

Andrea Vicari

---

**ORGANO AMMINISTRATIVO E  
FUNZIONE DI *RISK*  
*MANAGEMENT* NELLA SOCIETÀ  
DI GESTIONE DEL RISPARMIO**

---

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

## Organo amministrativo e funzione di *risk management* nella società di gestione del risparmio (\*)

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. Il ruolo dell'organo amministrativo e la “*board ownership*” (del sistema di gestione) del rischio. — 3. Amministratori esecutivi e non esecutivi della s.g.r. — 4. La “politica” di gestione del rischio. — 5. Le “procedure” per la misurazione e la gestione del rischio. — 6. Il comitato rischi. — 7. La funzione di *risk management*. — 8. Il responsabile della funzione di *risk management*. — 9. La responsabilità degli amministratori in relazione alla politica, alle procedure e alla funzione di *risk management* (cenni).

1. *Premessa.* — La recente emanazione del Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob del 19 gennaio 2015 <sup>(1)</sup> richiede di esaminare, nell'ambito della disciplina sulla *governance* delle società di gestione del risparmio (S.G.R.) e con stretto riferimento al tema del presente lavoro, i seguenti argomenti: (i) i principi e le norme in tema di organo amministrativo (consiglio di amministrazione o, nel sistema dualistico, consiglio di gestione); (ii) i principi e le norme in tema di funzione di *risk management*; (iii) i principi e le norme che regolano i rapporti tra l'organo amministrativo e la funzione di *risk management*.

La disciplina di riferimento va rinvenuta, essenzialmente, nella direttiva 2013/36/UE (in tema di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento), nel Regolamento UE 231/2013 (sui gestori di fondi di investimento alternativi), nel codice civile e nel t.u.f. (in particolare, rispettivamente, negli artt. 2380-bis, 2381 c.c. e art. 6, comma 2-bis), nel citato Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob del 19 gennaio 2015 e negli orientamenti della *European Banking Authority* (EBA) sull'organizzazione interna delle banche e delle imprese di investimento del 27 settembre 2011 <sup>(2)</sup>.

In questo contesto particolare rilevanza assume l'esigenza, ispiratrice della *ratio* di fondo degli interventi normativi, segnalata dalla Direttiva, di “far fronte

---

(\*) Il testo riproduce, con l'aggiunta delle note, la relazione tenuta al convegno “*Governo della S.G.R. e competenza «dovuta» dagli amministratori*” organizzato da Assogestioni, tenutosi a Milano il 25 giugno 2015.

<sup>(1)</sup> Pubblicato nel S.O. n. 1423 alla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 65 del 19 marzo 2015; precisamente: “Atto di modifica del regolamento della Banca d'Italia e della Consob ai sensi dell'articolo 6, comma 2-bis, del testo unico della finanza”, regolamento già adottato congiuntamente dalla Banca d'Italia e dalla Consob in data 29 ottobre 2007, come successivamente integrato e modificato.

<sup>(2)</sup> La rilevanza delle norme di diritto comunitario deriva, oltre che dal fatto che il Regolamento congiunto della Consob e della Banca d'Italia rinvia direttamente, come si vedrà, al Regolamento UE 231/2013, dall'obbligo di interpretazione della disciplina nazionale in modo quanto più possibile compatibile con le prescrizioni del diritto comunitario e dall'applicazione diretta dei regolamenti comunitari.

all'effetto dannoso che dispositivi di governo societario mal concepiti possono avere su una gestione del rischio sana" delle imprese di investimento, cui consegue l'opportunità per gli Stati membri di introdurre principi e norme volti, da un lato, a permettere all'organo di gestione una sorveglianza efficace dell'attività di impresa e, dall'altro, a consentire all'Autorità di Vigilanza di monitorare l'adeguatezza dei dispositivi di *governance* (v. in particolare il considerando n. 54).

Fondamentale risulta il riferimento alla sana "cultura del rischio", in coerenza con i suggerimenti già avanzati da tempo dall'EBA, oltre che per le banche, anche per le imprese di investimento ("un ente dovrebbe sviluppare una cultura dei rischi integrata a tutti i livelli e estesa a tutto l'ente, basata sulla piena comprensione dei rischi che esso deve fronteggiare e delle modalità di gestione di tali rischi, in considerazione della propria tolleranza al rischio/appetito per il rischio": così l'orientamento EBA n. 20.1, v. anche la Direttiva, considerando n. 54)<sup>(3)</sup>.

2. *Il ruolo dell'organo amministrativo e la "board ownership" (del sistema di gestione) del rischio.* — La Direttiva definisce in modo chiaro il ruolo dell'organo amministrativo (e degli amministratori che lo compongono) in relazione alla gestione dei rischi.

All'organo amministrativo spetta, anzitutto, di approvare e riesaminare periodicamente le strategie e le politiche riguardanti l'assunzione, la gestione, la sorveglianza e l'attenuazione dei rischi (compresi quelli derivanti dal contesto macroeconomico, in relazione alla fase del ciclo congiunturale). Tale compito di definizione della "strategia" aziendale (previsto dall'art. 76, comma 1 della Direttiva) corrisponde sostanzialmente (con specifico riferimento al trattamento dei rischi) al dovere generale dell'organo amministrativo dettato nel diritto italiano dall'art. 2381, comma 3, c.c. di "esaminare i piani strategici" dell'impresa.

L'organo amministrativo deve, in secondo luogo, stabilire la natura, la quantità, il formato e la frequenza delle informazioni sui rischi che gli devono essere trasmesse (art. 76, comma 4). Anche tale specifico dovere trova riscontro nelle norme del codice civile che disciplinano, sia pure più in generale, l'informazione degli amministratori (v. l'art. 2381, comma 6, c.c.).

Infine, l'organo amministrativo ha il compito di "partecipare attivamente alla gestione di tutti i rischi" (art. 76, comma 2, sempre in coerenza con i doveri imposti dal codice civile di gestire l'impresa compiendo le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale *ex art. 2380-bis c.c.*), dedicando "tempo

---

<sup>(3)</sup> La relazione tra sviluppo della cultura e della gestione del rischio e compiti dell'organo amministrativo è da tempo posta al centro degli studi dedicati al *risk management*: v., anche con riferimento alle imprese di investimento, ad es. VAN DER ELST, *The risk management duties of the board of directors*, working paper n. 2/2013 del *Financial Law Institute*, maggio 2013, reperibile su [www.law.ugent.be](http://www.law.ugent.be); ITTNER-KEUSCH, *The influence of board of directors' risk oversight on risk management maturity and firm risk-taking*, dattiloscritto, marzo 2015, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

sufficiente all'analisi di questioni connesse con i rischi" e garantendo che siano destinate "risorse adeguate a tal fine" (art. 76, comma 2).

Gli amministratori devono quindi, oltre che amministrare con diligenza la società (impegnandosi, ciascuno secondo i propri ruoli, per il tempo necessario anche alla gestione dei rischi), costruire o valutare l'adeguatezza degli assetti organizzativi deputati al trattamento dei rischi. Nuovamente le disposizioni della Direttiva trovano riscontro nelle norme del codice civile in tema di diligenza degli amministratori e di costruzione e valutazione dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società (artt. 2392, comma 1, 2381, commi 3 e 5, c.c.) (4).

Più dettagliata è la disciplina contenuta nel Regolamento UE 231/2013, che attribuisce all'organo amministrativo il compito di "costruire e governare" il "sistema di gestione del rischio" dell'impresa di investimento.

I "pilastri" del sistema di gestione del rischio sono individuati nella "politica" di gestione del rischio, nelle "procedure" per la gestione del rischio e nella "funzione permanente" di *risk management* (v. rispettivamente, i considerando 52, 45 e 51).

Da questo punto di vista, peraltro, la normativa del Regolamento appare — sul piano formale — la consequenziale applicazione della disciplina della Direttiva (in linea anche con il nostro codice civile) per cui all'organo amministrativo spetta di "costruire" un'organizzazione funzionale alla gestione del rischio.

Molto interessante — e per molti aspetti maggiormente idonea a rappresentare il ruolo dell'organo amministrativo — appare la (parzialmente) diversa prospettiva degli orientamenti dell'EBA, i quali evidenziano come tale organizzazione, per quanto sia certamente funzionale alla gestione, in generale, del rischio da parte dell'impresa, risulti *in primis* diretta a consentire all'organo amministrativo di gestire tale rischio.

I citati orientamenti sottolineano molto opportunamente, in concreto, il concetto della c.d. "board ownership" del sistema di gestione del rischio; in altri termini, l'idea della necessaria "padronanza", da parte dell'organo amministrativo, del sistema di gestione del rischio e, dunque, per il tramite di tale sistema, dell'effettivo rischio imprenditoriale.

L'organizzazione (il "sistema") è, dunque, prima di tutto, funzionale a consentire all'organo amministrativo di gestire (i rischi del)l'impresa.

L'assetto regolamentare così concepito viene sintetizzato nei seguenti termini dagli orientamenti dell'EBA: "le unità operative, sotto la supervisione dell'organo gestorio, dovrebbero essere principalmente responsabili della ge-

---

(4) Sul tema degli assetti organizzativi delle banche e delle imprese di investimento v., nella letteratura italiana, spec. MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio di impresa bancaria*, in questa *Rivista*, I, 2014, 1165 ss.; SCOTTI CAMUZZI, *Le nuove disposizioni di vigilanza sul sistema dei controlli interni nelle banche: un commento introduttivo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 147 ss.; LIMENTANI-TRESOLDI, *Le nuove disposizioni di vigilanza sul sistema dei controlli interni, sul sistema informativo e sulla continuità operativa*, in *Bancaria*, 2013, 12, 63 ss.; nonché già LEMME, *Le disposizioni di vigilanza sulla governance della banche: riflessioni a tre anni dall'intervento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, 705 ss. e G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 303 ss.

stione dei rischi su base giornaliera, in considerazione della tolleranza al rischio/appetito per il rischio dell'ente e in linea con le sue politiche aziendali, le procedure e i controlli" (dove particolare importanza viene assegnata alla supervisione, da leggere nel senso di amministrazione attiva, da parte dell'organo amministrativo: v. l'orientamento n. 20.1).

Conseguentemente va istituito dalla s.g.r. "un sistema di reportistica regolare e trasparente", in modo che l'organo gestorio e tutte le unità rilevanti della società "ricevano le informazioni in maniera tempestiva, precisa, sintetica, comprensibile e sostanziale, e possano condividere le informazioni rilevanti in materia di identificazione, misurazione o valutazione, e monitoraggio dei rischi. Il sistema di reportistica dovrebbe essere adeguatamente definito, documentato e approvato dall'organo gestorio" (orientamento n. 20.7).

3. *Amministratori esecutivi e non esecutivi della s.g.r.* — Altrettanta chiarezza si riscontra nella Direttiva in sede di definizione dei ruoli dei diversi amministratori componenti l'organo amministrativo (esecutivi, non esecutivi).

Mentre agli amministratori esecutivi (e ai componenti del comitato esecutivo) spetta di gestire l'impresa su base continuativa, il ruolo dei membri non esecutivi dell'organo amministrativo viene individuato nell'espletamento (a) di un'azione di stimolo costruttivo alla strategia societaria e, di conseguenza, di un contributo al suo sviluppo, (b) nell'esame dei risultati della dirigenza in termini di raggiungimento degli obiettivi concordati, (c) nell'accertamento dell'accuratezza delle informazioni finanziarie, (d) nella verifica che i sistemi di gestione del rischio siano solidi e giustificabili (v. il considerando n. 57).

Tale impostazione appare, peraltro, allineata a quella del codice civile italiano a seguito della riforma del diritto delle società di capitali del 2003, per cui gli amministratori non esecutivi sono chiamati ad agire informati, ad amministrare la società sulla base delle informazioni rese in consiglio e a valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società (cfr. l'art. 2381, commi 6 e 3, c.c.).

Ricordo peraltro che, per quanto riguarda, in particolare, i doveri strettamente gestori degli amministratori non esecutivi, l'opinione dominante nella dottrina italiana (soprattutto al fine di ridimensionare i profili di responsabilità degli amministratori non esecutivi) appare propensa a ritenere che il contenuto del dovere di informazione di tali amministratori risulti individuato, da un lato, dalle circostanze che emergono dalle informazioni rese dagli amministratori esecutivi ai sensi dell'art. 2381, comma 5, c.c., e, dall'altro, dall'esigenza di assumere le informazioni necessarie all'adeguata ponderazione delle questioni su cui il consiglio è chiamato ad esprimersi (anche ove le stesse non siano contenute nella relazione degli amministratori esecutivi), ferma restando la facoltà (e non l'obbligo) per gli amministratori non esecutivi, comunque, di richiedere in consiglio qualsivoglia altra informazione relativa alla gestione <sup>(5)</sup>.

---

<sup>(5)</sup> Cfr. per tutti ABBADESSA, sia in generale (v. *Profili tipici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso,

Agli amministratori non esecutivi possono essere attribuiti (come espressamente previsto, ad esempio, dalla disciplina bancaria, la quale, però, in questo senso non vale a derogare, ma, semmai, a specificare, la normativa del codice civile) compiti di partecipazione ad eventuali comitati, con funzioni istruttorie, consultive e propositive” (6).

Lungo queste linee si muove anche il Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob del 19 gennaio 2015.

All'art. 33 (rubricato “organi aziendali”) si prevede, in primo luogo, che all'organo con funzione di supervisione strategica (ovvero all'organo amministrativo inteso come organo collegiale) spetta di *a*) individuare gli obiettivi e le strategie dell'intermediario, compresa la politica del sistema di gestione del rischio (valutandone periodicamente la corretta attuazione e la coerenza con l'evoluzione dell'attività), *b*) valutare che il sistema di flussi informativi sia adeguato, completo ed efficace e *c*) approvare la struttura organizzativa e valutarne periodicamente l'adeguatezza.

In secondo luogo, lo stesso art. 33 dispone che l'organo con funzione di gestione (e cioè l'amministratore delegato o il comitato esecutivo) deve *a*) attuare la politica di gestione del rischio definita dal consiglio (e verificarne l'adeguatezza e l'efficace implementazione); *b*) definire i flussi informativi volti ad assicurare agli organi aziendali la conoscenza dei fatti di gestione rilevanti; *c*) curare costantemente l'adeguatezza dell'assetto delle funzioni aziendali e della suddivisione dei compiti e delle responsabilità e *d*) riferire all'organo con funzione di supervisione strategica e all'organo di controllo periodicamente, e comunque

---

v. II, Torino, 2006, 505), sia con riferimento alla società bancarie (con valenza interpretativa, però, anche per le s.g.r.: v. dello stesso A. *L'amministrazione delle società bancarie secondo il sistema tradizionale*, in AA. Vv., *La governance delle società bancarie. Convegno in memoria di Niccolò Salanitro*, Milano, Giuffrè, 2014, 14.

(6) Condivisibilmente ABBADESSA, *L'amministrazione* (nt. 5), 14, chiarisce, dunque, che il ruolo degli amministratori non esecutivi è destinato “ad esprimersi nelle sessioni plenarie” del consiglio della banca e, eventualmente, negli eventuali comitati specializzati (v. anche, per approfondimenti, REGOLI, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, 375 ss.).

La partecipazione ai comitati, peraltro, non comporta un'integrale equiparazione della responsabilità di questi amministratori a quella degli amministratori cui compete la gestione dell'impresa; tale partecipazione determina, infatti, un incremento della diligenza richiesta agli amministratori partecipanti al comitato con esclusivo riferimento alle (specifiche) funzioni (istruttorie, consultive, propositive) esercitate nel comitato, con conseguente aumento di responsabilità solo in caso di violazione del dovere di diligenza nell'espletamento di tali (specifiche) funzioni (l'esercizio della funzione comporterà, peraltro, il potere-dovere degli amministratori partecipanti al comitato di acquisire anche informazioni ulteriori rispetto a quelle fatte circolare in consiglio, nei limiti di quanto necessario per lo svolgimento dell'attività del comitato; anche il relazione a tale *set* aggiuntivo di informazioni andrà poi valutata la loro responsabilità): cfr. in questo senso spec. STELLA RICHTER *jr.*, *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 674; ID., *Il controllo all'interno dell'organo amministrativo*, in AA. Vv., *Corporate governance e sistema dei controlli nella s.p.a.*, a cura di Tombari, Torino, Giappichelli, 2013, 29.

Circa il contenuto dei doveri (e l'area di responsabilità) degli amministratori non esecutivi, in particolare, nella valutazione della valutazione dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, v. poi, per tutti, MONTALENTI, *Collegio sindacale, flussi informativi e governo societario: novità e prospettive*, in *Nuovo dir. soc.*, n. 2015, 13, 15 s.: “la valutazione dell'adeguatezza del sistema organizzativo sulla base delle informazioni ricevute [sempre, comunque, solo in consiglio o nel comitato] non esclude *a priori* che gli amministratori [non esecutivi] debbano richiedere informazioni ulteriori e/o proporre in deliberazione ulteriori indagini e verifiche”.

almeno ogni due mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione.

Questa precisa ripartizione dei compiti dovrebbe indurre a valutare in chiave critica, in particolare, il recente orientamento giurisprudenziale della Corte di Cassazione, riferito alle banche (ma agevolmente estensibile — ed in fatto esteso, soprattutto nei giudizi in tema di responsabilità civile e per sanzioni amministrative erogate dalla Banca d'Italia — anche alle s.g.r.), secondo cui “in materia di società bancarie il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi non è rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dagli amministratori delegati attraverso i rapporti dei quali la legge onera questi ultimi, giacché anche i primi devono possedere ed esprimere costante ed adeguata conoscenza del *business* bancario e, essendo compartecipi delle decisioni assunte dall'intero consiglio (al quale è affidata l'approvazione degli orientamenti strategici e delle politiche di gestione del rischio dell'intermediario), hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi in tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter utilmente ed efficacemente esercitare una funzione dialettica e di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi attraverso un costante flusso informativo” (7).

Tale orientamento, infatti, rischia di reintrodurre di fatto (in particolare, imponendo un costante flusso informativo reciproco) il dovere di vigilanza sul generale andamento della gestione dell'impresa da parte degli amministratori non esecutivi, dovere che non solo è stato eliminato a livello di diritto positivo dal d. lgs. 6/2003 di riforma del diritto delle società di capitali (8), ma che anche non è previsto (nei termini di cui alla precedente disciplina nazionale) dai più recenti dati normativi comunitari, sopra illustrati (9).

---

(7) Cfr. Cass., 5 febbraio 2013, n. 2737, 2738 e 2739; le sentenze sono commentate positivamente da BARBAGALLO, *Doveri e responsabilità degli amministratori delle banche: il punto di vista della Banca d'Italia*, in *Bancaria*, 2014, 5, 9, nota 3: il dovere degli amministratori non esecutivi “non si esaurisce, nelle banche, nel ricevere l'informazione che gli amministratori delegati forniscono. Essi [hanno] come ribadito dalla suprema Corte «l'obbligo» di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi in tutte le aree della banca e di attivarsi [nel] monitoraggio delle scelte compiute dagli organi esecutivi attraverso un costante flusso informativo»”.

(8) O, comunque, sensibilmente modificato, atteso che ora lo stesso si sostanzia in un diverso dovere di “valutare il generale andamento della gestione”, “sulla base della relazione degli organi delegati” (ex art. 2381, comma 3, c.c.): cfr. in proposito, da ultimo, Trib. Milano, 3 marzo 2015, reperibile su [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it).

Come noto, il testo previgente dell'art. 2392, comma 2, c.c. disponeva che “in ogni caso gli amministratori sono solidalmente responsabili se non hanno vigilato sull'andamento della gestione”; il d. lgs. 6/2003 ha soppresso tale norma; la Relazione governativa al d. lgs. 6/2003 ha così motivato tale soppressione (sez. III, § 4): “la eliminazione dal precedente secondo comma dell'art. 2392 dell'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione, sostituita da specifici obblighi ben individuati (v. in particolare gli artt. 2381 e 2391 c.c.), tende, pur conservando la responsabilità solidale, ad evitare sue indebite estensioni che, soprattutto nell'esperienza delle azioni esperite da procedure concorsuali, finiva per trasformarla in una responsabilità sostanzialmente oggettiva, allontanando le persone più consapevoli dall'accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili. Si tratta di un chiarimento interpretativo di notevole rilevanza, avuto riguardo alle incertezze dell'attuale prevalente giurisprudenza”.

(9) La conclusione viene, peraltro, confermata anche dagli studi appositamente dedicati alla responsabilità degli amministratori non esecutivi nelle società finanziarie: cfr. ad es. MILLER, *Oversight liability for risk-management failures at financial firms*, 84 *South. Cal. l. rev.* (2010), 120, il quale,

4. La “politica” di gestione del rischio. — Come anticipato (sopra, § 2), il Regolamento UE 231/2013 (al considerando n. 52) individua il primo “pilastro” del sistema di gestione del rischio nella c.d. “politica di gestione del rischio”.

Questa politica va adeguatamente documentata e deve illustrare le misure e le procedure per misurare e gestire i rischi, le tecniche operative impiegate per contenere i rischi, le informazioni sulla ripartizione delle responsabilità riguardo alla gestione del rischio, le garanzie a tutela dell’indipendenza nell’esercizio della funzione di *risk management*.

Ai fini dell’efficacia della politica di gestione del rischio, l’alta dirigenza deve riesaminarla a cadenza almeno annuale.

La definizione della politica di gestione del rischio viene precisata nell’art. 40 del Regolamento UE 231/2013.

La società deve includere almeno i seguenti elementi nella “politica”: *a*) le tecniche, le procedure e le disposizioni che le consentono di rispettare l’art. 45 del medesimo Regolamento (in tema di misurazione e gestione del rischio: le “procedure”, v. *infra sub* § 5); *b*) le tecniche, gli strumenti e le disposizioni che le consentono di valutare e controllare il rischio di liquidità in condizioni normali e in condizioni eccezionali, anche tramite prove di *stress* effettuate periodicamente; *c*) i limiti di rischio fissati conformemente al medesimo Regolamento UE e la spiegazione della loro corrispondenza con il profilo di rischio della società comunicato agli investitori; *d*) la ripartizione delle responsabilità in materia di gestione del rischio; *e*) i termini, il contenuto, la frequenza e i destinatari degli aggiornamenti periodici da parte della funzione di *risk management*; *f*) le garanzie (queste ultime, in particolare, devono riguardare 1) la natura dei potenziali conflitti di interesse; 2) le misure correttive poste in atto; 3) le ragioni per cui si può ragionevolmente prevedere che tali misure garantiscano l’indipendenza nell’esercizio della funzione di gestione del rischio; 4) le modalità con le quali la società prevede di assicurare che le garanzie siano costantemente efficaci).

L’art. 41 del Regolamento UE 231/2013 si occupa poi della revisione della politica di gestione del rischio.

La società è chiamata, infatti, a valutare, sorvegliare e riesaminare periodicamente, almeno una volta all’anno: *a*) l’adeguatezza e l’efficacia della politica di gestione del rischio e delle procedure (di cui all’art. 45); *b*) in che misura la società rispetti la politica di gestione del rischio e le procedure; *c*) l’adeguatezza e l’efficacia delle misure adottate per rimediare a eventuali carenze del funzionamento delle procedure; *d*) le prestazioni della funzione di *risk management*; *e*) l’adeguatezza e l’efficacia delle misure volte a garantire la separazione funzionale e gerarchica della funzione di *risk management*.

---

sulla base di vari argomenti, così conclude: “there can be little doubt that expanding oversight liability to improve risk management practices at financial firms would be tremendously inefficient”. Parimenti nega l’opportunità di introdurre discipline specifiche (ovvero con connotazioni derogatorie rispetto alla disciplina generale di diritto societario) per il *board* delle imprese di investimento C. VAN DER ELST, *Corporate governance and banks: how justified is the match?*, *ECGI law working paper* 284/2015, febbraio 2015, reperibile su [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org), 1: “we hardly find convincing arguments for the bank governance specificities”.

La frequenza del riesame periodico è decisa dall'alta dirigenza conformemente al principio di proporzionalità (in funzione della natura, della scala e della complessità dell'attività della società).

Oltre al riesame periodico, la politica va rivista ogniqualvolta siano apportate modifiche significative alle procedure, eventi interni o esterni indichino che è necessario un riesame aggiuntivo, oppure siano apportate modifiche significative alla strategia e agli obiettivi di investimento dei fondi gestiti.

La società è tenuta ad informare l'Autorità di Vigilanza di qualsiasi modifica significativa della politica di gestione del rischio e delle procedure.

5. *Le "procedure" per la misurazione e la gestione del rischio.* — I limiti di rischio qualitativi e quantitativi per ciascun fondo gestito dalla s.g.r. riguardano almeno il rischio di mercato, il rischio di credito, il rischio di liquidità, il rischio di controparte e il rischio operativo (v. l'art. 40 del Regolamento UE 231/2013).

Tali limiti devono essere in linea con il profilo di rischio del fondo comunicato agli investitori e approvato dall'organo amministrativo.

In proposito appare opportuno richiamare, peraltro, l'orientamento EBA n. 20.4, per cui la società si deve dotare di un sistema globale di gestione del rischio che si estenda a tutte le unità operative, di supporto e di controllo, che riconosca pienamente la sostanza economica delle esposizioni al rischio e "ricomprenda tutti i rischi rilevanti (ad esempio quelli finanziari e non finanziari, nel bilancio e fuori bilancio, se contingenti o contrattuali, oppure no)", con la conseguenza che "il suo ambito non dovrebbe limitarsi ai rischi di credito, di mercato, di liquidità e operativi", ma dovrebbe anche includere altre tipologie di rischio (di concentrazione, reputazionali, di conformità alle norme, strategici, etc.)<sup>(10)</sup>.

La s.g.r. è, pertanto, tenuta (in base al Regolamento: v. sempre l'art. 45) ad adottare disposizioni, procedure e tecniche adeguate ed efficaci per individuare, misurare e gestire in qualsiasi momento i rischi ai quali sono esposti o potrebbero essere esposti i fondi gestiti ed assicurare il rispetto dei limiti stabiliti (tali procedure rappresentano il secondo "pilastro" del sistema di gestione del rischio).

Le procedure devono essere proporzionate alla natura, alla scala e alla complessità dell'attività della società e di ciascun fondo gestito e conformi al profilo di rischio del fondo comunicato agli investitori.

---

<sup>(10)</sup> Ciò implica anche una efficace conoscenza da parte del *board* dei prodotti commercializzati (c.d. "*product governance*"): cfr. in proposito VEGAS, *Una governance bancaria di qualità passa anche per una buona product governance*, in *Bancaria*, 5/2014, 11 ss.: "in chiave prospettica, dalla MiFid 2 [...] emerge chiaramente il dovere del *board* delle banche di definire le strategie commerciali e di *business* in coerenza con i bisogni e le caratteristiche degli investitori. Gli intermediari, anche ove meri *manufacturers*, cioè responsabili unicamente dell'ingegnerizzazione dei prodotti finanziari, saranno chiamati ad adottare rigorose misure di *product governance*, in grado di assicurare, sin dalla fase di ideazione dei prodotti e nella successiva definizione della gamma di prodotti da distribuire, il perseguimento del miglior interesse dei clienti. A tal fine viene esplicitato l'obbligo di del *product manufacturer* di implementare misure organizzative *ad hoc*"; in tal senso v. anche l'*opinion* dell'E-SMA (European Securities and Markets Authority), *Structured retail products — Good practices for product governance arrangements*, del 27 marzo 2014 reperibile su [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

Per ogni fondo gestito, la società deve, inoltre, (i) mettere in atto le disposizioni, le procedure e le tecniche di misurazione del rischio necessarie per garantire che i rischi delle posizioni assunte e il loro contributo al profilo di rischio complessivo siano misurati accuratamente sulla base di dati solidi e affidabili e che le disposizioni, procedure e tecniche di misurazione del rischio siano adeguatamente documentate; (ii) effettuare periodicamente verifiche *a posteriori* al fine di valutare la validità delle disposizioni in materia di misurazione dei rischi che comprendono previsioni e stime basate su modelli; (iii) svolgere periodicamente prove di *stress* e analisi di scenari appropriati per tenere conto dei rischi derivanti da possibili variazioni delle condizioni di mercato che potrebbero avere conseguenze negative; (iv) assicurare che il livello attuale di rischio sia conforme ai limiti di rischio fissati dalla società; (v) istituire, attuare e mantenere procedure adeguate che, in caso di violazione effettiva o prevista dei limiti di rischio, consentano l'adozione tempestiva di misure correttive nel miglior interesse degli investitori; (vi) garantire che vi siano sistemi e procedure appropriati per la gestione della liquidità per ciascun fondo.

6. *Il comitato rischi.* — Il comitato rischi è menzionato dalla Direttiva e dagli orientamenti dell'EBA.

Quanto alla Direttiva, la stessa dispone (all'art. 76, comma 3) che gli Stati membri devono assicurare che le società che siano significative per dimensioni e organizzazione interna e per la natura, l'ampiezza e la complessità delle loro attività istituiscano un comitato dei rischi, composto da membri dell'organo di gestione che non esercitano funzioni esecutive.

I componenti del comitato dei rischi devono possedere conoscenze, competenze ed esperienze adeguate per capire a fondo e sorvegliare la strategia in materia di rischi e la propensione al rischio dell'ente.

Quanto alla funzione del comitato, esso è tenuto a prestare consulenza all'organo di gestione sulla propensione al rischio e sulla strategia in materia di rischi globali della società, sia presenti che futuri, e ad assistere l'organo di gestione nel controllare l'attuazione di tale strategia da parte dell'alta dirigenza.

L'organo amministrativo conserva, tuttavia, anche secondo i principi generali, la responsabilità globale in materia di rischi.

Un compito specifico è poi assegnato, sempre dall'art. 76 della Direttiva, al comitato dei rischi in tema di verifica dei prezzi delle passività e delle attività offerte ai clienti. Il comitato è tenuto ad accertare se tali prezzi tengano pienamente conto del modello imprenditoriale della società e della sua strategia in materia di rischi. Qualora i prezzi non rispecchino adeguatamente i rischi conformemente al modello imprenditoriale e alla strategia in materia di rischi, il comitato è chiamato a presentare all'organo di gestione un piano di recupero.

Infine, è previsto che le Autorità di Vigilanza possano consentire a una società non considerata significativa di istituire un comitato congiunto dei rischi e per il controllo interno e per la revisione contabile.

A corredo della disciplina della direttiva, l'orientamento EBA n. 22.8 stabilisce che, "se istituito, il comitato per i rischi dovrebbe ricevere regolarmente

relazioni formali e comunicazioni informali, a seconda dei casi, dalla funzione di controllo dei rischi e dal responsabile dei rischi”.

7. *La funzione di risk management.* — Il terzo “pilastro” del sistema di gestione dei rischi (la funzione di *risk management*), è disciplinato tanto a livello di disciplina comunitaria (Direttiva, Regolamento UE 231/2013), quanto (sia pure con una particolare tecnica normativa di rinvio alla normativa comunitaria) a livello di Regolamento congiunto della Banca d’Italia e della Consob del 19 gennaio 2015.

(i) La Direttiva prevede che gli Stati membri devono assicurare, conformemente al requisito di proporzionalità, che le imprese di investimento si dotino di una funzione di *risk management* indipendente dalle funzioni operative e che questa disponga, nella misura necessaria, di autorità, peso, risorse e accesso all’organo di gestione (Direttiva, art. 76, comma 5).

La funzione *risk management* deve (negli intendimenti della Direttiva) (a) assicurare che tutti i rischi materiali siano individuati, misurati e adeguatamente segnalati, (b) partecipare attivamente alla definizione della strategia della società in materia di rischi e in tutte le decisioni fondamentali di gestione dei rischi e (c) fornire una visione completa dell’intera gamma di rischi cui l’impresa è esposta.

Particolarmente significativo risulta l’art. 76, comma 5, alinea 3, ai sensi del quale “se necessario, gli Stati membri garantiscono che la funzione di gestione dei rischi possa riferire direttamente all’organo di gestione nella sua funzione di supervisione strategica, indipendentemente dall’alta dirigenza, e possa sollevare preoccupazioni e avvisare detto organo, ove opportuno, qualora un’evoluzione specifica dei rischi interessi o possa interessare l’ente”.

(ii) A livello di orientamenti dell’EBA, è previsto che la funzione di controllo dei rischi deve “garantire che tutti i principali rischi cui la società è esposta siano individuati e adeguatamente gestiti dalle pertinenti unità e che un quadro complessivo di tutti i rischi rilevanti sia sottoposto all’organo gestorio”.

Non solo, ma la funzione di controllo dei rischi è chiamata anche a “fornire rilevanti e indipendenti informazioni, analisi e pareri di specialisti sull’esposizione ai rischi, e consulenza su proposte e decisioni in materia di rischi adottate dall’organo gestorio e dalle unità operative o di supporto con riferimento alla coerenza di tali proposte e decisioni con la tolleranza al rischio/appetito per il rischio dell’ente”.

Infine, sempre per gli orientamenti dell’EBA, la funzione di controllo dei rischi può “raccomandare l’apporto di miglioramenti al sistema di gestione dei rischi e opzioni per porre rimedio a violazioni delle politiche aziendali, delle procedure e dei limiti operativi in materia di rischi” (orientamento n. 25.2).

A livello operativo, la funzione “dovrebbe essere attivamente coinvolta sin dalla fase iniziale dell’elaborazione degli indirizzi strategici sui rischi e in tutte le decisioni che riguardano la gestione dei rischi” e “dovrebbe fornire all’organo gestorio tutte le informazioni rilevanti relative ai rischi (ad esempio attraverso analisi tecniche sull’esposizione ai rischi) al fine di consentire a tale organo di fissare il livello di tolleranza al rischio/appetito” (orientamenti n. 26.1 e 26.2).

(iii) Per venire al Regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob del 19 gennaio 2015, l'art. 42 — utilizzando la citata tecnica di rinvio alla disciplina comunitaria — dispone che “la funzione di gestione del rischio è disciplinata dagli artt. 39, 42 e 42 del Regolamento UE 231/2013”.

Ne deriva che, in base al Regolamento congiunto, la disciplina nazionale della funzione di *risk management* va rinvenuta nel citato Regolamento comunitario.

Quest'ultimo, al considerando 51, stabilisce che la funzione di *risk management* deve svolgere un ruolo di primo piano nella definizione della politica del rischio e nel monitoraggio e nella misurazione del rischio (disponendo dell'autorità necessaria e potendo avere accesso a tutte le informazioni pertinenti) e deve mantenere regolarmente contatti con l'alta dirigenza e l'organo di amministrazione della società per trasmettere loro i vari aggiornamenti, in modo che possano adottare prontamente le eventuali misure correttive necessarie.

Il considerando 53 dispone che la funzione di *risk management* deve essere separata sotto il profilo funzionale e gerarchico dalle unità operative, che tale separazione deve spingersi fino al livello dell'organo amministrativo e che le persone che ricoprono la funzione di gestione del rischio non devono svolgere compiti in conflitto con essa né essere sottoposti a persone incaricate di compiti in conflitto con essa.

Quanto agli articoli del Regolamento UE 231/2013 direttamente richiamati dal Regolamento congiunto di Consob e di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, l'art. 39 disciplina i “compiti della funzione”.

La s.g.r. — stabilisce la norma — deve istituire e mantenere una funzione permanente che: *a)* attui politiche e procedure efficaci per individuare, misurare, gestire e monitorare su base continuativa tutti i rischi inerenti alla strategia di investimento di ogni fondo e ai quali ogni fondo è esposto o può essere esposto; *b)* assicuri che il profilo di rischio del fondo comunicato agli investitori sia conforme ai limiti di rischio fissati dalla società; *c)* monitori l'osservanza dei limiti di rischio e informi tempestivamente l'organo amministrativo (e quello di sorveglianza) della società quando ritiene che il profilo di rischio del fondo superi tali limiti o vi sia un rischio significativo che li superi in futuro; *d)* aggiorni periodicamente l'organo di gestione (e, se esistente, la funzione di sorveglianza) della società con una frequenza adeguata alla natura, alla scala e alla complessità delle attività, in merito *d1)* alla coerenza e alla conformità dei limiti di rischio fissati con il profilo di rischio comunicato agli investitori e *d2)* all'adeguatezza e all'efficacia del processo di gestione del rischio, indicando in particolare se sono state o saranno adottate adeguate misure correttive in caso di carenze riscontrate o previste; *e)* aggiorni periodicamente l'alta dirigenza in merito al livello attuale di rischio sostenuto da ogni fondo gestito e ogni violazione effettiva o prevedibile dei limiti di rischio fissati, in modo da consentire la pronta adozione di azioni opportune.

La funzione di gestione del rischio deve essere dotata dell'autorità necessaria ed avere accesso a tutte le informazioni pertinenti per l'assolvimento dei suoi compiti.

L'art. 42 del Regolamento comunitario (sempre direttamente richiamato, come detto, dal Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob) è dedicato a garantire invece la "separatezza della funzione".

La funzione è considerata funzionalmente e gerarchicamente separata dalle unità operative, compresa la funzione di gestione del portafoglio, solo se le persone partecipanti all'esercizio della funzione: *a)* non sono soggette alla sorveglianza delle persone responsabili delle unità operative, compresa la funzione di gestione del portafoglio; *b)* non partecipano all'esecuzione di attività all'interno delle unità operative, compresa la funzione di gestione del portafoglio; *c)* sono retribuite in funzione del raggiungimento degli obiettivi connessi a tale funzione, indipendentemente dai risultati delle unità operative, compresa la funzione di gestione del portafoglio.

La separazione funzionale e gerarchica della funzione di gestione del rischio va assicurata rispetto a tutta la struttura gerarchica della società e all'organo di gestione.

Essa è soggetta al controllo dell'organo amministrativo e all'organo di sorveglianza della società.

Infine, l'art. 43 del Regolamento UE 231/2013 disciplina le "garanzie" della funzione contro i conflitti di interesse. Tali garanzie devono assicurare quanto meno che: *a)* le decisioni adottate dalla funzione siano basate su dati affidabili, soggetti ad un grado appropriato di controllo da parte della funzione; *b)* la retribuzione di coloro che partecipano all'esercizio della funzione rifletta il raggiungimento degli obiettivi connessi alla stessa, indipendentemente dai risultati conseguiti dai settori dell'impresa in cui operano; *c)* la funzione sia soggetta ad un controllo appropriato e indipendente, volto a garantire che le decisioni siano prese in modo indipendente; *d)* la funzione sia rappresentata nell'organo amministrativo almeno con la stessa autorità della funzione di gestione del portafoglio; *e)* le funzioni in conflitto siano adeguatamente separate.

Laddove proporzionato, considerate la natura, la scala e la complessità della società, le garanzie devono assicurare altresì che l'esercizio della funzione di *risk management* sia controllato periodicamente dalla funzione di *audit* interno e il comitato per il rischio, se istituito, sia dotato di risorse adeguate e i suoi membri non indipendenti non abbiano un'influenza indebita sull'esercizio della funzione di gestione del rischio.

8. *Il responsabile della funzione di risk management.* — La figura del responsabile della funzione di *risk management* è regolata dalla Direttiva, all'art. 76.

Il capo della funzione di gestione dei rischi — dispone la Direttiva — è un alto dirigente indipendente cui sono attribuite responsabilità distinte per la funzione di gestione dei rischi.

Quando la natura, l'ampiezza e la complessità delle attività della società non giustificano la nomina di una persona appositamente incaricata, un'altra persona di grado elevato può esercitare tale funzione, purché non vi siano conflitti di interesse.

Il capo della funzione di gestione dei rischi non può, però, essere rimosso

senza previa approvazione dell'organo amministrativo e, se necessario, può avere accesso diretto allo stesso.

9. *La responsabilità degli amministratori in relazione alla politica, alle procedure e alla funzione di risk management (cenni).* — Il tema della responsabilità degli amministratori della s.g.r. per l'eventuale violazione della normativa illustrata nelle pagine precedenti è evidentemente troppo vasto e complesso per essere trattato in questa sede.

Mi limiterò, pertanto, a brevi cenni, evidenziando le principali fattispecie di possibile responsabilità.

(i) Il primo caso da considerare è quello della totale o parziale omissione da parte dell'organo amministrativo dell'attività di costruzione del "sistema di gestione del rischio" (ovvero, della politica e/o delle procedure e/o della funzione).

In tale ipotesi si riscontra una diretta violazione della disciplina, con conseguente responsabilità *ex art.* 2392 c.c. degli amministratori, ciascuno conformemente alla diligenza richiesta dalla carica ricoperta.

Il fatto di essere in presenza di un'omissione da parte degli amministratori pone la domanda se trovi applicazione la *business judgment rule*, con conseguente possibilità per gli stessi amministratori di liberarsi dimostrando di aver agito in modo razionale e non arbitrario.

A mio avviso solo in caso di omissione totale dovrebbe porsi un tema (non di decisione errata, ma) di "mancata decisione", con conseguente (corretta) disapplicazione della *business judgment rule*. In ipotesi, invece, di costruzioni parziali o inadeguate del sistema, ci si dovrebbe reputare in presenza, comunque, di una decisione, da vagliare sulla base della regola citata <sup>(11)</sup>. La predisposizione

---

<sup>(11)</sup> Si registra, peraltro, come noto, anche un diverso orientamento dottrinale per cui la *business judgment rule* non potrebbe trovare applicazione con riferimento al dovere di costruzione e di valutazione dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società (e, dunque, anche del "sistema di gestione del rischio"). Tale tesi può essere sostenuta (e viene sostenuta: cfr. per tutti MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 828) sulla base di diverse argomentazioni. La principale è quella per cui nel caso di specie il legislatore avrebbe già identificato con precisione l'obbligo di legge (costruzione e valutazione dell'assetto), circoscrivendo nettamente la discrezionalità degli amministratori. La *business judgment rule* si applicherebbe solamente dove vi sia effettivo spazio per una "scelta imprenditoriale" e in questo caso questo margine di discrezionalità imprenditoriale non sussisterebbe.

Questa tesi è, però, a mio avviso opinabile, posto che la *business judgment rule* si applica anche agli obblighi specifici (ad esempio, la redazione del bilancio, la decisione di convocare l'assemblea in caso di perdite, etc.): resterebbe, poi, anche da comprendere sino a che punto l'obbligo di predisporre e valutare l'assetto organizzativo sia veramente da intendersi come "specifico e dettagliato".

La *business judgment rule* non dovrebbe venire disapplicata in caso di violazione di "doveri specifici", ma piuttosto in caso di violazioni del dovere di agire informati e/o di "omissioni" di portata tale da poter essere qualificate come espressione di un comportamento non razionale. Ogni qualvolta ci si trovi, infatti, in presenza di un effettivo processo di "*directorial decisionmaking*" effettuato su basi informate e razionali, la *business judgment rule* dovrebbe trovare applicazione.

In questo senso, nel diritto statunitense (ordinamento cui pare sempre necessario riferirsi in sede di approfondimento del tema della *business judgment rule*), la *Delaware Supreme Court* [nei casi *Stone v. Ritter*, 911 A.2d (Del. 2006), *Citigroup*, 964, A2d (Del. 2009) e *Goldman Sachs Grp.* (Del. 2011)] ha costantemente individuato, in generale, quali "necessary conditions for director oversight liability", con conseguente disapplicazione della *business judgment rule*, le seguenti: "(a) the directors

non corretta del sistema di gestione del rischio non necessariamente implica, infatti, un'omissione, ma può rappresentare anche una scelta (imprenditoriale), eventualmente deliberata, tale da potere essere in taluni casi ricostruita — in base ad un giudizio *ex ante* — come razionale e, dunque, legittima.

(ii) La mancata considerazione da parte degli amministratori delle valutazioni della funzione di *risk management* può, a sua volta, comportare una responsabilità *ex art.* 2392 c.c.

In caso di valutazione difforme dalle risultanze della funzione di *risk management*, non sussisterà una responsabilità degli amministratori qualora costoro illustrino convincentemente le ragioni in base alle quali abbiano ritenuto più diligente discostarsi dall'esito del processo interno di *risk management* (dimostrando ad esempio che lo stesso non fosse corretto o completo nel caso concreto), sempre con applicazione della *business judgement rule*.

(iii) Quanto, infine, alla prova della diligenza *ex art.* 2392 c.c. (e, per quanto attiene alla società, *ex artt.* 23 e 94 t.u.f. nei giudizi avviati contro la stessa dai clienti), gli amministratori e la s.g.r. potranno fondatamente sostenere di aver operato “diligentemente” qualora sia stato correttamente costruito un (ben funzionante) sistema di gestione del rischio; diverrà, in questo caso, più agevole assolvere l'onere della prova che il legislatore pone a carico dello stesso intermediario nonché degli amministratori in sede di dimostrazione dell'assenza di colpa.

ANDREA VICARI

### Abstract

Following the recent enactment of the Bank of Italy and Consob Regulation of 19 January 2015, the essay describes, within the discipline on the corporate governance of the Italian asset management companies (“società di gestione del risparmio”), the principles and rules on the board of directors and the risk management function, highlighting the most critical features of the relations between the governing body and the risk management function.

---

utterly failed to implement any reporting or information system or controls; or (b) having implemented such a system or controls, consciously failed to monitor or oversee its operation thus disabling themselves from being informed of risks or problems requiring attention” [le prime due sentenze sono commentate adesivamente da MILLER (nt. 9) e ID, *Wrongful omission by corporate directors: Stone v. Ritter and adapting the process model of the Delaware business judgment rule*, 10 *U. Pa. j. bus. & emp. l.* (2008), 940; v. anche, da ultimi, HILL-McDONNELL, *Reconsidering board oversight duties after the financial crisis*, 3 *U. Ill. l. rev.* (2013), 859].