clienti hanno firmato gli appositi moduli.

Secondo un primo orientamento, il comportamento del promotore non sarebbe stato sanzionabile quale esercizio abusivo del servizio di gestione. A tale conclusione si giungeva in considerazione del fatto che in tale ipotesi il promotore avrebbe ottenuto, per ogni singolo investimento, i moduli di ordine firmati dai clienti, il che avrebbe eliminato la possibilità di individuare una "discrezionalità" in capo al promotore stesso in merito alla realizzazione degli investimenti (suggeriti quale mero consulente). In assenza di discrezionalità, l'attività svolta non poteva essere considerata costitutiva di una gestione di portafogli d'investimento ai sensi dell'allora vigente Direttiva 93/22/CEE.

A tale orientamento si contrapponeva la prassi interpretativa e sanzionatoria della Consob, la quale

- al contrario - era costante nell'individuare ipotesi di gestione c.d. *surrettizia* (o "impropria" o "abusiva") laddove venisse posto in essere, da parte di promotori finanziari «un elevato numero di operazioni sostanzialmente identiche, con i medesimi

Note:

(17) Cass., sez. I, 20 marzo 2003, n. 4081 in questa *Rivista*, 2004, 463, con nota di L. Gaffuri.

(18) Cass., sez. I, 12 aprile 2005, n. 7546, in *Guida dir.*, 2005, fasc. 24, 69. Nello stesso senso, Cass. 2 luglio 2004, n. 12126 in *Mass.*, 2004.

(19) Cass., sez. II, 28 maggio 2007, n. 12479, in *questa Rivista*, 2007, 1351 con nota adesiva di A. Colavolpe, il quale aggiunge che ai fini dell'accertamento del tipo di rapporto è quindi necessario verificare la sussistenza di una decisione autonoma del cliente.

(20) Trib. Biella 5 aprile 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2009, 76 con nota di P. Lucantoni; App. Torino 8 luglio 2010, in *www.ilcaso.it*

(21) Hanno ritenuto la discrezionalità essenziale e, quindi, priva di rilievo l'assenza dell'aggettivo "discrezionale" nell'abrogata definizione: G.F. Campobasso, *Commento all'art. 1 del D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, in G.F. Campobasso (a cura di), *L'Euro-sim. D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, cit., 8; L. Zitiello, *Decreto Euro-sim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *questa Rivista*, 1996, 1011; R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 1997, 185 ss.; R. Lener, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 343; F. Parrella, *L'intermediazione finanziaria e la gestione collettiva del risparmio. I servizi di investimento*, in S. Amorosino - C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004, 83 ss.

(22) Il caso più noto in materia è risalente nel tempo. Con due decisioni del 3 giugno 1998, la Consob sanzionò due promotori finanziari. Nella propria decisione, la Consob accertò che i promotori, in un arco di tempo limitato, avevano effettuato, per conto di una parte rilevante della loro clientela, un elevato numero di operazioni simili di conversione ("switch") tra comparti diversi del medesimo fondo. Sebbene i clienti dei due promotori avessero firmato gli appositi moduli di conversione e fornito dichiarazioni in base alle quali essi non avevano mai inteso rinunciare al loro potere di decisione, la Consob ritenne che le operazioni di conversione erano state in realtà decise dai promotori finanziari. Pertanto, la Consob considerò che le operazioni decise e realizzate dai promotori fossero tali da configurare una "gestione surrettizia di patrimoni", poiché la normativa italiana riservava (e riserva) la gestione, su base individuale, di portafogli di investimento per conto terzi ai soggetti debitamente autorizzati, tra cui non rientrano i promotori finanziari. I promotori proposero dei ricorsi di annullamento nei confronti delle decisioni della Consob del 3 giugno 1998 dinanzi al Tribunale Amministrativo Regionale per la Toscana. Nei loro ricorsi essi sostennero, in particolare, che le dette decisioni non erano conformi alla direttiva n. 93/22/CEE; ciò in quanto la definizione della nozione di gestione di portafogli d'investimento riportata dalla Consob e prevista dall'allora vigente D.Lgs. n. 415/96 era diversa dalla definizione considerata dalla Direttiva 93/22/CEE. A differenza della seconda, la prima non faceva riferimento né alla natura discrezionale dell'attività del gestore, né al mandato conferito dagli investitori. In tale prospettiva, i promotori sostennero che il loro comportamento non poteva essere considerato costitutivo di una gestione di portafogli d'investimento ai sensi della direttiva 93/22/CEE, poiché essi avevano ottenuto, per ogni caso singolo, sia i moduli di conversione ordinaria firmati dai clienti, sia le dichiarazioni con le quali i clienti confermarono il loro accordo.

parametri, contestualmente o in un breve lasso di tempo» (23).

Ai fini del presente lavoro non rileva, però, l'analisi di quelle situazioni in cui la distinzione tra un comportamento lecito (la prestazione del servizio di consulenza e la successiva esecuzione di ordini impartiti dal cliente) e uno illecito (la c.d. «gestione surrettizia») (24) appare essenzialmente fondata sull'analisi sostanziale di elementi fattuali in chiave antielusiva (25).

L'obiettivo che qui ci si prefigge è, invece, la corretta interpretazione del requisito della «discrezionalità», al fine di individuare il confine esatto della fattispecie «gestione».

In altre parole, ci si vuole interrogare in merito alla possibilità, o meno, di ricondurre nella fattispecie le situazioni (lecite) nelle quali la libertà d'azione del gestore viene compressa o, addirittura, esclusa. È il caso delle cc.dd. «gestioni con preventivo assenso», ossia a quei rapporti - formalmente qualificati dalle parti come rapporti di «gestione» - nei quali tuttavia il gestore, prima di poter eseguire le singole operazioni, deve essere specificamente autorizzato dal cliente (26).

In tali casi, si determina una situazione nella quale la discrezionalità dell'intermediario gestore risulta estremamente compressa, se non addirittura assente. In base al ricordato orientamento della giurisprudenza di legittimità - secondo il carattere della discrezionalità, unitamente all'elemento del mandato, costituisce «l'in sé» della gestione - una «gestione con preventivo assenso» non potrebbe essere qualificata come «gestione di portafogli».

Tale conclusione è, ad avviso di chi scrive, da condividere. È innegabile che la gestione su base individuale di portafogli abbia quale connotato essenziale la decisione di investire, per conto di chi ha conferito il mandato, un portafoglio composto da strumenti finanziari e liquidità tramite una serie di operazioni di investimento. L'impossibilità di realizzare le operazioni, se non previo assenso del cliente, determina il venir meno della discrezionalità e, pertanto, l'impossibilità di ricondurre una siffatta attività alla fattispecie della gestione di portafogli.

In proposito, si è già segnalato che in passato la Consob ha ricondotto nell'alveo del servizio di gestione di portafogli anche le c.d. «gestione con preventivo assenso», ritenendo che l'elemento caratterizzante del servizio non fosse tanto il potere discrezionale del gestore, quanto piuttosto la finalità tipica del servizio di gestione e, cioè, «la finalità di valorizzazione di un determinato patrimonio» che si realizza «attraverso il compimento di una serie di

atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dell'attività di investimento e di disinvestimento in valori mobiliari» (27).

Tale lettura interpretativa della Consob deve, ad avviso di chi scrive, essere però correttamente inquadrata storicamente e contestualizzata.

In primo luogo, essa fu elaborata dalla Consob nel vigore della L. n. 1/91 (e ritenuta applicabile anche successivamente all'entrata in vigore del Decreto Eurosim), la quale non prevedeva espressamente il

Note:

(23) Delibera Consob n. 13273 del 26 settembre 2001. Al riguardo, si ricorda che la Consob, in una pluralità di casi, aveva ritenuto che la sussistenza tanto del criterio «quantitativo» (elevato numero di operazioni identiche o sostanzialmente analoghe poste in essere per conto di una rilevante parte della clientela) quanto di quello «temporale» (operazioni poste in essere contestualmente o in un breve lasso di tempo) valesse a qualificare una determinata operatività come *gestione surrettizia*, e ciò anche quando le operazioni erano state formalmente disposte dai clienti mediante la sottoscrizione su appositi moduli.

(24) Per un ricostruzione del passato dibattito dottrinale in merito alla c.d. «gestione surrettizia», v. A. Colavolpe, *Gestione surrettizia di portafogli di investimento da parte di promotori finanziari*, in questa *Rivista*, 2007, 1352.

(25) Al riguardo, si osserva che in passato la Consob ha costantemente individuato ipotesi di gestione c.d. *surrettizia* (o «impropria» o «abusiva») laddove sia posto in essere, da parte di promotori finanziari «per conto di una rilevante parte della clientela, un elevato numero di operazioni di conversione tra comparti del medesimo fondo caratterizzate da evidenti analogie» o «un elevato numero di operazioni sostanzialmente identiche, con i medesimi parametri, contestualmente o in un breve lasso di tempo» (cfr., per tutte, le Delibere Consob nn. 13273 del 26 settembre 2001, 12401 del 29 febbraio 2000, 12399 del 29 febbraio 2000, 12011 dell'8 giugno 1999, in www.consob.it). In merito, sia consentito rimandare a A. Colavolpe, cit. In proposito, v. A. Tucci, *Commento a Cass. 20 marzo 2003, n. 4081*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 23.

(26) In passato si è discusso se tali gestioni potessero farsi rientrare nell'ambito del servizio di gestione di portafogli. Secondo alcuni, in tale servizio risultava del tutto snaturata la natura «discrezionale», di guisa che le gestioni con preventivo assenso avrebbero dovuto ricondursi nel novero del servizio (accessorio) di consulenza in materia di investimenti: v. L. Enriques, cit. 1037; conforme R. Costi - L. Enriques, cit., 246 ss.; A. Tucci, cit., 20. Secondo altri, bisogna tuttavia osservare 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 operazioni da compiere e/o degli strumenti da acquistare. È soltanto in quest'ultima fase che viene richiesto l'intervento del cliente, fermo restando il rilevante contributo del gestore in tutte le altre fasi del rapporto. Sul punto, G. Minervini, *Gestione di portafogli di investimento con preventivo assenso*, in *Giur. comm.*, 2001, II, 70. Inquadra le gestioni con preventivo assenso nell'ambito del servizio di gestione, F. Capriglione, *Gestioni patrimoniali, asset management, tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 442. Per una ricostruzione dell'indirizzo prevalente in giurisprudenza, M. De Mari - L. Spada, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, in *Foro it.*, 2002, I, 568.

(27) Comunicazione n. 94005134 del 23 maggio 1994.

requisito della discrezionalità nella definizione del servizio (28).

In secondo luogo, essa fu inizialmente elaborata con un chiaro intento antielusivo. Il richiamo alla "finalità di valorizzazione" fu, infatti, utilizzato dall'Autorità per distinguere l'attività fiduciaria (ossia l'amministrazione "statica") da quella gestoria (29) ed evitare, così, la possibilità che soggetti non abilitati alla prestazione del servizio in esame potessero prestarlo, aggirando la disciplina. In tale prospettiva, il rilievo della Commissione coglie nel segno: l'obiettivo di incrementare il patrimonio costituisce in effetti uno degli elementi che distinguono la gestione di portafogli dall'amministrazione statica, essendo quest'ultima contraddistinta da una finalità meramente conservativa del valore.

Inoltre, è necessario ricordare che l'interpretazione, per così dire, "estensiva" è stata spesso ribadita dalla Consob in circostanze nelle quali l'obiettivo perseguito era quello di reprimere specifici fenomeni di abusivismo (i.e. la gestione "surrettizia"), e non quello di individuare con precisione l'esatto confine della fattispecie «gestione di portafogli» (30).

Tuttavia, per inquadrare e leggere correttamente la tesi espressa da Consob in diverse Comunicazioni manca ancora un elemento (il più importante, forse): la Commissione ha ritenuto non determinante la presenza degli ordini scritti dei clienti (e, quindi, il loro assenso all'esecuzione delle operazioni) non in assoluto, bensì in considerazione della specificità dei casi esaminati.

Più precisamente, la Consob è giunta a considerare come non rilevante la firma sugli ordini poiché nelle circostanze indagate «non sono stati prodotti elementi idonei, da un lato, ad escludere la discrezionalità del promotore e, dall'altro, a provare l'«autonoma determinazione» della clientela «nelle proprie scelte di investimento» (31). In altre parole, la Consob individua la chiave di volta del problema nello stabilire il «chi» sceglie realmente le operazioni da compiere (il «gestore» o il «cliente»), e ciò a prescindere dalla formale sottoscrizione dei moduli d'ordine, mediante i quali verrebbe prestato l'assenso agli investimenti. In tale prospettiva, chiaramente orientata a stigmatizzare fenomeni illeciti (i c.d. ordini in bianco (32)), la Consob ha ritenuto non rilevante la presenza di ordini firmati dai clienti in tutti quei casi in cui vi era la contestuale presenza di un elemento «quantitativo» (ossia un elevato numero di operazioni identiche o sostanzialmente analoghe poste in essere per conto di una rilevante parte della clientela) e di un elemento «temporale» (ossia il fatto che le operazioni vengono poste in es-

sere contestualmente o in un breve lasso di tempo) tali da far insorgere nell'Autorità il sospetto che, nonostante la presenza di ordini formalmente corretti, non vi fosse stato *in concreto* il preventivo l'assenso del cliente (33).

Orbene, affermare in base alle circostanze fattuali che la documentazione prodotta non è in grado di qualificare il cliente quale soggetto «decisore» è cosa ben diversa dal ritenere incluso nella nozione di gestione un modello operativo nel quale è necessario un (vero e proprio) assenso del cliente, il quale assume così il ruolo di «decisore» finale.

Correttamente inquadrata, quindi, la posizione della Consob parrebbe non collidere con la conclusione sopra raggiunta, secondo la quale per aversi gestione è necessaria la discrezionalità nella definizione e realizzazione degli investimenti. Anzi, l'apparente diversità tenderebbe a sfumare: secondo Con-

Note:

(28) Anzi, l'art. 28, comma 1, Delibera Consob n. 8850/1994, prevedeva espressamente che ci potessero essere delle «operazioni che l'intermediario non può compiere senza la preventiva autorizzazione del cliente» e disponeva che le stesse dovessero essere individuate nel contratto di gestione unitamente alle «modalità di manifestazione di detta autorizzazione».

(29) Sul punto, G. Meo, *Tendenze e problemi attuali dell'attività fiduciaria*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, 106; M. Cera, *Le società di intermediazione mobiliare*, in G.E. Colombo e G.B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, vol. 10, 24; L. Enriques, cit., 1034.

(30) In proposito, è stato correttamente osservato che dal confronto in merito agli aspetti definitori del servizio di gestione si passa all'esame delle singole fattispecie concrete «la posizione della Consob e quella della Cassazione, apparentemente contrapposte, si rivelano tutt'altro che inconciliabili ed il dissenso risulta circoscritto alla ricostruzione e valutazione dei fatti di causa, in merito ai quali, peraltro, i margini di apprezzamento del giudice di legittimità sono alquanto angusti», così A. Tucci, cit., 23.

(31) Comunicazione n. DIN/2014610 del 4 marzo 2002.

(32) Ossia moduli d'ordine non compilati ("in bianco") fatti firmare anticipatamente al cliente e, successivamente, compilati dal «gestore» una volta individuata l'operazione da realizzare. È di tutta evidenza che tale modalità operativa nulla ha a che vedere con la gestione con preventivo assenso propriamente intesa. Netta è la differenza strutturale tra le due situazioni: nella prima il cliente non valuta in alcun modo le operazioni da realizzare, lasciando il «gestore» libero di operare; nella seconda, il cliente valuta personalmente ogni singola decisione di investimento approvandola, rifiutandola o modificandola. In merito agli ordini "in bianco" ed alla rilevanza penale della "gestione surrettizia", v. P. Cipolla, *La gestione surrettizia di patrimoni da parte di promotori finanziari*, in *Giur. mer.*, 2001, I, 260.

(33) In tal senso A. Tucci, cit., 22; F. Cirao, *Gestione surrettizia di portafogli di investimento*, in *Contr. impr.*, 2006, 1646, il quale osserva che, mentre la Consob ha dato particolare peso a determinati elementi di fatto, ritenendo non risolutiva la presenza di eventuali ordini della clientela, la giurisprudenza, di contro, ha concluso che l'esistenza di questi ultimi fosse sufficiente per escludere in linea di principio che il soggetto non autorizzato costituisca il centro decisionale delle operazioni eseguite.

sob si ha gestione (surrettizia) quando le decisioni di investimento sono assunte discrezionalmente da un soggetto non autorizzato (il promotore), e non dal cliente, e ciò anche se quest'ultimo ha formalmente sottoscritto (magari anticipatamente) gli ordini di negoziazione necessari per realizzare gli investimenti.

Dunque, mentre nei casi affrontati dalla Consob le autorizzazioni dei clienti secondo detta Autorità, altro non erano se non mere "formalità", nel caso della vera "gestione con preventivo assenso" il cliente, normalmente fornito di adeguata preparazione, mantiene un effettivo potere di controllo sul gestore, valutando e, se del caso, autorizzando ogni singola operazione di investimento/disinvestimento. È di tutta evidenza che si è di fronte ad una situazione significativamente diversa.

Muovendo dal presupposto che agire "a propria discrezione" significa esercitare la propria volontà senza limiti imposti dall'esterno (34) e, dunque, secondo un criterio di giudizio personale, è preferibile ritenere che l'autorizzazione preventiva di ogni singola operazione di investimento proposta dall'intermediario impedisca di ritenere sussistente quell'autonomia decisionale che, ad avviso di chi scrive, è implicita nel concetto di "gestione su base discrezionale" di cui all'art. 1 TUF, e che distingue il gestore dal consulente (35).

Quindi, nelle c.d. "gestioni con preventivo assenso" propriamente intese - ossia il modello operativo, presente nel settore del *private banking*, nel quale il gestore deve ottenere effettivamente il preventivo assenso del cliente per poter eseguire ogni singola operazione - viene a mancare la discrezionalità del gestore, intesa come autonomia decisionale per poter realizzare le operazioni di investimento e/o disinvestimento ritenute opportune per valorizzare il portafoglio. Il cliente può impedire le operazioni proposte, modificarle e/o sostituirle con altre; il che rende obbligata la conclusione che il "centro decisionale" non è più ravvisabile nell'intermediario, quanto piuttosto nel cliente. Si esula, quindi, dalla fattispecie "gestione": l'intermediario si limiterebbe ad eseguire operazioni di investimento decise dai clienti, anche se alcune di esse siano state suggerite dallo stesso intermediario.

È quindi preferibile la tesi secondo la quale le gestioni con preventivo assenso non possano essere qualificate come gestioni di patrimoni, quanto piuttosto come un contratto a causa mista risultante dalla prestazione congiunta del servizio di consulenza e del servizio di esecuzione ordini (ovvero di ricezione e trasmissione di ordini).

Non solo. L'inclusione delle gestioni con preventivo assenso, intese nell'eccezione sopra chiarita, nella nozione di servizio di gestione di portafogli determinerebbe la difficoltà di distinguere, in linea di principio, tale particolare modalità "gestoria" rispetto alla prestazione congiunta del servizio di consulenza in materia di investimenti e di esecuzione ordini. Ciò in quanto l'elemento che differenzia tale combinazione di servizi di investimento rispetto al fenomeno gestorio è proprio l'assenza di discrezionalità in capo al consulente nell'esecuzione delle operazioni individuate: spetta al cliente, infatti, valutare le singole proposte elaborate dal consulente e, se del caso, "trasformarle" in veri e propri ordini di negoziazione. Svalutando il requisito della discrezionalità, il confine tra la fattispecie gestoria e la prestazione congiunta dei due servizi sopra indicati diviene evanescente, se non impossibile da individuare.

Un dubbio può, forse, rimanere in relazione a quei casi in cui la discrezionalità del gestore permane, seppur limitata. Si pensi, ad esempio, alle ipotesi nelle quali il gestore deve richiedere il preventivo assenso soltanto in relazione ad alcune tipologie di operazioni, ovvero soltanto in relazione ad una quota parte, non preponderante, del portafoglio gestito. In tali situazioni può essere ancora possibile individuare i requisiti tipici della gestione. Del resto, è lo stesso art. 24 TUF, a consentire una limitazione (parziale) della discrezionalità del gestore mediante la trasmissione di istruzioni vincolanti da parte del cliente. Significativo in questo senso è il disposto dell'art. 38, Reg. intermediari ai sensi del quale il contratto deve indicare, oltre a 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». Ovviamente, la corretta qualificazione giuridica richiede necessariamente una valutazione caso per caso, con riferimento alle singole fattispecie concrete.

// mirror trading

Nel paragrafo precedente si è affermato che riconoscere al cliente-investitore il diritto di autorizza-

Note:

(34) Così N. Zingarelli, *Vocabolario della lingua italiana*, 2012, voce "Discrezione", spiegazione dell'"Agire a propria discrezione". Analoga definizione si ritrova in A. Gabrielli, *Grande Dizionario Italiano*, Milano, 2012.

(35) Cfr. L. Gaffuri, *Commento a Cass. 20 marzo 2003, n. 4081*, in questa *Rivista*, 2004, 465.

re preventivamente ogni singola operazione di investimento determina l'impossibilità di rientrare nel perimetro del servizio di gestione. Tale conclusione è stata ritenuta preferibile in considerazione del fatto che in tali circostanze il "centro decisionale" è individuabile nel cliente, il quale mantiene (volutamente) il controllo sull'operato del gestore, impedendo allo stesso di agire in modo "discrezionale".

La rilevanza dell'autorizzazione del clienti è un'utile chiave di lettura anche in relazione all'attività di c.d. *mirror trading*, ossia quell'attività prestata dagli intermediari, tipicamente attraverso una piattaforma web accessibile al pubblico, e consistente nell'automatica esecuzione di proposte di acquisto/vendita di strumenti finanziari ("*trading*") formulate da altri operatori (c.d. "fornitori di segnali"), selezionati dal cliente tra quelli presenti sul sito internet dell'intermediario stesso. Più in dettaglio, lo schema operativo del *mirror trading* prevede che l'intermediario raccolga le proposte dei «fornitori di segnali» selezionati dal cliente e ne assicuri l'esecuzione automatica (i.e. senza che il cliente-investitore debba ulteriormente confermare la trasmissione della decisione di investimento all'intermediario negoziatore) in virtù di una specifica autorizzazione ad operare per conto del cliente stesso nei confronti del negoziatore prescelto da quest'ultimo.

Al riguardo, la European Securities and Markets Authority (ESMA) ha recentemente chiarito (36) che lo svolgimento dell'attività di "*mirror trading*" integra la prestazione del servizio di gestione di portafogli. Secondo tale Autorità, il potere-dovere del prestatore del servizio di "*mirror trading*" di tradurre in ordini di negoziazione le proposte formulate dai "fornitori di segnali" integra un'attività di gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato appositamente conferito dal cliente. L'ESMA prima, e la Consob poi (37), hanno chiarito che la riconducibilità di tale attività al servizio in esame viene meno ove non sia prevista l'esecuzione automatica delle proposte di *trading*, e sia invece richiesta l'espressa autorizzazione del cliente-investitore. In tale ultimo caso, a giudizio delle Autorità di vigilanza, il *mirror trading* integra la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, ovvero la diffusione di raccomandazioni generalizzate, a seconda dei casi.

L'esecuzione delle operazioni

Si è avuto modo di osservare che il servizio di ge-

stione presuppone il conferimento di un incarico da parte del cliente e la sua conseguente attuazione da parte dell'intermediario mediante l'esecuzione delle scelte di investimento dallo stesso selezionate (38), fermo restando il diritto del cliente di impartire istruzioni vincolanti.

In altre parole, l'intermediario gestore deve poter rendere operative le proprie scelte di allocazione di portafoglio. È questo un corollario dell'autonomia decisionale del gestore, il quale deve avere la possibilità di realizzare, per conto del cliente, gli investimenti selezionati.

Sul punto, è possibile rifarsi all'interpretazione storicamente adottata dalla Consob, secondo la quale per potersi configurare il servizio in parola è necessario che il gestore abbia potere di disporre la movimentazione del portafoglio titoli di pertinenza del cliente, senza la necessità che la movimentazione del "conto titoli" avvenga direttamente a cura dello stesso intermediario. Su questo aspetto, la Consob ha più volte rilevato che il servizio di gestione di patrimoni «comprende (...) l'obbligo di predisporre la possibilità che dette valutazioni si traducano in operazioni, e non necessariamente la diretta esecuzione di queste ultime» (39).

Tale ricostruzione del contenuto del servizio di gestione di portafogli, formatasi antecedentemente al recepimento della Direttiva MiFID, risulta ancora utilizzabile e consente anche di evidenziare come il servizio di gestione presupponga la possibilità che le valutazioni siano tradotte in operazioni di compravendita, ma non necessariamente la "negoziazione" degli strumenti finanziari (40). È, infatti, sufficiente che il gestore possa autonomamente impartire gli ordini utili alla realizzazione delle decisioni di investimento assunte, essendo invece irrilevante che il soggetto incaricato dell'esecuzione degli ordini sia lo stesso intermediario, ovvero un soggetto terzo.

Note:

(36) Cfr. ESMA, *MiFID Questions and Answers*, Question n. 9, in <http://www.esma.europa.eu>.

(37) V. Comunicazione n. 12062946 del 26 luglio 2012, in www.consob.it.

(38) In questo senso, P. Lucantoni, *Nota a Tribunale di Biella*, 5 aprile 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 76.

(39) Comunicazione Consob n. DAL/RM/97005139 del 10 giugno 1997, in www.consob.it.

(40) In proposito, si rileva che non è essenziale, al fine della configurazione del servizio di gestione, che il patrimonio venga materialmente depositato presso l'intermediario gestore: il patrimonio può, infatti, essere depositato presso un soggetto terzo, purché il gestore abbia il potere di movimentarlo per il compimento delle operazioni di investimento.

Proprio per questa ragione il servizio può essere erogato anche da intermediari che non sono abilitati alla prestazione del servizio di esecuzione ordini per conto dei clienti.

Alla luce di quanto precede, la ricostruzione effettuata dalla Corte di Giustizia UE in un'ottica fiscale - che individua nel servizio di gestione la prestazione di due attività strettamente connesse tra di loro («... una prestazione di analisi e di custodia del patrimonio del cliente investitore, da un lato, e di una prestazione di acquisto e di vendita di titoli propriamente detta, dall'altro») - deve essere correttamente intesa, nel senso di considerare “connesso” (ai fini IVA) il servizio di esecuzione ordini eventualmente prestato dallo stesso intermediario gestore, senza con ciò ritenere necessaria la prestazione di questo servizio per poter configurare la fattispecie “gestione di portafogli” di cui all'art. 1, comma 5 *quinquies*, TUF. A tal fine, si ribadisce, è sufficiente che l'intermediario possa disporre le operazioni, ad esempio trasmettendo gli ordini ad altro soggetto.

La composizione del portafoglio

Un ultimo profilo che occorre indagare - nella ricostruzione dei tratti distintivi del servizio - è relativo alla nozione di “portafoglio di investimento” che, ancora una volta, non trova un diretto riscontro nel TUF.

Si osservi, al riguardo, che il legislatore - sia comunitario, sia interno - non ha utilizzato, al fine di individuare il servizio di gestione, il semplice riferimento agli strumenti finanziari, preferendo utilizzare una più ampia, espressione (portafoglio di investimenti). In assenza di una definizione di tale concetto, pare preferibile ritenere che nell'ambito di un “portafoglio di investimento” possono essere ricompresi non soltanto strumenti finanziari, ma anche altri beni. Ove così non fosse, il legislatore avrebbe con ogni probabilità stabilito che l'attività di gestione ha ad oggetto un “portafoglio di strumenti finanziari”. Pertanto, a differenza degli altri servizi di investimento, che possono avere ad oggetto unicamente strumenti finanziari, un portafoglio di investimenti può comprendere anche beni e attività diversi dagli strumenti finanziari (41). Occorre, tuttavia, sottolineare che, sebbene l'espressione “portafoglio di investimento” sia più ampia di quella di “strumento finanziario”, non si può giungere alla conclusione per cui il portafoglio gestito può essere composto in maniera *prevalente*, o addirittura

esclusiva, da “beni” diversi dagli strumenti finanziari (42).

Note:

(41) Esprime dubbi in proposito P. Soda, Sub *art. 18*, in G. Alpa - F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 193. In senso opposto v., invece R. Costi - L. Enriques, cit., 248.

(42) Così, F. Annunziata, cit., 95.