

## **INVESTMENT BANKING.**

### **Il contrasto tra etica e profitto**

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Jacopo Izzi

Matr. 172441

ANNO ACCADEMICO

2013-2014

## Sommario

<b>CAPITOLO 1</b> .....	<b>4</b>
<b>L'EVOLUZIONE NORMATIVA</b> .....	<b>4</b>
<b>1.1. - Il concetto di Banca Mista e i rapporti Banca-Industria</b> .....	<b>4</b>
<b>1.2. - La crisi del 1907</b> .....	<b>6</b>
<b>1.3. - L'istituzione del <i>Federal Reserve System</i></b> .....	<b>9</b>
<b>1.4. - Il conflitto d'interessi e <i>Il Glass-Steagal Act</i></b> .....	<b>11</b>
<b>1.5. - Il <i>Gramm-Leach-Bliley Act</i></b> .....	<b>14</b>
<b>1.6. - Il contesto italiano: la banca universale</b> .....	<b>16</b>
1.6.1. - La legge bancaria del 1926 .....	18
1.6.2. - La legge bancaria del 1936 .....	19
<b>1.7. - Le direttive comunitarie</b> .....	<b>24</b>
<b>CAPITOLO 2</b> .....	<b>28</b>
<b>L'INVESTMENT BANKING</b> .....	<b>28</b>
<b>2.1. - La Banca d'investimento: aspetti generali</b> .....	<b>28</b>
<b>2.2. - Le attività delle banche d'investimento</b> .....	<b>30</b>
2.2.1. - Consulenza e <i>Underwriting</i> .....	30
2.2.2. - Vendita di società e rami aziendali .....	33
2.2.3. - Fusioni e acquisizioni.....	34
2.2.4. - Attività di <i>brokerage, dealing</i> e di intermediazione mobiliare .....	35
2.2.5. - Altri servizi finanziari specializzati .....	37

<b>2.3. - Il Conflitto d'interessi .....</b>	<b>41</b>
2.3.1. - Il conflitto d'interessi nell'underwriting .....	42
2.3.1.1. - Il caso Blodget .....	42
2.3.1.2. - Lo spinning .....	44
2.3.1.3. - Il caso Cirio e Parmalat.....	44
<b>2.4. – Il Moral Hazard .....</b>	<b>49</b>
2.4.1. - L'azzardo morale nella teoria dell'agenzia e nel mercato del debito. ....	50
<b>2.5. – La cartolarizzazione .....</b>	<b>52</b>
<b>CAPITOLO 3 .....</b>	<b>55</b>
<b>LA REGOLAMENTAZIONE NELLA PRESTAZIONE DEI     SERVIZI D'INVESTIMENTO .....</b>	<b>55</b>
<b>3.1. – I principali obiettivi della normativa .....</b>	<b>55</b>
<b>3.2. – Regole di condotta .....</b>	<b>60</b>
<b>3.3. – Le soluzioni al conflitto d'interesse .....</b>	<b>66</b>
<b>Conclusioni .....</b>	<b>72</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>73</b>
<b>Sitografia .....</b>	<b>75</b>
<b>Ringraziamenti .....</b>	<b>76</b>

## Introduzione

Potendo immaginare il mondo come un suggestivo insieme di tasselli di un domino, molto vicini gli uni con gli altri, la Finanza non sarebbe semplicemente il primo di quei tasselli, ma il dito che dà inizio al moto. L'uomo ha sempre avuto un rapporto ambiguo con la finanza e tutti i suoi rappresentanti. Nel corso degli anni ha imparato ad amarla, odiarla, temerla, sospettare di lei. Si affida a essa, ma si sente costretto; c'è chi ha fatto di essa una ragione di vita, chi un'arte. "La finanza è l'arte di far passare i soldi di mano in mano, finché non spariscono" (Robert W. Sarnoff).

È questo concetto, cavalcato dai media, che ha contribuito a creare attorno alla finanza un alone di diffusa diffidenza che spinge l'uomo comune ad accusarla quando "il sistema" fallisce. Ma come si può accusare, affrontare, insultare e combattere un gigante così astratto? Non potendo puntare il dito contro un "noumeno", l'uomo cerca il "fenomeno", rappresentazione tangibile della finanza. Ed ecco che essa prende la forma di un uomo in giacca, di una valigetta, di un computer, di un grafico...di un edificio in pietra che, come un antico tempio, si erge imponente, ma che sul frontone non presenta bassorilievi raffiguranti epiche battaglie tra titani, bensì un marchio: "BANK".

# CAPITOLO 1

## L'EVOLUZIONE NORMATIVA

### 1.1. - Il concetto di Banca Mista e i rapporti Banca-

#### Industria

Agli inizi del XX secolo, in un contesto economico figlio del liberismo diffuso, gli enti creditizi agivano in piena autonomia e autoregolamentazione. Non si avvertiva l'esigenza di sottoporre a controllo pubblico, né tantomeno a legislazione speciale. L'attività bancaria, che perseguiva i suoi scopi all'insegna della libera concorrenza, era equiparata a qualsiasi attività a carattere imprenditoriale, motivo per cui era sottoposta esclusivamente agli allora vigenti codici di commercio.

È proprio la sola funzione d'intermediazione tra formazione del risparmio e allocazione delle risorse che permette alla letteratura di adottare il termine "banca mista"<sup>1</sup> per delineare questa tipologia di modello bancario.

La suddetta tipologia di banca, successivamente vietata, prevedeva la totale assenza di correlazione temporale tra le forme di raccolta e quelle d'impiego. Ne risultava che il denaro raccolto sia a breve che a lungo termine veniva impiegato indifferentemente per impieghi di breve o lungo periodo.

---

<sup>1</sup> V. Capriglione, *L'ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM, 2010, p. 53.

A questo fattore ad altissimo rischio, si accompagnava un'altra problematica altrettanto rischiosa per la stabilità finanziaria: la compartecipazione al capitale delle società. Era uso frequente, infatti, elargire prestiti attraverso l'acquisizione di partecipazioni societarie. La pratica era molto diffusa e facilmente comprensibile: da un lato, gli enti creditizi assumevano qualità di soci (spesso in posizioni rilevanti in termini decisionali), dall'altro i beneficiari del finanziamento vedevano in questa pratica un alleggerimento degli oneri finanziari gravanti sui conti della società. Era dunque inevitabile che le sorti dell'ente creditizio fossero strettamente legate a quelle dell'industria.

## **1.2. - La crisi del 1907**

America, primi del Novecento.

È l'epoca del "Progressismo", delle ultime guerre indiane per la conquista dell'Ovest, dei Robber Barons, dell'elezione di Roosevelt. Il diffuso benessere economico, spinge numerose famiglie del ceto medio-alto ad affidare i propri risparmi a società finanziarie, tra le quali spicca la Knickerbocker Trust Company newyorchese con a capo Charles Tracy Barney, uno dei finanziatori del metrò di Manhattan.

L'economia delle famiglie statunitensi cavalcava un'onda troppo alta per non infrangersi rovinosamente. È così che agli inizi dell'Ottobre 1907, si diffondeva tra i funzionari di Wall Street la notizia che due imprenditori, tanto audaci quanto anonimi, dichiaravano bancarotta a seguito del tentativo di acquisizione di una società di estrazione del rame. Quella che di certo doveva essere e restare una voce di corridoio, diventava notizia shock quando si scoprì che i due imprenditori anonimi portavano la bandiera di Charles Tracy Barney.

La diffidenza, trasformatasi repentinamente in perdita di fiducia nei confronti della Knickerbocker Trust Company, comportò una tale corsa agli sportelli che, nell'arco di una sola mattina, la società si era trovata a corrispondere a circa diciottomila clienti i risparmi accumulati, per un totale di otto milioni di dollari. Nell'arco di una settimana, quasi tutti gli sportelli degli istituti di credito di New York erano presi d'assalto. La Borsa collassava, perdendo circa la metà del suo valore rispetto all'anno precedente, e il panico derivato si diffuse in tutto il suolo statunitense. Nel giro di pochi giorni, il sistema di credito della

nazione vedeva sottrarsi circa trecentocinquanta milioni di dollari in contanti. Si rivelarono vani i tentativi da parte dello Stato di porre un freno a quella che è stata definita una “spirale isterica”<sup>2</sup>. Gli stati della California, Nevada e Oregon imposero una settimana di chiusura per le banche, come per aspettare che la situazione si risolvesse da sé; South Dakota, Iowa, Indiana e Oklahoma deliberarono che sarebbe stato possibile, per ogni cliente, ritirare un massimo di dieci dollari al giorno dai propri depositi.

Iniziava la cosiddetta “anoressia del credito”<sup>3</sup>: nessuno chiedeva prestiti e nessuno poteva elargirli. Il passo che avrebbe fatto transitare la crisi dall’ambito finanziario a quello dell’economia “reale” era diventato tanto piccolo quanto inevitabile. Si registrò, nel solo mese di Novembre, una percentuale di fallimenti industriali pari al 47%, accompagnata da una diminuzione della produzione pari all’11%.

Come insegna la storia, nei momenti di crisi è facile affidarsi all’eroe, al “risolutore”, il *deus ex machina*, che forte della sua immagine carismatica, riesce a trasformare il problema di molti in bisogno di aiuto. È così che i più importanti broker di Wall Street si rivolgono all’uomo che, nel frattempo, aveva creato un enorme impero finanziario e la cui parola aveva, probabilmente, più forza di un contratto: John Pierpont Morgan, il quale firmò personalmente assegni alle società d’intermediazione finanziaria per assicurare loro liquidità sufficiente a far ripartire l’economia, cui si affiancò il magnate John Rockefeller, che fece in modo di far recapitare nelle casse della J.P.

---

<sup>2</sup> Robert F. Bruner & Sean D. Carr, *The Panic of 1907*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2009.

<sup>3</sup> Cfr., Federico Rampini, *Crack 1907: La tempesta perfetta*, <http://www.ariannaeditrice.it>.



Morgan, 50 milioni di dollari. La scia di solidarietà nei confronti del sistema finanziario statunitense attraversò in poco tempo l'oceano, persuadendo gli Stati esteri, che presero coscienza della "globalità" della crisi. Bastano un telegrafo e una firma "Morgan" a convincere Londra a inviare una nave a New York carica di lingotti d'oro.

### 1.3. - L'istituzione del *Federal Reserve System*

Quando la crisi era ormai considerata superata, si dovette affrontare il problema relativo alla consapevolezza del danno creato dall'allora sistema capitalistico americano, caratterizzato da oligopoli, *trust* ferroviari e petroliferi, Robber Barons e conflitti d'interesse. Roosevelt e il Congresso, optarono per una "pulizia" nel corrotto mondo finanziario, a scapito dello stesso Morgan che, se da un lato aveva rappresentato la salvezza dello Stato, dall'altro incarnava esattamente tutti quegli aspetti che la popolazione aveva accusato e indicato come causa della recente crisi.

Si avverte la necessità di una regolamentazione dall'alto. Il 22 Dicembre 1913<sup>4</sup>, dopo l'emanazione del *Federal Reserve Act*, viene istituito il *Federal Reserve System*<sup>5</sup>. A tutte le banche nazionali fu obbligato di divenire membri e di assoggettarsi ad un nuovo insieme di normative, emesse dalla *Federal Reserve Bank* (FED). A capo del sistema vi era il "Consiglio dei Governatori": organo composto da sette membri nominati dal Presidente degli Stati Uniti e approvati dal Senato, provenienti da distretti diversi per evitare ovvi conflitti d'interesse<sup>6</sup>. Per mantenere il più possibile l'autonomia della FED, il mandato di governatore ha durata quattordici anni e non è rinnovabile<sup>7</sup>. Il Consiglio è pienamente coinvolto nelle decisioni di politica monetaria: i sette governatori votano (con i loro sette voti su

---

<sup>4</sup> Per ironia della sorte, nel 1913 J.P.Morgan trovò la morte a Roma.

<sup>5</sup> v. Frederic S. Mishkin – Stanley G. Eakins – Giancarlo Forestieri, *Istituzioni e Mercati Finanziari*, 5ª edizione, Pearson – Addison – Wesley, settembre 2007.

<sup>6</sup> Federal Reserve, <http://www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri.htm>.

<sup>7</sup> In realtà la non rinnovabilità del mandato era solo formale, poichè il governatore poteva dimettersi qualche giorno prima della scadenza del mandato ed essere rieletto.

dodici) sulle operazioni del “*Federal Open Market Comitee*”<sup>8</sup>. Il Presidente del Consiglio dei governatori fornisce raccomandazioni in materia di politica monetaria, è portavoce nei confronti dei media, può rappresentare gli Stati Uniti all'estero nelle trattative in ambito economico.

Fu diverso per le banche statali, cui veniva data la possibilità di scegliere se aderire o meno. La maggior parte di esse non lo fece a causa degli elevati costi di adesione. La FED che andava ad affiancare il già esistente organo di vigilanza “*Office of the Comptroller of the Currency*”, cui faceva capo oltre la metà delle attività delle banche commerciali e che svolgeva vigilanza sulle banche nazionali, aveva funzione di controllo sulle banche statali membri del Federal Reserve System e diventava l'unico ente responsabile delle società finanziarie non bancarie.

La crisi del 1907 aveva cambiato profondamente la concezione delle materie finanziarie, portando alla necessità d'innovazione del “l'industria creditizia”, a seguito dei profondi mutamenti nelle condizioni della domanda, cui doveva necessariamente adattarsi l'offerta.

---

<sup>8</sup> Cfr. Frederic S. Mishkin – Stanley G. Eakins – Giancarlo Forestieri, *Istituzioni e Mercati Finanziari*, p. 189.

#### **1.4. - Il conflitto d'interessi e *Il Glass-Steagal Act***

L'ordinamento statunitense riguardante la relazione tra l'attività bancaria tradizionale e le altre attività finanziarie, ha sempre rappresentato oggetto di discussione nella giurisprudenza. Nel corso dei secoli la dottrina si è spesso divisa.

Il “*National Banking Act*” del 1864 non aveva deliberato chiaramente riguardo l'ammissione di *securities activities*, lasciando ampio spettro di interpretazione<sup>9</sup> e comportando, di conseguenza, la nascita dei cosiddetti *Trust Department*<sup>10</sup> e dei gruppi bancari polifunzionali.

A seguito della Grande Depressione del 1929<sup>11</sup>, questa tipologia di banca polifunzionale fu considerata origine strutturale della crisi. In particolare, l'indagine portata avanti dal *Currency Commitee*<sup>12</sup> metteva in luce quelli che, per rilevanza e diffusione, erano i maggiori pericoli per la stabilità finanziaria del sistema. Tra essi spiccavano: l'eccessivo ricorso alla speculazione come principale fonte di profitto, la concessioni di ingenti somme prive di garanzie adeguate, a titolo di finanziamento alle società, di cui le banche detenevano partecipazioni.

---

<sup>9</sup> Si prendano ad esempio i casi giuridici *California Bank v. Kennedy*, 167 US 362 (1896) e *Yerkes v. National Bank of Port Jervis*, 69 N.Y. 382 (1877), nelle quali si stabiliva che le banche potessero negoziare strumenti finanziari in garanzia o in deposito, ma solo se per fini strettamente legati allo svolgimento dell'attività bancaria. D'altro canto si vietava la compravendita di titoli a fini di investimento. Queste interpretazioni erano spinte da semplici analisi di tipo etico e prudenziale.

<sup>10</sup> v. Walter Kennedy e Philip R. Searle, *The management of a Trust Department*, Bankers Pub., 1967.

<sup>11</sup> Si ricordi che quella del 1929, diversamente da quella del 1907, fu una crisi di tipo economico. La crisi finanziaria che ne derivò fu conseguenza della crisi del settore industriale. Per approfondimenti, Luigi De Rosa, *La crisi economica del 1929*, Mondadori, 1979.

<sup>12</sup> Cfr. Paolo Flavio Mondini, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione dei servizi di investimento, L'esperienza statunitense*, Quaderni di Banca, Borsa e Titoli di Credito, Giuffrè Editore, Milano.

Un altro aspetto evidenziato era l'attuazione di abusi pericolosi per gli investitori, come la prassi diffusa di collocare titoli presso il pubblico, di società debtrici dello stesso ente emittente.

Appare evidente come l'esercizio congiunto dell'attività di collocamento e gestione patrimoniale (validi per i clienti *retail*), e la concessione di prestiti e *investment banking* (validi per le imprese), fosse caratterizzato da un forte conflitto d'interessi.

Considerando l'opinione pubblica formatasi dopo la crisi, il Congresso non incontrò troppi ostacoli nell'approvare, nel 1933, il *Banking Act*, con cui veniva vietata l'adozione di modello bancario polifunzionale, e, successivamente, le disposizioni comunemente note come *Glass-Steagal Act*.

Il *Glass-Steagal Act* deliberava due provvedimenti fondamentali.

Il primo rappresentava un importante passo in avanti per quanto concerne la tutela del consumatore e la vigilanza, poiché prevedeva la costituzione della *Federal Deposit Insurance Corporation*. L'agenzia, indipendente da governo e FED, aveva due funzioni principali: fornire assicurazione alle banche membri del *Federal Reserve System*, per un ammontare massimo pari a 250 mila dollari per depositante, e vigilare sulla solvibilità delle banche statali (non appartenenti al *Federal Reserve System*)

Il secondo provvedimento aveva il fine di realizzare una separazione definitiva, sia a livello di singola società, sia a livello di gruppo bancario, dell'attività bancaria *commercial* e l'attività di *investment*.

La *sec.16* e la *sec.21* introducevano il divieto, per le banche federali, di esercitare attività diverse da quelle espressamente consentite, ossia

tutti i servizi di investimento consistenti nella negoziazione per conto terzi e la negoziazione per conto proprio e/o collocamento<sup>13</sup>.

Parallelamente, si prevedeva il divieto per tutte le società attive nei servizi di emissione, collocamento, vendita e distribuzione di strumenti finanziari, di effettuare raccolta del risparmio tramite depositi bancari.

Alla *sec.20* si vietava alle banche nazionali di assumere partecipazioni di controllo di società o altri enti che fossero impegnati principalmente nell'attività di *investment banking*.

Il legislatore infine, alla *sec.32*, si rivolgeva ad amministratori, dirigenti ed impiegati, vietando la pratica del cosiddetto *interlocking*, ossia prestare la propria attività lavorativa congiuntamente a banche e società d'investimento.

---

<sup>13</sup> In particolare, le banche possono detenere in portafogli *investment securities*, vale a dire titoli di pronta liquidabilità, per un valore complessivo che non superasse il 10% del capitale versato, esistente e degli utili disponibili. I divieti non si applicano inoltre alle obbligazioni degli Stati Uniti e ad altri titoli in particolare caratterizzati da elevati gradi di sicurezza. Id., op.cit., pp.12 ss.

## 1.5. - Il *Gramm-Leach-Bliley Act*

Il *Glass-Steagal Act* rimarrà in vigore, senza drastiche modifiche, sino alla fine del secolo scorso. A partire dagli anni Ottanta, infatti, l'economia iniziava ad essere caratterizzata da una sempre maggiore competizione internazionale, rivolta alla creazione di un sistema finanziario stabile ed efficiente. A tal proposito, il *Comptroller of the Currency* e il *Federal Reserve Board*, incalzati dagli operatori del settore, iniziavano ad adottare interpretazioni sempre più elastiche e permissive delle disposizioni del *Glass-Steagal Act*. A seguito di particolari vicende giudiziarie che vedevano contrapporsi alcune società di investimento e il *Board of Governors*, diveniva congiuntamente lecito affiancare all'attività bancaria tradizionale, alcune attività finanziarie. In particolare si permettevano le attività di consulenza per società *close-end*, le attività di brokeraggio, di collocamento privato di *commercial paper*, l'offerta di *Individual Retirements Account*, nonché la collocazione presso il pubblico e negoziazione in proprio di alcune tipologie di titoli in numero ben limitato, a condizione che avvenga per tramite di società controllate.

Il progressivo permissivismo portò la dottrina a considerare opportuna e necessaria l'abrogazione della separazione tra attività bancaria e *investment banking*, giudicata “anacronistica nelle nuove condizioni di mercato” e “indesiderabile per gli stessi fruitori dei servizi”<sup>14</sup>.

Nel 1999, viene approvato il *Gramm-Leach-Bliley Act*, con il quale si supera la rigida separazione dei servizi finanziari: le controllate delle banche nazionali possono elargire una vasta gamma di prodotti

---

<sup>14</sup> v. O'Neal, *Summary and Analysis of the Gramm-Leach-Bliley Act*, L.J., 2000, p.95 ss.

finanziari, collocare e negoziare titoli. Si adottava, inoltre, una nuova struttura conglomerale da parte dei gruppi bancari, detta *Financial Holding Company*, che godeva di una maggiore libertà rispetto alle società controllate, nei confronti delle quali resistevano alcuni divieti quali: l'attività assicurativa, il *merchant banking*, l'investimento in beni immobili. Questa tipologia di gruppo bancario, andava a sostituire il modello *Bank Holding Company*, che oggi è limitata operativamente alle sole attività “*closely related to banking*” e “*incident thereto*<sup>15</sup>”.

---

<sup>15</sup> De Santo, *Product Expansion in the Banking Industry: An Analysis and Revision of Section of the Bank Holding Company Act*, 1984, p.1127 ss.. Cfr. Felsenfeld-Bilali, *Business Divisions from the Perspective of the U.S. Banking System*, L.J., 2003, p.66 ss.



## **1.6. - Il contesto italiano: la banca universale**

Nel giovane Paese recentemente costituitosi in seguito alle imprese militari garibaldine e gli sforzi diplomatici di Camillo Benso conte di Cavour, l'economia era prevalentemente basata sull'agricoltura, affiancata da scarsi e timidi slanci di industrializzazione. In un simile contesto, di certo la legislazione non aveva come priorità la materia bancaria. Le operazioni degli enti creditizi sono sommariamente regolate dal Codice del Commercio del 1882, collocazione dovuta all'allora indiscusso carattere d'impresa dell'attività bancaria<sup>16</sup>. Il codice si limitava a introdurre obblighi di trasparenza per le società che esercitavano il credito.

Si riscontrava, verso la fine dell'Ottocento, una lieve tendenza, da parte del settore pubblico, a formulare una disciplina speciale per alcuni ambiti dell'intermediazione finanziaria. Veniva creato il CREDIOP<sup>17</sup>, un istituto di credito di diritto pubblico per le opere pubbliche, e l'ICIPU<sup>18</sup> per le opere di pubblica utilità, altri provvedimenti che regolavano il credito agrario e fondiario.

È un momento storico di rilevante importanza per l'ambito bancario, poiché se è vero che da un lato la disciplina risulta molto scarna e contraddittoria, dall'altro è qui che si creano le basi per quel nucleo proprietario pubblico che rappresenta tuttora una caratteristica portante del sistema bancario italiano, e che avrà non poco peso nell'evoluzione normativa della materia.

---

<sup>16</sup> Vedi cap.1, paragrafo 1.

<sup>17</sup> Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche.

<sup>18</sup> Istituto di Credito per le Imprese di Pubblica Utilità.

Iniziavano, inoltre, a porsi le basi del cosiddetto “pluralismo bancario”, inteso come molteplicità di forme operative e organizzative degli intermediari finanziari<sup>19</sup>.

È facile intendere come in assenza di disciplina rigida, l’attività delle banche era regolata essenzialmente da principi di “buona condotta bancaria”<sup>20</sup>, che il più delle volte sono formalizzati tramite studi e teorie, ma spesso traditi nella prassi<sup>21</sup>.

L’evoluzione normativa passava successivamente per il governo Crispi<sup>22</sup>, durante il quale si si ricercava una diversa prospettiva in materia bancaria<sup>23</sup>. Si veniva a delineare dunque il modello di “banca universale<sup>24</sup>”, intesa come “banca che può operare indifferentemente nei vari comparti di attività bancaria e finanziaria, in genere rispettando dei *ratios* patrimoniali che sono una lontana eco di quelle regole di buona condotta che si sono viste teorizzate dal Pantaleoni<sup>25</sup>”.

---

<sup>19</sup> Nascono in questo periodo le Casse Rurali, le Casse di Risparmio e le Banche Popolari. Cfr. Francesco Giorgianni, Carlo Maria Tardivo, *Diritto bancario*, Giuffrè Editore, 2006, pp.150 ss.

<sup>20</sup> Cfr. Antonella Antonucci, *Diritto delle Banche*, V edizione, Giuffrè editore, 2012, cap.1 pp.2-3.

<sup>21</sup> vedi Maffeo Pantaleoni, *La Caduta della Società Generale di Credito Mobiliare Italiana*, Giuffrè 1977.

<sup>22</sup> v. *La formazione e lo sviluppo del sistema bancario in Europa e in Italia: letture scelte*, a cura di Anna Maria Galli, Vita e Pensiero, 1992.

<sup>23</sup> Si andava diffondendo in Europa il modello tedesco basato sul capitale finanziario. V. Rudolf Hilferding, *Il Capitale Finanziario*, tradotto da V. Sermonti, Mimesis, 2011.

<sup>24</sup> Per precisazione tra le differenze fra la “banca mista” e la “banca universale” v. Antonella Antonucci, op.cit., cap.1, p.4. cfr. Angelo Baglioni, *Banca commerciale italiana, Banca universale, Gruppo polifunzionale, Banca mista: Una rassegna della letteratura*, Banca commerciale italiana, Ufficio studi, 1993.

<sup>25</sup> Cfr. Antonella Antonucci, op.cit. Cfr. Maffeo Pantaleoni, op.cit.

Il modello, tuttavia, non risulta essere resistente ai dissesti finanziari bancari, seguiti dalla quasi ordinaria corsa agli sportelli<sup>26</sup>.

### **1.6.1. - La legge bancaria del 1926**

Il primo vero provvedimento normativo diretto esclusivamente all'ambito bancario è il r.d.l. del 6 maggio 1926, n. 812. Esso porta a definire la figura di Banca d'Italia come unico istituto di emissione di moneta.

Dopo qualche mese, nel settembre 1926, viene emanato un nuovo provvedimento complementare al primo, attraverso il r.d.l. n.1511, indirizzato quasi esclusivamente alla tutela del risparmio<sup>27</sup>. È il primo caso di vigilanza strutturale, basata sulla costituzione di un apparato di controllo amministrativo, gravante sull'accesso al mercato bancario, sull'azione diretta degli intermediari, e sulla crisi degli istituti di intermediazione. Questo tipo di vigilanza costituirà le fondamenta della regolamentazione del nostro ordinamento. Le disposizioni prevedevano obblighi per le banche volti alla maggiore stabilità del patrimonio, quale la riserva, in sede di distribuzione degli utili, pari al 10%, fino al raggiungimento di una somma pari al 40% del capitale sociale. Si prevedevano, inoltre, gli obblighi di: conservare una riserva di liquidità sotto forma di titoli pubblici o in un conto detenuto presso

---

<sup>26</sup> In particolare si ricordi il caso Ansaldo e il caso Banco di Roma, v. Bonaldo Stringher, Giuseppe Toeplitz, Diomede Ivone, *Banca finanza e industria in Italia: in una corrispondenza tra Bonaldo Stringher e Giuseppe Toeplitz, 1919-1930*, Rubbettino Editore, 2005.

<sup>27</sup> Più precisamente si parla di tutela del risparmio "indiretto", poiché sorge ambiguità sul destinatario della tutela: si può intendere, infatti, sia come tutela del soggetto che deposita i risparmi, sia come gestione complessiva dei risparmi al livello sistematico. Per approfondimenti, v. Antonella Antonucci, op.cit., p.6.

Banca d'Italia; limitare l'importo del fido da concedere ad uno stesso cliente, e per una cifra complessiva pari all'1/5 del capitale sociale più le riserve.

Il decreto, dunque, conteneva solo disposizioni basilari, rimandando le normative speciali a un altro decreto, il r.d.l. n.1830, che estendeva l'ambito di applicazione anche agli istituti di credito e alle altre categorie di intermediari finanziari<sup>28</sup>. Inoltre, si estendeva il controllo all'ingresso, richiedendo il rilascio dell'autorizzazione non solo all'apertura di una banca, ma anche all'apertura di nuove filiali, con conseguente controllo strutturale dell'offerta bancaria sul territorio.

Come accennato in precedenza, la volontà di instaurare un organo di vigilanza nasceva dalla necessità di controllo pubblico; la fonte non poteva che essere di matrice politica. È di fatto il Ministero delle Finanze a rilasciare le autorizzazioni, mentre l'attività di vigilanza tecnica<sup>29</sup> è affidata a Banca d'Italia, ormai banca centrale a tutti gli effetti.

### **1.6.2. - La legge bancaria del 1936**

È il 1931. L'Italia soffre la crisi proveniente dagli Stati Uniti di qualche anno prima. Le banche, che erano diventate l'organo pulsante della crescita industriale, vivevano una profonda crisi.

Le industrie, impantanate in un tentativo di sviluppo economico, iniziavano a non essere più in grado di far fronte a quei debiti che

---

<sup>28</sup> Il primo decreto, infatti, era diretto solo alle banche raccogliatrici di risparmio presso il pubblico.

<sup>29</sup> Si intende, ad esempio, il controllo regolamentare, la definizione di *ratios* patrimoniali, regole di redazione del bilancio, funzioni cartolari e ispettive.

avevano stipulato con quelle banche che avevano rappresentato la spinta iniziale verso la crescita. L'assenza di una separatezza tra banca e industria, inoltre, faceva sì che molte imprese avessero acquisito numerose partecipazioni bancarie<sup>30</sup> e le banche, a loro volta, molte azioni di grandi gruppi industriali, al fine di assicurarsi ritorni di credito. Ma quando le imprese iniziarono a non poter fornire garanzie di solvenza se non il proprio capitale<sup>31</sup> gli istituti di credito iniziarono progressivamente a ritrovarsi con ingenti pacchetti azionari (spesso anche di controllo) completamente immobilizzati (in quanto rappresentavano ormai l'unica garanzia al credito) in aggiunta alla continua riacquisizione delle proprie partecipazioni precedentemente in mano alle imprese.

Per evitare l'estensione della crisi al sistema finanziario italiano, Banca d'Italia stipula un accordo con le principali banche private (CREDIT E COMIT) alleggerendo la loro situazione patrimoniale tramite immissione di liquidità<sup>32</sup>.

Il sistema necessitava comunque di una soluzione dal punto di vista strutturale. Nasce l'Istituto Mobiliare Italiano (IMI), ente di diritto pubblico con il compito di fungere da "centro di smistamento" degli investimenti, ponendosi come l'intermediario per eccellenza. L'IMI emette obbligazioni<sup>33</sup>, col principale fine quello di sostenere lo smobilizzo della COMIT. Il risultato, tuttavia, non coincideva con il

---

<sup>30</sup> V. cap.1, paragrafo 1.

<sup>31</sup> Cfr. Antonella Antonucci, op.cit., p.8.

<sup>32</sup> v. Enrico Berbenni, *Banche miste e ciclo immobiliare, le esperienze Credit e Comit*, dalla rivista "Società e storia", 2011.

<sup>33</sup> Le obbligazioni emesse avevano erano decennali e di importo complessivo pari a dieci volte il capitale sociale dell'IMI. Per approfondimenti, v. Giorgio Candeloro, *Il fascismo e le sue guerre*, Feltrinelli Editore, 1993, pp.263 ss.

progetto. Il management dell'IMI, infatti, adottava una politica di selezione dei rischi molto rigida, motivo per cui evitava di acquisire partecipazioni tossiche, ritrovandosi a svolgere una funzione di mera intermediazione finanziaria, al pari di istituti privati già esistenti.

La necessità di una svolta nel sistema, si materializza nella creazione dell' Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI)<sup>34</sup>, che diventa un “sostituto” d'intermediazione, andando a esercitare il credito mobiliare al posto delle Banche in crisi.

L'efficienza dell'IRI, tuttavia, non può precludere un'analisi più profonda, che riguarda l'impronta che l'Istituto ha lasciato nel modo di pensare dell'ordinamento italiano. Esso, infatti, precludeva l'accrescere dell'esperienza maturata nei rapporti banca-impresa, che erano stati la base della crescita economica<sup>35</sup>. Per porsi quanto più obiettivamente possibile nel dibattito, si può concludere che a tessere la ragnatela della crisi intersettoriale, non è stato tanto il rapporto in sé, quanto una mancata regolamentazione che ne limitasse i rapporti opportunistici e dannosi al sistema.

Ciò che l'operatività dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale ha rappresentato, sarà il mantello dell'*habitus* giuridico italiano, mostrando da un lato l'importanza della “proprietà pubblica” e dall'altro la “specializzazione bancaria”.

---

<sup>34</sup> L'IRI viene costituito come un grande istituto diviso in due sezioni: la Sezione Finanziamenti, una sorta di evoluzione dell'IMI, parzialmente indipendente e rivolta principalmente al finanziamento delle piccole imprese; la Sezione Smobilizzi, con lo scopo di smobilizzare le partecipazioni di imprese detenute dalle banche e le partecipazioni delle stesse banche, detentrici del proprio capitale. Per approfondimenti v. Fabrizio Barca, *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli Editore, 2010, pp.188 ss.

<sup>35</sup> Cfr. Pasquale Saraceno, *L'Istituto per la ricostruzione industriale, IRI. III Origini, ordinamenti e attività svolta*, Torino, Utet, 1956.

È in questo clima che viene redatta la legge bancaria del 1936 (r.d.l.375/36).

Il testo ha come priorità la designazione degli organi adibiti al controllo del mercato del credito<sup>36</sup>, sottolineando la funzione d'interesse pubblico intrinseca del servizio.

Gli organi sono il Comitato dei Ministri<sup>37</sup>, con funzioni di deliberazione, e l'Ispettorato, inizialmente autonomo<sup>38</sup>, con funzioni esecutive e di vigilanza<sup>39</sup>. Si evidenzia, dunque, la volontà di tracciare un muro divisorio tra la politica monetaria e le funzioni di vigilanza<sup>40</sup>.

La legge si sofferma anche sui soggetti operanti nel mercato bancario, dividendoli in due categorie in base alla durata della raccolta del risparmio. A tal proposito si distinguono le "Aziende di credito" per le raccolte a breve termine, e gli "Istituti di credito" per le raccolte a medio e lungo termine.

All'art. 41, vengono elencati tutti i tipi di istituti (sia di diritto privato che pubblico) soggetti al controllo dei nuovi organi predisposti, distinguendo i diversi *iter* da seguire, nel caso in cui si tratti di "azienda" o "istituto".

---

<sup>36</sup> Art.1, comma 1: *La raccolta del risparmio fra il pubblico sotto ogni forma e l'esercizio del credito sono funzioni di interesse pubblico regolate dalle norme della presente legge.*

<sup>37</sup> Successivamente sostituito dal C.I.C.R. con d.l.C.p.S. n.691 del 1947.

<sup>38</sup> Il carattere autonomo terminerà quando il governatore di Banca d'Italia assumerà il ruolo di Capo Ispettore. Successivamente molti compiti dell'Ispettorato diventeranno di competenza di Banca d'Italia.

<sup>39</sup> Si ricordi che nella legge bancaria del 1926 la vigilanza era affidata a Banca d'Italia.

<sup>40</sup> Si noti come questo orientamento si rivelerà essere uno dei pilastri del trattato di Maastricht del 7 febbraio 1992. Cfr. Villani Ugo, *Istituzioni di Diritto dell'Unione europea*, Cacucci Editore S.a.s., 2013, pp.17 ss. Cfr. Carlo Curti Gialdino, *Il Trattato di Maastricht sull'Unione Europea: genesi - struttura - contenuto - processo di ratifica*, Istituto Poligrafico dello Stato, 1993.

All'art. 28 si evidenzia la volontà di rafforzare le barriere all'ingresso presenti per l'inizio dell'attività bancaria<sup>41</sup>, introducendo una valutazione discrezionale aggiuntiva di Banca d'Italia (valida solo per le aziende di credito) di carattere qualitativo oltre che quantitativo<sup>42</sup>. La legge, tuttavia, non prevedeva regolamentazioni sull'operatività corrispondente tra impieghi e raccolta, né sull'incompatibilità tra essi.

---

<sup>41</sup> Si tenga presente che la legge bancaria del 1926 aveva stabilito barriere sia all'apertura di una filiale che all'inizio dell'operatività.

<sup>42</sup> Banca d'Italia aveva il compito di valutare l'impatto economico-sociale dell'apertura di una nuova filiale o di un nuovo sportello sul territorio. Per approfondimenti v. *La Banca d'Italia dal 1894 al 1913: momenti della formazione di una banca centrale*, University of Michigan, a cura di Franco Bonelli, Laterza, 1991.



## **1.7. - Le direttive comunitarie**

“In Europa gli uomini differiscono molto e per la statura e per le forme, a cause delle grandi e frequenti mutazioni di tempo che hanno luogo nel corso dell'anno [...] Ecco perché tutte le apparenze esteriori degli Europei differiscono da una città all'altra [...] Queste circostanze producono caratteri più energici, più disciplinati. Le perpetue commozioni menano una durezza meno socievole; esse permettono difficilmente alla dolcezza ed all'urbanità di passare nelle abitudini. Per la medesima ragione, gli Europei devono essere più coraggiosi degli Asiatici. Lo ripeto, uno stato di cose sempre lo stesso, genera l'inerzia: la varietà al contrario eccita il corpo e lo spirito alla fatica.”  
(Ippocrate)

“Nessun Paese europeo – né quello più grande né quello con il più ricco patrimonio culturale – può pretendere di vincere da solo le grandi sfide della diplomazia culturale. Per costruire un fronte unico a difesa dei valori di libertà, diversità e pluralità, occorre un'azione di ampio respiro che solo un soggetto realmente globale, come gli Stati Uniti d'Europa, potrà efficacemente assicurare.” (Emma Bonino)

“Ma quest'Europa che la fate a fare? è solo di banche e di parole! È un guinzaglio stretto bene al collo del popolo e della nazione” (Massimo Morsello)

Dalle parole romantiche, idealiste, impregnate di uno spirito che fa dell'unione la virtù, la saggezza e la crescita di un popolo, passando per le più moderate e ambigue che vedono l'Europa come un'unione più culturale e diplomatica che economica, fino ad arrivare alle più estreme e radicali, la nascita della Comunità Europea ha segnato un

momento storico la cui importanza è spesso sottovalutata. Appare ormai superfluo e inopportuno discutere sulla questione, poiché inutile è discutere di una realtà ormai affermata nelle menti e nelle culture mondiali, ma può essere costruttivo quanto interessante cercare di capire la filosofia dell'Unione Europea, utilizzando come base di studio le direttive economiche da essa perpetrate.

A tal proposito, il primo vero provvedimento attuato dalla CEE risale al 1977.

Dopo aver rinunciato a un insostenibile e inattuabile disegno di legge comune a tutti gli Stati membri, il susseguirsi di normative comunitarie era diretto ad assicurare i diritti di stabilimento e i diritti di libera prestazione dei servizi bancari, attraverso tentativi di armonizzazione minima sia per quanto riguarda l'operatività degli intermediari comunitari, sia per quanto riguarda l'attività di controllo da parte degli organi di vigilanza. Proprio questo ultimo aspetto ha caratterizzato la base della prima direttiva comunitaria di coordinamento tra legislazioni bancarie, ovvero la legge n.77/780 del 12 Dicembre 1977. In essa si ricercavano le regole di supervisione in merito alle funzioni delle varie autorità di vigilanza nazionali, con particolare attenzione al conflitto di competenze che potevano verificarsi al momento dell'apertura di una filiale estera. A tal merito, si riscontra il principio dell'*host country control*, che stabiliva l'onere del controllo all'autorità vigilante del paese ospitante.

Per comprendere come le legislazioni nazionali abbiano risposto alle direttive, è opportuno fare riferimento alla realtà italiana, in particolare alla disciplina delle autorizzazioni. La direttiva comunitaria prevedeva il rilascio delle autorizzazioni solo se verificate

determinate condizioni. La normativa italiana prevedeva il rilascio delle autorizzazioni secondo criteri nazionali preesistenti<sup>43</sup>. L'adeguamento implicito<sup>44</sup> della direttiva si riflette direttamente nella legge bancaria del 1936, che subisce l'unica abrogazione implicita all'art.28, riguardante appunto le autorizzazioni, per i tratti non coerenti con la direttiva CEE. Il risultato è, dunque, un'integrazione tra diverse discipline, che riesce a mantenere le peculiarità di entrambe le normative: resta l'atto della verifica dei requisiti e il mantenimento della duplice autorizzazione (alla costituzione e all'inizio dell'operatività); riceve dalla disciplina margini di discrezione consentiti in fase di accertamento dei requisiti.

Nell'arco del decennio successivo, l'armonizzazione comunitaria cercava evoluzione in ambito finanziario tramite direttive aventi ad oggetto profili disciplinari, coefficienti di solvibilità, vigilanza consolidata e credito al consumo.

Il 15 Dicembre 1989 viene emanata la II direttiva di coordinamento generale (n.89/646). Principio cardine della direttiva è l'*home country control*, che trasferisce il potere di controllo al Paese d'origine della banca: le autorità di vigilanza hanno competenza sia nel proprio territorio che in quello comunitario estero in cui opera la banca da supervisionare, trattenendo costanti rapporti con gli enti di controllo esteri.

L'*home country control* rappresenta una "lega" di quei principi fondamentali che sono specchio degli obiettivi di uniformazione a cui aspirava e si ispirava la Comunità Economica Europea: la "licenza

---

<sup>43</sup> Si tratta dell'art.28 della legge bancaria del 1936, oggi abrogato in seguito all'introduzione del Testo Unico Bancario (t.u.b.).

<sup>44</sup> L'adeguamento formale si avrà solo con d.P.R. n.350 del 27 giugno 1985.

unica”, per cui l’autorizzazione all’esercizio dell’attività bancaria rilasciata dal proprio Paese vale come autorizzazione all’esercizio di tutte quelle attività consentite sull’intero territorio comunitario, sancisce il c.d. “mutuo riconoscimento”.

La regolamentazione riguarda poi l’assetto patrimoniale delle banche, menzionando criteri di definizione dei coefficienti di solvibilità e fondi propri; all’assetto proprietario, attraverso standard di trasparenza delle partecipazioni e controllo “qualitativo” dei soci; all’ambito delle assunzioni di partecipazioni non bancarie e alla concessione di fidi massimi erogabili.

Gli adeguamenti normativi nazionali, redatti inseguendo una “programmatica despecializzazione bancaria” e una “marcata amministrativizzazione” della disciplina a scapito di una maggiore discrezionalità dell’azione di vigilanza<sup>45</sup>, apriranno la strada alla stesura del Testo Unico Bancario.

---

<sup>45</sup> v. Antonella Antonucci, *Diritto delle Banche*, V edizione, Giuffrè editore, 2012.

## CAPITOLO 2

### L'INVESTMENT BANKING

#### 2.1. - La Banca d'investimento: aspetti generali

L'evoluzione normativa ha evidenziato come ogni provvedimento tenda a uno scopo preciso, che rimane comune nonostante il vasto arco temporale: il raggiungimento di un'uniformità legislativa che possa assicurare la tutela del cliente, affinché questo possa fidarsi dell'ente cui si rivolge e non essere vittima di comportamenti opportunistici di pochi, che influiscono su molti. Tom Wolfe, nel romanzo *Il falò della Vanità*, qualifica i banchieri d'investimento come i “padroni dell'Universo”, quasi a sottolineare come non sia tanto l'istituto in sé a rappresentare il potere finanziario, quanto gli uomini che ne sono l'immagine. Uomini che, ritrovandosi a condividere e gestire un potere economico così ampio, hanno la possibilità di influenzare gli eventi economici, politici e sociali dell'intero pianeta.

Divenute oggetto di discussioni etiche e protagoniste delle maggiori teorie cospirazioniste degli ultimi decenni<sup>46</sup>, le banche d'affari sono istituti che non rientrano nel concetto di attività bancaria

---

<sup>46</sup> v. Daniel Estulin, *Il Club Bilderberg*, Arianna Editrice, 2011. Cfr. Pamio Marcello, *Il lato oscuro del Nuovo Ordine Mondiale*, Macro Edizioni, 2012. Cfr. Domenico Moro, *Il gruppo Bilderberg*, Aliberti, 2014.

tradizionale<sup>47</sup>, ma sono considerati più che altro operatori finanziari, le cui funzioni sono molto diversificate tra loro; tra le principali troviamo quella dell'*underwriting*, che si pone come base per lo sviluppo economico e delle imprese.

Le banche d'investimento sono arrivate a coprire uno spazio d'azione che ha abbattuto qualsiasi tipo di confine territoriale e culturale, divenendo espressione di quella globalizzazione finanziaria che rappresenta da un lato l'ambizione dell'uomo nel ricercare lo sviluppo di un'economia stabile e diffusa in tutte le sue forme, dall'altro la causa delle principali crisi economiche e finanziarie dell'ultimo secolo.

Nel capitolo si analizzeranno i principali ambiti e metodi d'operatività delle banche d'affari e tutti quei "comportamenti" che stanno alla base dell'ambiguità etica imputata loro.

Partiamo da una distinzione in due macro aree<sup>48</sup>:

- 1) *Corporate Lending*: attività di prestito bancario (*real estate financing, trade financing, cash management financing* e prestiti di medio-lungo termine).
- 2) *Corporate and Investment banking*: attività di consulenza legale, fiscale, finanziaria e d'intermediazione.

---

<sup>47</sup> v. Giuseppe Desiderio, *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Francesco Capriglione, Milani, Seconda edizione, 2010, p. 416 ss.

<sup>48</sup> Fonte:

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/banche-investimento.htm>.

## **2.2. – Le attività delle banche d’investimento**

Le attività delle banche d’investimento sono peculiari e distinte da quelle delle banche commerciali. Tuttavia, nel nostro ordinamento, non esiste una vera e propria distinzione tra le due tipologie, come invece era avvenuto negli U.S.A.<sup>49</sup>, motivo per cui le banche ordinarie sono tacitamente abilitate a svolgere direttamente attività di *investment*, assieme a tutti gli altri intermediari finanziari non bancari. È evidente come l’attività d’*investment banking* è attiva e presente nelle più grandi operazioni economiche moderne.

Le principali attività che caratterizzano l’*investment banking* sono:

1. consulenza e *underwriting*;
2. vendita di società e rami aziendali;
3. fusioni e acquisizioni;
4. attività di *brokerage*, *dealing* e di intermediazione mobiliare;
5. Altri servizi finanziari specializzati.

### **2.2.1. - Consulenza e *Underwriting***

Se una società necessita di capitali può affidarsi ad una banca d’investimento. Questa, in primo luogo, può offrire attività di consulenza: il suo forte *know how* nell’ambito della negoziazione fa sì che la banca possa consigliare la società riguardo tipologie e tempistiche dell’emissione<sup>50</sup> e si incarica dell’onere di organizzare sia l’emissione sul mercato primario sia la negoziazione sul mercato

---

<sup>49</sup> Vedi Glass-Steagal Act, cap.1, par. 4.

<sup>50</sup> v. Frederic S. Mishkin – Stanley G. Eakins – Giancarlo Forestieri, *Istituzioni e Mercati Finanziari*, p. 622

secondario<sup>51</sup>. La banca può decidere di acquistare l'intero numero di azioni da collocare a un prezzo prestabilito, e successivamente rivenderle sul mercato. La consulenza diventa estremamente fondamentale nel caso di *Initial Public Offer* (IPO)<sup>52</sup>. Riguardo l'organizzazione, le banche d'investimento aiutano la società a redigere i documenti destinati alle autorità di controllo<sup>53</sup>, per la definitiva pubblicazione del prospetto informativo<sup>54</sup>, il documento principale che viene messo a disposizione degli investitori. Nella fase dell'*underwriting*, la banca d'investimento si incarica di presentare il profilo della società emittente sul mercato e descrive i termini di negoziazione<sup>55</sup>. La presentazione dei titoli è una sorta d'indagine che mira alla definizione della curva di domanda, con conseguente possibilità di determinazione del prezzo. Al termine dell'indagine, la banca procederà con l'acquisto dei titoli al prezzo definito tramite la pratica del *bookbuilding*<sup>56</sup>.

---

<sup>51</sup> Saunders A., Cornett M., Anolli M., Alemanni B., *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw-Hill, 2011.

<sup>52</sup> v. Philippe Espinasse, *IPO: A Global Guide*, Paramount Printing Co., Hong-Kong, 2011.

<sup>53</sup> Ad esempio Consob, nel caso italiano.

<sup>54</sup> Per un esempio di foglio informativo, si veda:

[http://www.consob.it/documenti/prospetti/2011/2011-10-04\\_prosp\\_amq\\_creditotrevigiano.pdf](http://www.consob.it/documenti/prospetti/2011/2011-10-04_prosp_amq_creditotrevigiano.pdf).

<sup>55</sup> Nel caso in cui gli acquirenti siano investitori istituzionali, si organizzano appositi eventi denominati "roadshow".

<sup>56</sup> v. Philippe Espinasse, cit., cap.21.



*Principali sottoscrittori di emissioni azionarie e obbligazionarie  
globali, 2006<sup>57</sup>*

1. Citigroup	8.7
2. J.P. Morgan	6.6
3. Deutsche Bank AG	6.2
4. Morgan Stanley	6.0
5. Lehmann Brothers	5.8
6. Merrill Lynch	5.7
7. Goldman Sachs & Co.	4.9
8. Credit Suisse	4.8
9. Barclays Capital	4.7
10.UBS	4.3

Al momento della negoziazione, la banca d'investimento associa il proprio nome a quello della società, in modo da fornire una garanzia implicita sulla qualità dei titoli<sup>58</sup>.

L'obiettivo primario diventa, dunque, quello di raggiungere l'intero collocamento dell'emissione, che avviene quando tutti i titoli disponibili sono stati prenotati prima della data di emissione<sup>59</sup>. Alternativa a questo tipo di attività, è la cosiddetta *best effort*, ovvero

---

<sup>57</sup> Thomson Financial League Tables, [www.thomson.com/solutions/financial/investbank/leaguetables\\_home](http://www.thomson.com/solutions/financial/investbank/leaguetables_home).

<sup>58</sup> Si noti come in questo processo, la banca d'investimento riduce l'asimmetria informativa: la ricerca individuale di informazioni dettagliate relative alla società emittente sarebbe molto costosa e quasi impossibile. Cfr. Frederic S. Mishkin – Stanley G. Eakins – Giancarlo Forestieri, cit., cap. 18.

<sup>59</sup> Possono verificarsi casi di oversubscribed. Vedi, Ibidem, pp.625-626.

un accordo di massimo impegno, mediante cui la banca vende titoli su base commissionale, senza garanzie riguardanti il prezzo e l'emissione. Il vantaggio di questo tipo transazione è completamente a carico della banca, che non corre il rischio di sbagliare il prezzo dei titoli.

Ulteriore alternativa è rappresentata dal collocamento privato, che comporta la vendita di titoli ad un ristretto numero di investitori anziché al pubblico, con il vantaggio di non avere oneri di documentazione da rendere all'autorità di vigilanza. Sono maggiormente caratteristiche del collocamento privato le obbligazioni piuttosto che le azioni<sup>60</sup>.

### **2.2.2. - Vendita di società e rami aziendali**

La vendita di società o di rami aziendali è spesso supervisionata dalle banche d'investimento. Queste intervengono già al momento della definizione del valore della cessione. La banca fornisce un'analisi dettagliata del mercato in cui opera l'azienda, comprensiva di dati riguardanti la concorrenza presente sul territorio. A questo punto appare evidente la difficoltà dello stabilire un prezzo di cessione<sup>61</sup>. Il rapporto con i possibili acquirenti, nonché l'accurata selezione degli stessi, diventano aspetti fondamentali; a tal proposito viene preparato

---

<sup>60</sup> La Goldman Sachs risulta essere la più attiva sottoscrittrice nell'ambito del collocamento privato. Vedi:  
[http://www.goldmansachs.com/gsam/docs/funds\\_international/brochures\\_and\\_sales\\_aids/fund\\_literature/pf\\_ghy\\_it.pdf](http://www.goldmansachs.com/gsam/docs/funds_international/brochures_and_sales_aids/fund_literature/pf_ghy_it.pdf).

<sup>61</sup> Ad esempio, il banchiere deve essere in grado di capire le intenzioni dell'investitore per massimizzare il prezzo di cessione, cercando di distinguere tra clienti che vogliono acquistare per reinvestire e clienti che hanno un interesse puramente marginale.

il Memorandum confidenziale, contenete informazioni finanziarie molto dettagliate necessarie per i futuri compratori. Questi ultimi si impegnano contrattualmente tramite accordi di riservatezza a non utilizzare quei dati per scopi esterni alla manovra di acquisizione.

In seguito si redige la lettera d'intenti, con la quale il compratore conferma la volontà di proseguire con l'acquisizione. La banca d'investimento, in questa fase, si porrà come mero intermediario tra acquirente e venditore.

Segue il periodo di cosiddetto *due diligence*, in genere della durata di 20-40 giorni, utile al compratore per verificare i dati del Memorandum confidenziale, al termine del quale si definiscono i termini dell'accordo definitivo.

In questo tipo di operazioni, la banca d'investimento si pone esclusivamente come intermediario di supporto, fornendo alle parti dello scambio gruppi multidisciplinari obbiettivi, composti da esperti analisti finanziari, avvocati e contabili.

### **2.2.3. - Fusioni e acquisizioni**

Le banche d'investimento sono molto attive nell'ambito delle fusioni, unione di due o più aziende per formarne una nuova, e delle acquisizioni (*takeover*), quando una società rileva la proprietà di un'altra acquistandone le azioni<sup>62</sup>. Anche in questo caso, la banca

---

<sup>62</sup> Per approfondimenti, v. Stefano Palmieri, *Fusioni e acquisizioni in Europa. Le conseguenze economiche e sociali*, Ediesse, 2004. Cfr. Davide Fubini, Colin Price, Maurizio Zollo, *Fusioni e acquisizioni. Il ruolo della leadership*, EGEA,

d'investimento si pone da intermediario nell'evolversi delle trattative, offrendo servizi soprattutto consultivi sia alla parte acquirente, sia alla parte *target*. La prima può necessitare di consulenza sin dal momento della ricerca di interessanti società obiettivo, ma soprattutto si serve dell'intermediazione della banca per convincere gli stessi azionisti della società da acquisire<sup>63</sup>. La società-target, a sua volta, può servirsi delle consulenze delle banche d'investimento per difendersi da *takeover* ostili e indesiderati.

#### **2.2.4. – Attività di *brokerage*, *dealing* e di intermediazione**

##### **mobiliare**

Come è noto, il mercato secondario è teatro delle negoziazioni dei titoli emessi nel mercato primario. In questa sede, operano *broker* e *dealer*. I primi fungono da meri intermediari nella compravendita di titoli tra le parti, i *dealer*, invece, si pongono sia come compratori sia come venditori. Il guadagno dei primi deriva dalle commissioni per ogni transazione effettuata, per quanto riguarda i secondi, invece, il guadagno è rappresentato dal *bid-ask spread*, ovvero il prezzo a cui si acquistano i titoli del proprio portafoglio, e il prezzo che si riceve alla vendita.

---

2008. Per i casi italiani, cfr. Fabio Verna, *La Grande Onda: Fusioni e Acquisizioni*, Lightning Source Incorporated, 2008.

<sup>63</sup> Il processo è definito *tender offer*, ovvero offerta all'asta. Per approfondimenti, vedi Donald DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, VII edizione, Academic Press, 2013.

Per quanto riguarda l'attività di intermediazione mobiliare, le banche ricevono gli ordini degli investitori. Tali ordini si distinguono in: ordini al meglio, ordini con limiti di prezzo e vendita allo scoperto.

La prima categoria, definita anche *market order*, consiste nell'acquistare i titoli al prezzo di mercato corrente. All'apparenza, questo sembra il metodo più sicuro per un investitore di delegare la banca d'investimento per l'acquisto di titoli. La realtà è ben diversa: tra il momento dell'ordine e il momento d'acquisto, il prezzo del titolo potrebbe essere variato in aumento, più o meno sensibilmente, ma in modo sufficiente a non coincidere con le volontà dell'investitore, provocando perdite e destabilizzazioni finanziarie<sup>64</sup>.

Appare dunque maggiormente sicura la seconda categoria di ordini, ovvero quella con i limiti di prezzo, detta anche *limit order*<sup>65</sup>, nella quale si specifica un prezzo massimo e un prezzo minimo accettabili al momento della vendita: l'ordine non sarà eseguito se il prezzo è inferiore a quello accettabile.

Entrambe le tipologie di ordini appena descritte, sono le più comuni perché si basano principalmente sulle prospettive in aumento del prezzo di un titolo. Se in caso contrario, si prospetta una diminuzione del prezzo di un titolo, si passa al terzo tipo di ordine: la vendita allo scoperto. Questo rappresenta il più rischioso tra gli investimenti,

---

<sup>64</sup> Si pensi al caso del 19 ottobre 1987, denominato il "lunedì nero" delle borse mondiali. In quella data, il prezzo di numerosi titoli subì una variazione significativa, comportando il panico degli investitori che ordinarono l'immediata vendita di tutti i titoli. Il vasto numero di transazioni in contemporanea, provocò numerosi ritardi nelle transazioni di compravendita, e nell'arco di tempo tra acquisto e vendita, il prezzo dei titoli scendeva vertiginosamente, provocando ingenti perdite tra investitori e intermediari.

<sup>65</sup> La tipologia di ordine si presenta spesso sotto forma di *stop loss order*. Per approfondimenti v. Frank Reilly, Keith Brown, *Investment Analysis and Portfolio Management*, X edizione, Cengage Learning, 2011, p.113.

poiché, mentre nei casi dei primi ordini, un mancato aumento di prezzo non comporta perdita fino al momento dell'effettiva vendita, con la vendita allo scoperto si vendono azioni non ancora acquistate al prezzo di mercato corrente, contrattandone l'acquisto da un intermediario a posteriori. Al momento del pagamento, se il prezzo del titolo non è diminuito come previsto, l'investitore e la banca d'investimento intermediaria subiranno una perdita certa<sup>66</sup>.

Le banche d'investimento sono molto attive in questi ambiti, che rappresentano una vasta percentuale delle loro attività di *Corporate e Investment banking*. Nel nostro Paese, come si è già accennato, queste operazioni sono svolte dalle banche commerciali e, in modo altamente specializzato, dalle Società di Intermediazione Finanziaria (SIM).

### **2.2.5. - Altri servizi finanziari specializzati**

Dalla fine del secolo scorso, le banche d'investimento sono impegnate nella ricerca di ulteriori e diversificati servizi finanziari, perseguendo le evoluzioni delle esigenze dei consumatori nelle attività di *Corporate Lending*, spesso con il fine di concorrere in modo sempre più decisivo con le banche commerciali.

Un caso interessante è quello relativo al conto di gestione della liquidità, cosiddetto *Cash Management Account*<sup>67</sup>, promosso dalla Merrill Lynch nel 1977, subito adottato ed emulato dalle altre società di intermediazione. Il CMA mette a disposizione del cliente un

---

<sup>66</sup> Per approfondimenti, v. McKinley - Degregori & Partners, *Trading e Trading Intraday- Quaderni di Finanza*, vol.27, REI (Rifreddo), 2014.

<sup>67</sup> Fonte:

<http://www.wealthmanagement.ml.com/wm/pages/ArticleViewer.aspx?TITLE=cash-management-account>

pacchetto di servizi finanziari completo (possibilità di emettere assegni, servizi ATM, concessione di prestiti, ecc.), in cui si apprezza la possibilità di investimento automatico dei ricavi delle vendite di titoli in fondi comuni d'investimento, nonché la possibilità di concedere al *broker* l'accesso al conto, su ordine, quando acquista e il versamento automatico quando vende, senza dover avviare nuove transazioni ad ogni manovra di trading.

Oltre ai servizi complementari a quelli bancari<sup>68</sup>, le banche d'investimento agiscono spesso da *holding* di vasti gruppi societari, le cui controllate operano in servizi differenziati. A tal proposito, risulta indicativo l'esempio della Società Générale, banca d'investimento che offre servizi assicurativi, ma anche vendita di beni strumentali attraverso *l'Equipment Finance*, nonché servizi di gestione e noleggio a lungo termine di flotte aziendali attraverso la *ALD Automotive*<sup>69</sup>.

Nei paragrafi precedenti si è evidenziato come le banche d'investimento siano alla continua ricerca di nuove aree di intervento, e quindi, di profitto. Data la loro "libertà" d'azione rispetto alle banche commerciali, le tipologie di operazione sono evidentemente variate nel corso del tempo, toccando anche gli ambiti più disparati. Inevitabile dunque, che i banchieri d'investimento, forti del potere economico consolidato, abbiano optato per essere protagonisti anche nell'ambito speculativo, quel settore della finanza che ad alti livelli di profittabilità associa alti livelli di instabilità del sistema su cui si basa.

---

<sup>68</sup> A tal proposito, v. Frederic S. Mishkin – Stanley G. Eakins – Giancarlo Forestieri, op. cit., p. 632.

<sup>69</sup>Fonte:

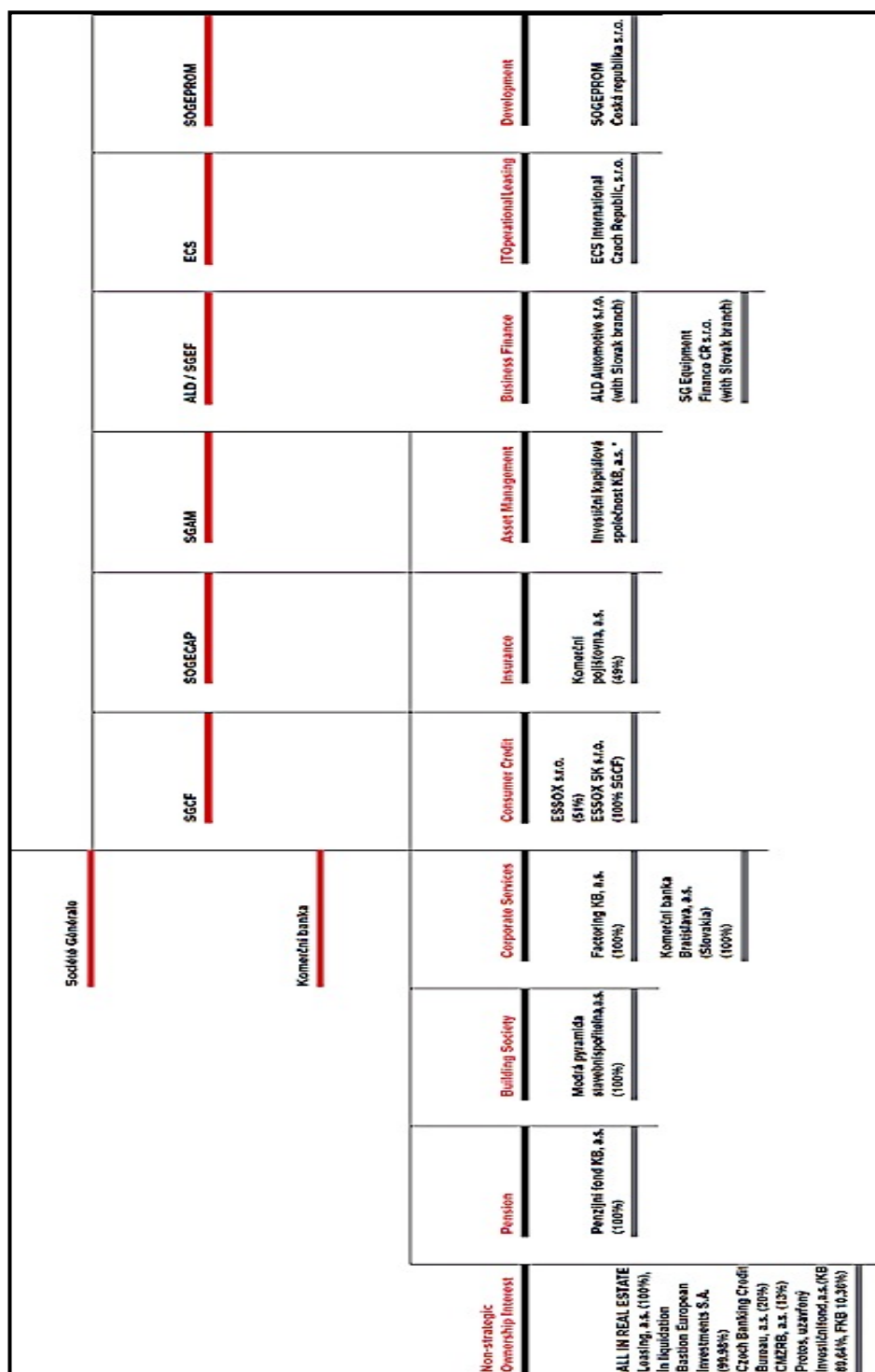
[https://careers.societegenerale.com/attivita/servizi-finanziari-e-assicurativi-specializzati?localeHidden=it\\_IT](https://careers.societegenerale.com/attivita/servizi-finanziari-e-assicurativi-specializzati?localeHidden=it_IT).

Il confine che si pone fra la scelta di profitto personale ed equilibrio del sistema comune si è rivelato molto sottile.

A tal proposito appare opportuno analizzare tutte quelle cause comportamentali che hanno portato alle conseguenze disastrose della recente crisi finanziaria, e che hanno creato attorno alle più grandi banche d'investimento quell'aurea di diffusa diffidenza e timoroso sospetto.



## Organigramma del gruppo Società Générale<sup>70</sup>



<sup>70</sup> Fonte:

<https://www.kb.cz/file/u/about-bank/investor-relations/annual-reports/annual-report-2010/en/06i-komerčni-banka-group.html>.

### 2.3. - Il Conflitto d'interessi

È parso evidente fin ora il ruolo centrale che le banche d'investimento ricoprono nella finanza internazionale, importanza dovuta principalmente al “vantaggio di costo” che le contraddistingue nella ricerca, raccolta, elaborazione e distribuzione delle informazioni finanziarie del mercato. Ma è proprio nel decorrere di queste fasi che si presenta l'opportunità di generare false informazioni o celarne altre, qualora queste attività forniscano vantaggio alle banche stesse o ai loro operatori, a danno dei consumatori. Il danno risulta ancora più grave quando l'intermediario che lo provoca fornisce una varietà di servizi considerevole, in quanto causa una distorsione delle informazioni che, potenzialmente, può generare instabilità in settori finanziariamente collegati. Appare evidente, dunque, come il conflitto d'interessi assuma rilevanza etica, oltre a quella prettamente finanziaria. La questione è tra le più delicate nel contesto normativo<sup>71</sup>, proprio perché il conflitto d'interessi manifesta il suo danno potenziale proprio nelle principali attività dell'*investment bankin*: l'*underwriting*<sup>72</sup>, l'*auditing* e la consulenza nei processi di revisione contabile, la valutazione del merito di credito e la consulenza nell'attività di *rating*, l'*universal banking*.

---

<sup>71</sup> v. capitolo 3.

<sup>72</sup> Inteso come collocamento con garanzia: la banca d'investimento assicura all'emittente il collocamento dei titoli, assumendone dunque il rischio.

### **2.3.1. - Il conflitto d'interessi nell'underwriting**

Sappiamo che la banca d'investimento si pone in posizione di *broker* tra la società emittente e l'investitore. Le due parti hanno esigenze informative differenti, tuttavia, per il ruolo che svolge l'intermediario, entrambi riceveranno le stesse informazioni. Il problema sorge nel momento in cui, per esempio, la banca d'affari riscontra che i potenziali profitti derivanti dal collocamento sono molto superiori a quelli derivanti dalle commissioni di *brokerage*; in tal caso la banca sarà più incline a favorire le esigenze della società emittente, piuttosto che fornire imparziali informazioni sul mercato agli investitori.

#### **2.3.1.1. - Il caso Blodget**

È indicativo il caso riscontrato verso la fine degli anni Novanta del secolo scorso, che ha portato allo scoppio della bolla tecnologica<sup>73</sup>. Durante gli ultimi mesi del 1998, Henry Blodget, un analista del settore tecnologico, proponeva un *prezzo obiettivo* per le azioni di Amazon.com pari a 400 dollari, andando fortemente controcorrente rispetto alla maggior parte dei suoi colleghi, i quali consideravano le azioni già sopravvalutate di 240 dollari, tra cui spiccava Jonathan Cole, della Merrill Lynch, che valutava le azioni Amazon.com 50 dollari ciascuna. In breve tempo, le azioni Amazon raggiungevano un valore superiore ai 400 dollari. Blodget, cavalcando l'onda del successo, faceva in modo di gonfiare il valore di tutti i titoli del settore

---

<sup>73</sup> Per approfondimenti, Andrew Crockett, Trevor Harris, Frederic Mishkin, Eugene White, *Conflicts of interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, Geneva Reports on the World Economy 4, Ginevra e Londra, 2003.

tecnologico, e venne persino assunto dalla Merrill Lynch, mentre Cole lasciò la banca. L'apparente lungimiranza di Blodget, si rivelò presto essere frutto di una forte attività di *insider trading*<sup>74</sup> finalizzate all'agiotaggio. Fu accusato di aver diffuso resoconti di ricerca molto favorevoli per InfoSpace, poiché era segretamente venuto a conoscenza dell'intenzione di acquisire Go2Net, società cliente di Merrill Lynch. Allo stesso tempo, gli fu mossa l'accusa di aver mantenuto elevato il valore delle azioni di GoTo.com, nonostante il momento negativo che queste azioni attraversavano sul mercato, poiché proprio in quel periodo la Merrill Lynch era in *pole position* per la gestione di una nuova emissione di questa società. Il sospetto si rivelò fondato, poiché quando la GoTo.com scelse un'altra banca d'affari per l'emissione, la Merrill Lynch ridimensionò significativamente il valore delle azioni.

Caso analogo, ma con esito diverso, si riscontrò con l'analista Mary Meeker, di Morgan Stanley. Come Blodget, anche la Meeker aveva mantenuto alte le valutazioni di azioni del settore hi-tech, nonostante la discesa dei prezzi sul mercato. Tuttavia non esistevano prove riguardo la non credibilità delle valutazioni della Meeker, e la stessa Morgan Stanley prese le difese della propria operatrice, evidenziando come fossero stati rifiutati diversi candidati alle IPO del settore Internet, a tutela degli investitori, e di come la stessa Meeker fosse parte integrante di questa scelta.

---

<sup>74</sup> v. Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou, *Insider Trading: Global Developments and Analysis*, CRC Press, 2008.

### **2.3.1.2. - Lo spinning**

La gestione delle IPO, rappresenta un altro momento cardine nella formazione di un conflitto d'interessi. Il fenomeno, detto *spinning*, si presenta quando la banca d'investimento attua una discriminazione di prezzo sul mercato: colloca una parte dei titoli dell'emissione a un prezzo inferiore ai dirigenti di alcune società, in cambio del loro impegno a divenire clienti della banca stessa. Oltre all'evidente carattere di "tangente", lo *spinning* comporta danno all'efficienza dei mercati, poiché una società si affida ad una banca d'affari non per i vantaggi competitivi mostrati, ma solo per uno "scambio di favori". Il caso più significativo è quello avvenuto agli inizi del nuovo millennio, quando la National Association of Securities Dealers (NASD) accusò Frank Quattrone, banchiere della Credit Suisse First Boston, di aver intestato oltre 300 conti a quelli che, in sede d'accusa, erano definiti "Amici di Frank", ovvero dirigenti di altre aziende, sia già clienti che potenziali futuri. Le azioni venivano assegnate a questi dirigenti in maniera del tutto discrezionale.

L'accusa a Frank, in realtà, serviva come monito per molti operatori di Wall Street, poiché la pratica dello *spinning* era largamente diffusa.

### **3.2.1.3. - Il caso Cirio e Parmalat**

Nel nostro Paese, si è assistito ad alcuni scandali che hanno lasciato profondi solchi nel sistema finanziario nazionale<sup>75</sup>.

Uno dei più importanti è senza dubbio il caso Cirio. Agli inizi degli anni Novanta, Sergio Cragnotti fonda una banca d'affari con sede

---

<sup>75</sup> v. Mara Monti, *L'Italia dei Crack*, Newton Compton Editori, 2011

operativa in Lussemburgo e una *holding* con sede a Dublino, la Cragnotti & Partners. La principale attività della banca d'investimento consiste nella compravendita di società<sup>76</sup> tra cui, appunto, la Cirio. Dopo solo pochi anni dalla sua fondazione, i *partners*<sup>77</sup> della società rivendevano progressivamente le loro partecipazioni allo stesso Cragnotti<sup>78</sup>. Ma mentre precipitano le partecipazioni della *holding*, aumentava del doppio il fatturato della Cirio, che è finanziato mediante ricorso al debito<sup>79</sup>. Quando la società si trova a dover restituire i finanziamenti, ricorre all'emissione obbligazionaria. Sono principalmente le banche italiane a curare le emissioni, per un totale di oltre un miliardo di euro. La particolarità di tali obbligazioni, sta nel fatto che esse sono riservate ad investitori istituzionali (fondi comuni, SGR, compagnie di assicurazione) e dunque alle banche stesse. Il problema dell'ingente indebitamento della società nei confronti delle banche sembra così risolto. Tuttavia, ed è qui che si manifesta il conflitto d'interessi, le banche non esitano a collocare i *corporate bond* presso il pubblico. Le banche sono a conoscenza della situazione finanziaria della Cirio, tuttavia non divulgano alcuna informazione; l'omissione è giustificata dal fatto che le obbligazioni, essendo emesse esclusivamente per la sottoscrizione di investitori istituzionali, non sono caratterizzate dai tipici prospetti informativi rivolti al pubblico o

---

<sup>76</sup> Si ricordi in particolar modo, l'acquisto della società calcistica romana S.S.Lazio.

<sup>77</sup> Erano più che altro banche nazionali e internazionali.

<sup>78</sup> Secondo le ricostruzioni della stampa, Cragnotti aveva accordato con i partners il riacquisto delle azioni, tramite opzioni *put* appositamente contrattate.

<sup>79</sup> Secondo le stime, tra il 1998 e il 2002, si arrivò ad un indebitamento pari al 160% del fatturato. Fonte:

[http://www.proteo.rdbcub.it/article.php3?id\\_article=295](http://www.proteo.rdbcub.it/article.php3?id_article=295).

da indici di *rating*<sup>80</sup>. Le banche avevano così trasferito i titoli tossici sin dall'emissione a circa 35 mila risparmiatori che, di fatto, avevano ripagato le banche di quel debito che queste sapevano di non veder mai restituito<sup>81</sup>.

Tra gli altri scandali, spicca senza dubbio, per gravità e impatto mediatico, un altro caso, avvenuto a brevissima distanza da quello appena descritto: il crack Parmalat, conclusosi il 19 Dicembre 2003. Uno dei più gravi casi di bancarotta fraudolenta al livello mondiale, che coinvolse 130 mila risparmiatori (tra azionisti e obbligazionisti), che subirono perdite di patrimonio complessivamente pari a 7 miliardi di euro, e la crisi di una multinazionale operante nei cinque continenti e con circa 36.000 dipendenti a carico.

I primi allarmi scattano nel febbraio dello stesso anno, quando la Consob inizia a indagare su una recente dichiarazione della società, che aveva annunciato di volersi finanziare tramite emissione obbligazionaria, per un importo pari a 500 milioni di euro. Dopo un mese, la stessa autorità di vigilanza continua ad attuare una forte pressione sulla società, invitandola a chiarire al mercato la situazione economico-finanziaria. Callisto Tanzi, proprietario della società, assicura che l'imminente approvazione del bilancio relativo all'esercizio precedente avrebbe rappresentato la garanzia richiesta. Di fatto, il bilancio viene approvato. Tuttavia, nonostante in esso figurasse una liquidità superiore a 4 miliardi di euro, la società continua ad

---

<sup>80</sup> v. Cap. 2, paragrafo 2.1.

<sup>81</sup> Quello appena descritto è un classico esempio di "cartolarizzazione del credito".

avanzare proposte di finanziamento, soprattutto sotto forma di obbligazioni<sup>82</sup>.

La farsa non perdura: la società deve rimborsare prestiti obbligazionari per centocinquanta milioni di euro, ma inizia a prendere tempo. La domanda relativa a come una società che ha da poco dichiarato liquidità per quattro miliardi di euro esiti nel rimborsare tale cifra, nasce spontanea e accompagnata da un tragico allarmismo. È solo a questo punto<sup>83</sup> che le Procure di Milano e di Parma avviano l'indagine, cui seguirono tutte le ben note conseguenze del caso.

Ma fulcro del problema è l'analisi del conflitto d'interessi e dell'agiotaggio promosso dalle banche d'investimento, in particolare quelle americane. Nell'arco temporale che va dagli inizi degli anni Novanta e l'anno dello scandalo, J.p. Morgan Chase, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS e Deutsche Bank, avevano avuto rapporti con la società italiana, in modi diversi<sup>84</sup> e in differenti momenti temporali. Ci troviamo, dunque, in un altro caso di agiotaggio e conflitto d'interessi portato avanti dalle banche d'affari. Queste, infatti, avrebbero dovuto fornire al mercato informazioni riguardanti l'instabilità finanziaria della Parmalat; al contrario si registrano

---

<sup>82</sup> Fonte:

<http://www.scandalifinanziari.it/index.php/tutti-gli-articoli/2-non-categorizzato/4-il-crack-parmalat>.

<sup>83</sup> In realtà la Consob aveva già richiesto specifiche motivazioni riguardo il mancato rimborso obbligazionario, cui Parmalat aveva risposto fornendo un documento che attestava il possesso di ingenti depositi presso *Bank of America*, successivamente risultato falso.

<sup>84</sup> I rapporti prevedevano sottoscrizione titoli, collocamento sia privato che pubblico nel mercato USA, ma anche prestiti e attività su cui le banche ricevevano commissioni. Fonte:

[http://www.repubblica.it/online/lf\\_primo\\_piano/040105parmalat2/parmalat2/parmalat2.html](http://www.repubblica.it/online/lf_primo_piano/040105parmalat2/parmalat2/parmalat2.html).



valutazioni positive dei titoli fino ai giorni antecedenti il 9 dicembre 2003<sup>85</sup>, giorno in cui si rende palese l'insolvenza della società. Come nei casi Blodget e Meeker<sup>86</sup>, le banche, hanno celato informazioni finanziarie rilevanti per gli investitori, col fine di evitare perdite derivanti dalla svalutazione dei propri titoli in portafoglio, semplicemente trasferendo il rischio d'insolvenza al risparmiatore.

Il problema del conflitto d'interesse è uno dei pilastri che influenzano l'evoluzione normativa nel settore bancario. Appare evidente, però, quanto sia difficile per i legislatori, nazionali e internazionali, riuscire a debellare il fenomeno tramite principi e direttive, che si sono rivelate spesso aggirabili.

---

<sup>85</sup> Nel giro di soli due giorni, la società di rating Standard & Poor's declina i titoli Parmalat da un buon grado di solvibilità a "junk".

<sup>86</sup> V. paragrafo 2.3.1.1.

## 2.4. – Il Moral Hazard

Si è già accennato che il ruolo delle banche d'investimento, e in generale di ogni intermediario finanziario, nel mercato sia quello di abbattere i costi di transazione e di ricerca delle informazioni. Si parta dal presupposto che il mercato è caratterizzato da asimmetria informativa<sup>87</sup>, ovvero quella condizione per cui una parte coinvolta in una qualsiasi transazione possiede informazioni non esaustive sull'altra, che possono comportare scelte nè corrette nè razionali. Conseguenza dell'asimmetria informativa, è la cosiddetta *adverse selection*<sup>88</sup>: nei mercati finanziari, questo fenomeno si manifesta quando i prenditori di fondi con alto rischio di insolvenza sono gli stessi che si attivano abbastanza da avere alte probabilità di riceverli. I datori di fondi, conoscendo questa situazione, potrebbero decidere di non erogare finanziamenti, anche se in realtà il mercato offre rendimenti sicuro.

Ma i rischi sistematici più ingenti, si verificano dopo la conclusione della transazione. Si consideri, infatti, che una volta concesso il prestito, il finanziatore potrebbe non conoscere le azioni intraprese dal debitore, il quale, proprio in virtù del fatto che sta “giocando” con il denaro altrui, potrebbe decidere di investire in modo molto rischioso, in vista di possibili guadagni. Il fenomeno è detto *moral hazard* e può essere evitato solo se il datore di fondi è a conoscenza dell'uso che il

---

<sup>87</sup> v. George A. Akerlof, *Racconti di un Nobel dell'economia. Asimmetria informativa e vita quotidiana*, tradotto da M. Pacifico, Università Bocconi, Milano, 2003. Nel libro, l'autore mette in luce come l'asimmetria informativa sia presente nella vita quotidiana.

<sup>88</sup> La problematica è sollevata soprattutto nell'ambito assicurativo. A tal proposito v. Valeria De Lorenzi, *Contratto di assicurazione: disciplina giuridica e analisi economica*, Wolters Kluwer Italia, 2008, capitolo 2.

prenditore farà del suo denaro. Considerando che il creditore sia restio a correre questo rischio, potrebbe non accordarsi nel concedere il prestito o comunque provocare una forte inefficienza del mercato, portando a quello che viene definito il “mercato dei bidoni”<sup>89</sup>.

#### **2.4.1. - L’azzardo morale nella teoria dell’agenzia e nel mercato del debito.**

Il caso più evidente di *moral hazard* si riscontra nei contratti azionari, in particolare nel rapporto *principal-agent*<sup>90</sup>. Il manager (*agent*) di una società, in genere, detiene una quota di partecipazione azionaria limitata rispetto al resto degli azionisti proprietari (*principal*). I primi sono spesso portati a massimizzare i propri interessi e, nel farlo, trascurano quelli degli azionisti di maggioranza, probabilmente perché non sono incentivati abbastanza ad aumentare i profitti dei proprietari. Si è dunque sviluppata una serie di rimedi per limitare questo tipo di fenomeno, che vanno dai sistemi per incentivi (*stock options* indicizzate all’andamento dell’azienda) ai sistemi di monitoraggio delle prestazioni<sup>91</sup>. Per quanto riguarda gli *stakeholders* esterni, invece, vi è una soluzione che sembra, all’apparenza, risolvere il

---

<sup>89</sup> L’inefficienza del mercato dovuta a selezione avversa e moral hazard è spiegata nel dettaglio dal premio Nobel G.Akerlof, *The Market for “Lemons”*: *Quality, Uncertainty and the Market*, Quarterly Journal of Economics, 84, 1970, pp.488-500.

<sup>90</sup> v. Clemens Jäger, *The Principal-Agent-Theory Within the Context of Economic Sciences*, BoD – Books on Demand, 2008.

<sup>91</sup> v. Jean-Jacques Laffont, David Martimort, *The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model*, Princeton University Press, 2009.

problema a monte: instaurare con la società un contratto di debito<sup>92</sup>. Essendo il rapporto vincolato, il creditore non avrà interesse nel monitorare l'attività degli *agents*, poiché egli si aspetta di ricevere il denaro a prescindere dagli utili perseguiti. In realtà, questo non rappresenta una soluzione all'azzardo morale, bensì una sorta di prevenzione di tale fenomeno. Il manager, infatti, potrebbe essere non interessato al carattere "obbligazionistico" del finanziamento, e intraprendere comunque investimenti ad alto rischio che potrebbero avere buon fine o meno<sup>93</sup>.

---

<sup>92</sup> Oltre a risolvere parzialmente il fenomeno del *moral hazard*, la decisione di instaurare un rapporto di debito con una società è incentivato anche dalle agevolazioni fiscali che ne conseguono (soprattutto in Italia), rispetto ai contratti azionari.

<sup>93</sup> In entrambi i casi, il finanziatore non ne uscirebbe soddisfatto: nel caso l'investimento andasse a buon fine generando profitti più che elevati rispetto all'ammontare del prestito, il creditore otterrebbe un ritorno di denaro irrisorio rispetto a quanto la società trattiene grazie al capitale prestato. Se, d'altro canto, l'investimento del manager risulta fallimentare, il finanziatore dovrà avere a che fare con uno stato d'insolvenza della società.

## 2.5. – La cartolarizzazione

Considerata la principale causa della recente crisi finanziaria<sup>94</sup>, la cartolarizzazione rappresenta una delle più grandi operazioni di finanza strutturata avviata nell'ultimo ventennio, soprattutto da parte delle banche d'investimento, e che ha mostrato solo recentemente i suoi potenziali effetti, evidenziando come gli aspetti positivi convivano con quelli negativi, proprio per l'esistenza di gravi conflitti di interesse e asimmetrie informative.

In breve, la pratica consiste nel cedere un blocco di crediti ad uno *Special Purpose Vehicle* (SPV), una società che, per finanziare l'acquisto di tali crediti, emette obbligazioni il cui rimborso è collegato ai flussi provenienti dall'incasso dei crediti. Nel caso avvenuto durante la crisi del 2007-2008, il pacchetto di crediti ceduti consisteva nei rimborsi degli ormai noti mutui *subprime*<sup>95</sup>, erogati dalle più grandi banche d'investimento durante l'espansione della bolla del mercato immobiliare.

Risulta evidente il grave conflitto d'interessi, dovuto principalmente all'asimmetria informativa derivante dal fatto che le banche erano certamente a conoscenza dell'alta probabilità di insolvenza dei mutuatari; in questo modo le banche potevano facilmente trasferire il rischio di credito all'intero mercato finanziario, liberandosene.

A seguito del *virus*<sup>96</sup> diffusosi a causa della tossicità dei titoli, la legislazione è intenta a regolamentare il più possibile la disciplina,

---

<sup>94</sup> v. Marilena Rispoli Farina, Gennaro Rotondo, *La crisi dei mercati finanziari*, Giuffrè Editore, 2009.

<sup>95</sup> Per approfondimenti, v. Michael Cole, *Subprime*, Foremost Press, Inc., 2009.

<sup>96</sup> Kathleen C. Engel, Patricia A. McCoy, *The Subprime Virus: Reckless Credit, Regulatory Failure, and Next Steps*, Oxford University Press, 2011.

puntando proprio sui benefici che la cartolarizzazione offre al mercato finanziario. Si pensi all'amministrazione Obama che, nonostante abbia provato direttamente le conseguenze negative della cartolarizzazione, ha previsto incentivi per far ripartire questo tipo di *derivatives market*, proprio in considerazione della loro importanza al fine di creare un mercato secondario per i prestiti al consumo delle piccole imprese<sup>97</sup>. L'attività di *securitization*, infatti, comporta particolari vantaggi al sistema economico: la cessione del credito, infatti, libera risorse finanziarie per ottimizzare i patrimoni delle banche e i loro impieghi, migliorando l'efficienza allocativa del mercato finanziario; consente inoltre, se applicata con giusto criterio, la possibilità di distribuire e frazionare il rischio di credito a chi è in grado di sostenerlo, aumenta il tasso di liquidità di titoli tendenti a essere illiquidi, tende a migliorare le valutazioni di *rating* in quanto attuate e comparate da una molteplicità di soggetti<sup>98</sup>.

Per quanto concerne gli aspetti negativi, essi sono rappresentati proprio dall'eccessivamente lunga catena di credito che si viene a formare. Si consideri esemplare a tal proposito, la tossicità dei *Mortgage Backed Securities*<sup>99</sup> verificatasi durante la crisi.

Il capitolo ha voluto mettere in evidenza le principali problematiche che caratterizzano le grandi banche d'affari e, più in generale, tutti gli

---

<sup>97</sup> *L'Ordinamento Finanziario Italiano*, a cura di Francesco Capriglione, Parte II, sez. II, di Concetta Brescia Morra.

<sup>98</sup> Claudio Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, FrancoAngeli, 2005.

<sup>99</sup> Per approfondimenti, Valeria Cusseddu, *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria*, con il contributo di Andrea Baranes, Fondazione Culturale Responsabilità Etica onlus, Luiss, 2011.

intermediari finanziari. Problematiche che risultano sempre più difficili da prevenire a causa dei comportamenti a scopo speculativo di alcuni operatori del settore. La regolamentazione, come verrà illustrato nel capitolo successivo, è indirizzata principalmente all'eliminazione di tali comportamenti, al fine di assicurare e garantire, nel modo più efficiente possibile, la tutela del consumatore e la stabilità del sistema finanziario.

## CAPITOLO 3

### LA REGOLAMENTAZIONE NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI D'INVESTIMENTO

#### 3.1. – I principali obiettivi della normativa

Si evince, dai capitoli precedenti, che il sistema finanziario presenta numerosi punti deboli, regole eludibili, comportamenti speculativi, ma soprattutto l'evidente difficoltà di uniformare un sistema di vigilanza che valga in ambito globale, e di cui le crisi sono manifestazione fisica. Le autorità di settore, di fronte agli ostacoli riscontrati nel creare un ordine legislativo omogeneo, operano sempre più spesso attraverso la pratica della *moral suasion*<sup>100</sup>, facendo appello agli intermediari affinché rafforzino i “presidi del sistema bancario e finanziario [...] di fronte all'emergere di nuovi rischi”<sup>101</sup>. Le turbolenze finanziarie avvenute, hanno messo in luce l'impossibilità di previsione di determinate situazioni, ed è proprio per questo che l'orientamento verso cui tendono le autorità di settore è prevenire gli stati di crisi, piuttosto che provare a curarli in seguito, con metodi che,

---

<sup>100</sup> v. Patricia Dockman Anderson, *By Legal Or Moral Suasion Let Us Put it Away*, University of Delaware. Department of History, ProQuest, 2008. Cfr. Enrico Galanti, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Wolters Kluwer Italia, 2008, pp.590 ss.

<sup>101</sup> Mario Draghi, *Relazione della Banca d'Italia per il 2007*, considerazioni finali.



talvolta, possono rivelarsi poco sociali o comunque restrittivi per l'economia.

L'obiettivo cardine diventa, dunque, il rafforzamento della tutela del risparmio, al fine di assicurare la fiducia nel sistema finanziario.

I primi provvedimenti in ambito di supervisione bancaria, a seguito degli Accordi di Basilea II<sup>102</sup>, tendono prevalentemente al conseguimento di quella *sana e prudente* gestione dell'intermediario necessaria per garantire la stabilità, la trasparenza e la correttezza del sistema finanziario, specialmente tramite l'innovazione e l'evoluzione dei criteri di valutazione dei rischi<sup>103</sup> e il calcolo di requisiti patrimoniali idonei. La normativa degli Accordi di Basilea, dunque, sembra rivolgersi agli organi societari gestionali degli intermediari, interagendo con essi nella stesura di nuove regole, quasi a voler evidenziare come, lungi dal porsi in posizione rigida e distaccata, la crescita nella sicurezza possa avvenire partendo direttamente dalla sensibilizzazione degli agenti sul mercato<sup>104</sup>. È proprio a questo orientamento normativo che si accompagna il recepimento della MiFID<sup>105</sup>, sempre più indirizzato alla responsabilizzazione dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi finanziari.

---

<sup>102</sup> Per approfondimenti sugli Accordi di Basilea, v. Stefano Venturato, *L'impatto del Nuovo Accordo di Basilea per Banche e PMI*, Lulu.com.

<sup>103</sup> v. M. Lorenzo Riva, *Basilea 2. Come ragioneranno le banche*, Diamint.com Srl, 2007, pp.23 ss. Cfr. Stefan Trueck, Svetlozar T. Rachev, *Rating Based Modeling of Credit Risk: Theory and Application of Migration Matrices*, Academic Press, 2009, p. 40.

<sup>104</sup> Cfr. Francesco Capriglione, *Finalità della supervisione e articolazione dei controlli pubblici, L'Ordinamento Finanziario Italiano*, CEDAM, 2010, p.252.

<sup>105</sup> Antonino Buscemi, Giovanni Di Meo, Sandro Evangelisti, *Recepimento delle direttive MiFID. Regole di condotta degli intermediari e tutela degli investitori. Sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie*, Franco Angeli, 2011.

A tal proposito, risulta opportuno citare l'art. 5 del Testo Unico della Finanza (t.u.f.)<sup>106</sup>, comma I, aggiornato con d.lgs. n.164/2007, intitolato "Finalità e destinatari della vigilanza":

"La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi:

- a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario;
- b) la tutela degli investitori;
- c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario;
- d) la competitività del sistema finanziario;
- e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria"

In realtà, i provvedimenti di Basilea II si sono rivelati "eccessivamente cautelari": il rispetto dei vincoli patrimoniali, effettivamente, ha condizionato in negativo l'ampliamento delle attività delle banche, riflettendo sul mercato scarse prospettive di crescita che, accompagnate dalla sfiducia nel settore, si riversano nella riduzione degli scambi interbancari, comportando l'illiquidità delle banche. Inutile sottolineare come all'illiquidità delle banche consegua anche la paralisi della crescita economica delle imprese. Sembra essersi esplicitato un paradosso: le autorità di settore, attraverso interventi disciplinari, risultati restrittivi per l'operatività bancaria, sembrano "ledere la logica del mercato"<sup>107</sup>. La questione risulta ancora più evidente nell'ambito dell'*investment banking*, in cui appare fondamentale il rapporto tra la banca e l'investitore, sia esso inteso come persona fisica, ma anche come impresa. È necessario, dunque,

---

<sup>106</sup> Emanato con d.lgs.n. 58 del 24 febbraio 1998.

<sup>107</sup> Francesco Capriglione, op. cit., pag. 256.

un cambio di direzione nella vigilanza, che ponga al centro la salvaguardia dell'investitore, sostenuta in particolar modo da obblighi informativi e di trasparenza e correttezza nei comportamenti. La vigilanza deve focalizzarsi sul rapporto che si instaura tra il prestatore di servizi e l'investitore, assicurando nel contempo la più efficiente allocazione delle risorse sul mercato<sup>108</sup>. E in effetti appare anacronistica la tendenza di una vigilanza "all'entrata" che subordini l'intermediario, specialmente in un sistema finanziario caratterizzato da un miglioramento continuo dei processi di competitività, dell'integrazione e della tecnologia, quale è quello moderno<sup>109</sup>.

Il fine ultimo diventa, dunque, quello di instaurare un equilibrio tra autonomia (e quindi autodeterminazione) del prestatore di servizi e interesse dell'investitore, che si converte inevitabilmente in interesse sociale, poiché è la sua salvaguardia che determina la fiducia nel sistema finanziario, e che si riflette, a sua volta, nella sua stabilità. A questo punto, sorge spontaneo domandarsi se l'unica "entità" capace di assicurare questo equilibrio sia il controllo pubblico, specialmente per il peso che riguarda la salvaguardia degli interessi dei consumatori. Sebbene la *ratio* delle principali disposizioni normative della MiFID affidano agli intermediari stessi i compiti di *internal monitoring*<sup>110</sup> e gli obblighi di trasparenza e correttezza e prevenzione

---

<sup>108</sup> Si tratta del concetto della *best execution*, v. Matteo De Poli, *La nuova normativa Mifid*, Wolters Kluwer Italia, 2009, pp. 159 ss.

<sup>109</sup> v. P.F. Asso, *Globalizzazione Reale e Globalizzazione Finanziaria: aspetti teorici e problemi di regolamentazione*, in *Ragion pratica*, 2002.

<sup>110</sup> v. Anthony Saunders, Linda Allen, *Credit Risk Management In and Out of the Financial Crisis: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*, III edizione illustrata, John Wiley & Sons, 2010, pp.282 ss.

dei conflitti di interesse<sup>111</sup>, non è pensabile l'indiscriminata autogestione dei soggetti prestatori di servizi, né si ritiene che possano trovare spazio ingiustificate aperture liberistiche, volte a svuotare di contenuto l'intervento pubblico<sup>112</sup>.

---

<sup>111</sup> Per la specifica disciplina riguardante i conflitti d'interesse, vedi Capitolo 3, paragrafo 3.

<sup>112</sup> Francesco Capriglione, op. cit., p.259.

### 3.2. – Regole di condotta

Partendo dal legame intrinseco esistente tra l'economia reale e la finanza, che ha portato l'una a dipendere dall'altra in un processo di "finanziarizzazione dell'economia"<sup>113</sup>, è evidente come le opportunità di crescita dei vari settori del mercato, il sempre maggiore apporto di capitale agli investimenti, la ricerca di una totale efficienza tecnico-operativa e la competitività del mercato globalizzato, abbiano messo in luce quei comportamenti asimmetrici considerati fonte delle turbolenze del sistema finanziario. In questo contesto, dunque, il risparmiatore preferisce investire sul mercato internazionale rispetto ai depositi bancari e/o postali, o titoli domestici, perché caratterizzati da rendimenti molto bassi. Preso atto di questo dato, occorre che i prestatori dei servizi d'investimento operino nella più totale e puntuale trasparenza e correttezza, in un contesto che, sia da parte degli investitori che degli intermediari, risulti essere ormai distante da forme di *moral hazard*, fondate sulla certezza di una tutela che, in ogni caso, verrebbe assicurata<sup>114</sup>.

Ci troviamo così di fronte ad un paradosso: gli investitori considerano molto positivo il poter indirizzare i propri capitali in mercati che, fino a qualche decennio fa, li erano preclusi; si registra, tuttavia, la forte sfiducia nei confronti di quelle entità che permettono l'accesso al suddetto mercato. Dal canto loro, gli intermediari agiscono in modo non paritario nei confronti dei clienti *retail*, evidenziando come non

---

<sup>113</sup> Mirella Pellegrini, *Regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Francesco Capriglione, CEDAM, 2010, p.810. Cfr. Nardozi, *Riflessioni sulla finanziarizzazione dell'economia*, in *Economia e Politica Industriale*, 1987, p.121 ss.

<sup>114</sup> Pellegrini, *Ibidem*, p.814.

esitino a mostrare comportamenti opportunistici in presenza di un soggetto debole<sup>115</sup>. Da qui la necessità della disciplina di protezione dei consumatori, basata su vari livelli che considerino anche la qualità e la professionalità degli stessi, col fine di assicurare il regime di pari opportunità che l'ordinamento sociale si pone di difendere e promuovere.

A tal proposito nasce la distinzione tra operatori qualificati (banche, SIM, SICAV, SGR, altri soggetti adibiti per requisiti professionali) e non qualificati (clientela *retail*). Tale separazione esiste in una logica di tutela del risparmiatore, tale che non limiti la prima categoria, ma precludendo determinate operazioni alla seconda. Occorre citare, a tal proposito, il nuovo Regolamento Consob n.16190 del 2007, emanato in seguito al recepimento MiFID, con il quale viene introdotta la nuova tripartizione degli investitori, distinti in clientela professionale<sup>116</sup>, controparte qualificata e clientela al dettaglio (*retail*); la valutazione avviene ora sulla base di dati oggettivi stabiliti a livello normativo e non più sulla base delle attestazioni fornite dal cliente. È possibile, in base alla normativa MiFID, richiedere la variazione di classificazione attribuitagli dall'intermediario. Suddetta variazione può essere richiesta sia per assicurarsi maggiore o minore protezione, a seconda delle proprie preferenze di investimento. La disciplina, dunque, non lascia margini di discrezionalità all'intermediario per la classificazione, assicurando in tal modo la tutela del risparmiatore; allo stesso tempo, tramite la possibilità di richiesta di variazione della

---

<sup>115</sup> Per approfondimenti, v. Roberto Caratozzolo, *La responsabilità delle banche per la violazione degli obblighi contrattuali*, Giuffrè Editore, 2007.

<sup>116</sup> A loro volta distinti in clienti professionali pubblici, ai sensi dell'art.6, comma II-*sexties*, T.U.F., e clienti professionali privati, individuati ai sensi dell'art.26, comma I, lettera d).

classe, il cliente non è eccessivamente limitato nella scelta degli investimenti.

Si evince, infatti, che la nuova normativa è indirizzata a porre il consumatore al centro delle scelte d'investimento, in conformità del nuovo ruolo che si vuole riconoscere al cliente, sempre più attivo nelle operazioni d'investimento, e a perseguire il cosiddetto "risparmio consapevole"<sup>117</sup>.

È proprio tenendo conto dell'importanza del ruolo dell'investitore che le direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE, rispettivamente di primo e secondo livello<sup>118</sup>, recepite nel nostro ordinamento con d.lgs. 17 settembre 2007 n.164, mirano ad assicurare la tutela dell'investitore in modalità nuove rispetto al passato, proprio in funzione del superamento di quelle asimmetrie informative che caratterizzavano la debolezza del cliente. Da evidenziare sono i comportamenti che il prestatore di servizi deve garantire. Essi sono dettati dalla direttiva già citata 2004/39/CE, che stabilisce il modo "onesto, equo e professionale" con cui l'intermediario deve agire "per servire al meglio gli interessi dei loro clienti". Si noti come l'equità diventi principio cardine e "faro guida"<sup>119</sup> dell'operatore, ma soprattutto come le direttive comunitarie, per struttura e contenuti, tendano ad un duplice obiettivo: specificare le norme comportamentali da tenere al momento della prestazione del servizio, e allo stesso tempo

---

<sup>117</sup> v. Berardino Libonati, *Scritti giuridici, Volume 2*, Giuffrè Editore, 2013, p.510

<sup>118</sup> La normativa MiFID utilizza il metodo *Lamfalussy* composto di quattro livelli: principi quadro, disposizioni di dettaglio, cooperazione e vigilanza. V. Antonio Pedalino, *L'euro nel sistema monetario internazionale*, Liguori Editore Srl, 2005, p.76 ss.

<sup>119</sup> Cfr. Capriglione, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il Recepimento della MiFID. Profili sistematici*. Padova, 2008, p. 202.

ridisegnare l'assetto organizzativo del *modus operandi* dei prestatori di servizio, al fine di uniformarli e renderli trasparenti in un contesto geografico che ormai ha superato i confini nazionali.

Alle direttive citate, si aggiunge un altro principio cardine che assicuri l'efficienza e il buon funzionamento del mercato: la "salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario", collocata nella nuova formulazione dell'art.5 t.u.f., considerata presupposto fondamentale per la crescita del mercato. La tutela del rapporto fiduciario si traduce in standard comportamentali, che influenzano direttamente gli indici di buon funzionamento, ma soprattutto di stabilità del sistema finanziario e, di conseguenza, anche quello economico.

È d'obbligo citare, dunque, l'art.21 t.u.f., che definisce proprio quei "Criteri Generali" di condotta che l'intermediario deve tenere sia in sede di precontrattazione, sia di esecuzione, sia di post conclusione<sup>120</sup>. Con il suddetto articolo, il legislatore ha voluto rafforzare la strumentazione idonea a "pervenire il verificarsi dei conflitti d'interesse<sup>121</sup>", con tutte le ben note ripercussioni sul mercato. Segue l'art.23, che al comma I definisce le regole generali relative ai

---

<sup>120</sup> Art.21 t.u.f.: 1. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati

devono:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività

<sup>121</sup> Pellegrini, op.cit., p.824.



contratti di prestazione di servizi (ad eccezione dei servizi di consulenza), specificando l'obbligo di forma scritta, comprensivo delle condizioni generale, da presentare al cliente, in violazione della quale il contratto risulta nullo<sup>122</sup>.

Proseguendo nello stesso articolo, si nota, al comma II, che è prevista la nullità di ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente, e di ogni altro suo onere: “in tali casi nulla è dovuto” al prestatore del servizio. La *ratio* di tale disciplina è spinta dall'evitare che il contenuto dell'uso sia determinato dal soggetto forte della contrattazione.

Va sottolineato, infine, il comma VI, relativo all'onere della prova nei giudizi relativi al risarcimento da danno cagionato al cliente. Il testo disciplina che l'onere della prova “spetta ai soggetti abilitati”, i quali devono dimostrare di aver agito secondo i principi di diligenza e gli standard comportamentali previsti dalla regolamentazione.

Merita breve parentesi il settore della consulenza in materia di investimenti. Questo tipo di attività ha spesso subito variazioni di ambiti di competenza legislativa, dal momento che è stata trattata a volte come attività nell'ambito dei servizi di investimento, a volte

---

<sup>122</sup> Art. 23 t.u.f. (Contratti): 1. I contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera f), e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo.

come servizio di natura accessoria<sup>123</sup>. L'attività di consulenza è ritenuta, al pari della gestione di portafogli, sottoposta alla disciplina dell'adeguatezza della specifica operazione<sup>124</sup>, ma si differenzia dagli altri servizi per il mancato obbligo di redazione del contratto in forma scritta, come si evince dall'art.23 t.u.f. già citato e dall'art.37 del Regolamento 16190/2007. Nonostante l'apparente contraddizione che si registra nel momento in cui la consulenza non prevede obbligo di contratto in forma scritta, ma proprio questo appare come requisito per la verifica dell'adeguatezza della specifica operazione, si trova risposta nella volontà del legislatore di tener distinte la stipula del contratto con le condizioni generali, e il rapporto di consulenza, che in genere avviene nella fase precontrattuale, quando si tratta di consulenza in materia di investimenti. È opportuno, a questo punto, sottolineare la distinzione tra questo tipo di consulenza e quella generica<sup>125</sup>. Qui si rileva una mancanza legislativa. Il mantenimento di questa distinzione farà sì che l'intermediario spenda una consulenza a scopi opportunistici, laddove la stesura di un contratto possa far evidenziare un conflitto d'interessi, altrimenti non rilevabile mantenendo il solo carattere orale dell'accordo.

---

<sup>123</sup> A seguito del d.lgs. n.164/2007, di recepimento della direttiva MiFID, la consulenza è tornata ad essere un servizio d'investimento, contrariamente a quanto disposto dal d.lgs. n.415/1996 (decreto Eurosim) che la considerava servizio accessorio.

<sup>124</sup> Per maggiori informazioni v. Pellegrini, op.cit., p.846-849.

<sup>125</sup> Si tratta di quella privata e autonoma prestata dall'intermediario, per fini estranei all'attività di investimento. V. Marco Oriani, Bruno Zanaboni, *La consulenza finanziaria*, Gruppo 24 Ore.

### 3.3. – Le soluzioni al conflitto d’interesse

Per quanto riguarda la delicata controversia riguardante i conflitti di interesse, è utile intraprendere un discorso a parte, in quanto la nuova normativa sembra aver optato per una *deregulation*<sup>126</sup> rispetto a quella precedente, proprio per via della complessità della materia. In particolare si consideri la normativa vigente nel caso statunitense.

Nel capitolo precedente, si è già parlato di come la selezione avversa comporti l’inizio del mercato dei “bidoni”, con la conseguenza che tale mercato sopravvive, ma non svolge alcuna funzione di utilità sul piano della distribuzione economica. In breve, è un mercato inefficiente<sup>127</sup>. Nell’ambito finanziario, la risoluzione di questa tematica non basta a precludere il verificarsi di pregiudizi a danno degli investitori, proprio perché i principali danni possono essere causati proprio dai comportamenti opportunistici degli intermediari. Entrambi gli aspetti – asimmetria informativa e rapporto tra cliente e prestatore di servizio – necessitano dunque di una regolamentazione giuridica eteronoma<sup>128</sup>. Prima disposizione in tal senso, deriva dall’obbligo di registrazione presso la *Sec* di società e persone fisiche che esercitino le attività di *brokerage* e/o *dealing* e di *investment*

---

<sup>126</sup> Per approfondimenti, v. Martha Derthick, Paul J. Quirk, *The Politics of Deregulation*, Brookings Institution Press, 2001.

<sup>127</sup> Vedi capitolo 2, par.

<sup>128</sup> Paolo Flavio Mondini, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione dei servizi di investment*, *L’esperienza statunitense*, Quaderni di Banca, Borsa e Titoli di Credito, Giuffrè Editore, Milano. Cfr. Perrone, *Gli obblighi nella prestazione dei servizi di investimento*, in Banca Borsa e tit. cred., 2006, I, p. 374.

*advisers*<sup>129</sup>. La disposizione, apparentemente di carattere pubblicistico, vuole garantire da un lato un livello di qualità delle prestazioni, dall'altro la spinta ad operare nel migliore dei modi per non vedersi revocare l'autorizzazione all'esercizio rilasciata al momento dell'iscrizione. Si denota dunque un'attività di vigilanza disciplinare e di controllo, affidata alle *SROs (Self-Regulatory Organizations)*, che provvedono a verificare le cosiddette *conduct of business rules*: principi dettagliati riguardanti gli alti standard di “*commercial honor and just and equitable principles of trade*”<sup>130</sup>. Spicca, tra questi standard comportamentali, la regola della *suitability*, definita dalla *Nasd Rule 2310*, che stabilisce l'obbligo dell'intermediario di poter dimostrare di avere “*reasonable grounds*” per consigliare un investimento ad un cliente. Dopo una prima analisi delle principali fonti normative della disciplina riguardante i conflitti d'interesse, si nota come la giurisdizione abbia sempre mantenuto una posizione che permetta l'autoorganizzazione della condotta in funzione del mantenimento di un fine etico. La dottrina ha dunque mosso i dubbi riguardo la responsabilità civile che sorga in caso di mancato perseguimento dei comportamenti cui è tenuto l'intermediario, con conseguente obbligo risarcitorio. Pur ricercando in altre fonti normative (ad esempio quelle statali e federali), si è rivelato arduo evidenziare una clausola che potesse avere carattere universale nell'applicarlo ad un contesto così controverso<sup>131</sup>. A tal proposito,

---

<sup>129</sup> Per approfondimenti v. Barry Leonard, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*, DIANE Publishing, 2011.

<sup>130</sup> 15 USC 78°-3, e clausola della *Nasd Rule 2110*.

<sup>131</sup> Basti pensare alla varietà di servizi che una banca d'investimento offre per rendersi conto della difficoltà di riscontrare, in una singola legge, una fattispecie applicabile a tale molteplicità.

risulta opportuno analizzare il caso derivante dalla cosiddetta *Shingle Theory*<sup>132</sup>, applicabile quando l'intermediario ha l'obbligo di “*fair dealing*” con clienti di natura professionale e/o dallo *status* rilevante. In questi casi esiste la possibilità per l'investitore di invocare una tutela risarcitoria nei confronti dell'intermediario che non abbia mantenuto gli standard comportamentali richiesti. Alla luce di questi dati, appare opportuna la critica mossa dalla dottrina, secondo cui questa impostazione tende a sfociare nel paternalismo degli esiti delle controversie, e risulta poco coerente con la tendenza della giurisprudenza a ridurre l'ambito di tutela privata, al fine di evitare fenomeni di *overdeterrence*<sup>133</sup>. Il quadro normativo evidenzia una mancata integrazione nella disciplina speciale del meccanismo della responsabilità civile appartenente ai rapporti privati. Si può concludere che la disciplina presenta delle “falle” talvolta compensate dal sistema di *common law* vigente, ma nonostante l'incertezza che sembra avvolgere questa materia e la mancanza di regole ben delineate, si può scorgere un vantaggio, ossia quello di offrire maggiore elasticità e adattabilità nell'ambito dei servizi di investimento e dei prodotti finanziari, difficili da inquadrare in schemi predeterminati, data la continua evoluzione del settore.

Se, dunque, la normativa statunitense risulta presentare dei volontari cenni di autogestione e auto responsabilizzazione degli intermediari, in ambito comunitario la normativa MiFID sembra prestare particolare attenzione al fenomeno di gestione dei conflitti di interessi tra

---

<sup>132</sup> Per approfondimenti, v. Alan R. Palmiter, *Securities Regulation: Examples and Explanations*, Aspen Publishers Online, 2008, pp. 463 ss.

<sup>133</sup> Paolo Flavio Mondini, op.cit., p.70.

intermediari e investitori. La necessità nasce proprio dalla vastità di attività di investimento che possono rappresentare origine del problema, motivo per cui le direttive puntano a garantire che tali conflitti non si ripercuotano negativamente sugli investitori. A tal proposito si può citare la legge n.1/1991, nella quale già apparivano rigidi criteri organizzativi con l'obiettivo di assicurare la totale separazione delle strutture preposte allo svolgimento di servizi di investimento differenti. Si riscontra, su questa linea di pensiero, all'art. 6 t.u.f., comma II-bis, che la Banca d'Italia, in intesa con la Consob, ha il compito di disciplinare i "casi in cui, al fine di prevenire conflitti di interesse nella prestazione dei servizi d'investimento", tali attività siano prestate da strutture distinte e autonome. Si aggiunge il Regolamento Consob n.11522, che imponeva ai prestatori di servizi finanziari d'investimento di adottare procedure interne finalizzate ad assicurare il non verificarsi di "scambi di informazioni fra i settori dell'organizzazione aziendale", che dovevano restare separati. I legislatori italiani sembrano dunque aver mantenuto valido il metodo delle *chinese walls*<sup>134</sup>, la cui funzione è, appunto, impedire i flussi di informazioni rilevanti fra i diversi comparti di un'azienda prestatrice di servizi.

Si riscontra anche nel caso europeo la consapevolezza che la prevenzione del conflitto non basti a garantire il non verificarsi di pregiudizi nei confronti degli investitori, motivo per cui persistono gli

---

<sup>134</sup> Cfr. Charles Hollander, Simon Salzedo, *Conflicts of Interest and Chinese Walls*, Sweet & Maxwell, 2004.

obblighi di comunicazione (*disclosure*) ai clienti relativi ad ogni informazione riguardante l'investimento<sup>135</sup>.

Per quanto riguarda la normativa MiFID, la disciplina si articola in diverse fasi, esplicitate dagli artt. 13 e 18 della direttiva 2004/39/CE, dall'art. 21 t.u.f. e dall'art.23 del Regolamento Consob n.16190/2007, che vanno dall'identificazione del conflitto anche solo potenziale, passando per la misurazione e definizione di misure idonee a non arrecare danno al cliente, all'adozione di una politica interna tesa alla loro gestione, per arrivare infine all'obbligo di comunicazione al cliente della natura e/o delle fonti del conflitto, qualora non fosse stato possibile eliminarli.

Nonostante la maggiore rigidità con cui è trattata la materia in ambito comunitario, si evidenzia anche in questo caso come l'intenzione del legislatore sia promuovere la capacità di *gestione* del conflitto, secondo un *iter* preferibile a quelli di carattere preventivo o di rimozione a posteriori o, nella peggiore delle ipotesi, di carattere risarcitorio. Va sottolineato, inoltre, che se l'ordinamento statunitense faceva dell'obbligo di *disclosure* il principio cardine della buona condotta dell'intermediario nella gestione dei conflitti, la normativa MiFID reca a tale principio una valenza diversa, considerandolo come ultimo metodo per la gestione del conflitto. Sembra opinione diffusa, infatti, che il conflitto d'interessi non venga trattato come un inevitabile momento del rapporto tra prestatore del servizio e il suo cliente, ma come una circostanza possibile, che va attivamente

---

<sup>135</sup> cfr. Antonella Antonucci, *Regole di condotta e conflitti d'interesse*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Wolters Kluwer Italia, 2009, p. 53 ss.

gestita<sup>136</sup>, dando persino la possibilità all'intermediario di mantenere una situazione di conflitto, purché essa non leda gli interessi del cliente e che questo ne sia a conoscenza.

Si può concludere che la nuova normativa, come già accennato, opera in un contesto di deregolamentazione rispetto al passato, promuovendo l'autoregolamentazione, in linea con l'approccio legislativo di ricercare approcci non troppo rigidi in un settore così vasto, diversificato e in continua evoluzione come è quello dei servizi finanziari; correndo, tuttavia, il rischio di generare eccessive diversità nell'operatività degli intermediari, e di creare asimmetrie di trattamento giuridico e "compensazioni sociali" nei confronti di diverse aziende del settore.

---

<sup>136</sup> Pellegrini, op.cit., p.851.



## Conclusioni

“Fatemi buona politica e io vi farò buona finanza.” (Marcel Proust).

Alla luce di quanto evidenziato nei capitoli di questo mio lavoro, il mondo della finanza sembra essere governato dal contrasto esistente tra etica e profitto. Ogni azione, con ogni sua conseguente reazione uguale e contraria, è intrinseca di quei comportamenti che sono stati oggetto di discussione, e che rappresentano quell’energia che permette a ogni tassello del domino di colpire il successivo, in un susseguirsi di eventi dal moto incontrollabile. Sembra che la volontà di risparmio dell’uomo, la cui tutela deve essere, per etica, assicurata, non riesca a incontrarsi “naturalmente” con l’*agere* delle banche, la cui operatività deve anch’essa essere assicurata, ma sotto forma di profitto. È qui che entra in gioco la regolamentazione del settore, che sembra porsi da intermediario in questa asimmetria di propositi. È interessante analizzare come la volontà di attenuazione dei conflitti si traduca in disposizioni normative che, lungi dall’essere coercitive e soffocanti, tendono ad una sensibilizzazione delle parti in causa. Educare e istruire il cliente al suo ruolo, rappresenta l’attività centrale della legislazione, di pari passo col responsabilizzare l’intermediario a operare attraverso una *sana e prudente* gestione, perseguendo la correttezza e la trasparenza dei comportamenti, senza rinunciare al profitto.

Il conflitto deve essere dunque mitigato da una normativa capace di essere credibile, autoritaria e non eludibile, ma allo stesso tempo elastica e conformabile alle necessità di un settore in continua evoluzione.

## Bibliografia

Akerlof, G. A. (2003). *Racconti di un Nobel dell'economia. Asimmetria Informativa e vita quotidiana*. (M. Pacifico, Trad.) Milano: Università Bocconi.

Antonucci, A. (2012). *Diritto delle Banche* (V edizione ed.). Giuffrè editore.

Antonucci, A. (2009). Regole di condotta e conflitti d'interesse. In D. Poli (A cura di), *La nuova normativa MiFID*. Wolters Kluwer Italia.

Barca, F. (2010). *Storia del capitalismo italiano*. Donzelli editore.

Berbenni, E. (2011). Banche miste e ciclo immobiliare, le esperienze CREDIT e COMIT. *Società e Storia* .

Bruner, R. F., & Carr, S. D. (2009). *The Panic of 1907*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Buscemi, A., Di Meo, G., & Evangelisti, S. (2011). *Recepimento delle direttive MiFID. Regole di condotta degli intermediari e tutela degli investitori. Sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie*. Franco Angeli.

Candeloro, G. (1993). *Il fascismo e le sue guerre*. Feltrinelli Editore.

Capriglione, F. (2008). *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*. Padova.

Capriglione, F. (A cura di). (2010). *L'ordinamento finanziario italiano* (II edizione ed.). CEDAM.

De Rosa, L. (1979). *La Crisi economica del 1929*. Mondadori.

Draghi, M. *Relazione della Banca d'Italia per il 2007*. Banca d'Italia.

Espinasse, P. (2011). *IPO: A Global Guide*. Hong-Kong: Paramount Printing Co.

Estulin, D. (2011). *Il Club Bilderberg*. Arianna Editrice.

Farina, M. R., & Rotondo, G. (2009). *La crisi dei mercati finanziari*. Giuffrè editore.

Giannotti, C. (2005). *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*. Franco Angeli.

Giorgianni, F., & Tardivo, C. M. (2006). *Diritto Bancario*. Giuffrè editore.

Hollander, C., & Salzedo, S. (2004). *Conflicts of Interest and Chinese Walls*. Sweet & Maxwell.

Kennedy, W., & Searle, P. R. (1967). *The Management of a Trust Department*. Bankers Pub.

Mishkin, F. S., Eakins, S. G., & Forestieri, G. (2007). *Istituzioni e Mercati Finanziari* (V edizione ed.). Pearson - Addison - Wesley.

Mondini, P. F. (s.d.). Quaderni di Banca, Borsa e Titoli di credito. *I Conflitti di Interesse degli Intermediari Finanziari nella prestazione dei servizi di investimento. L'esperienza Statunitense*. Milano: Giuffrè Editore.

Monti, M. (2011). *L'Italia dei Crack*. Newton Compton Editori.

Pantaleoni, M. (1977). *La caduta della Società Generale di Credito Mobiliare Italiana*. Giuffrè.

Saraceno, P. (1956). L'Istituto per la Ricostruzione Industriale. In *IRI, Origini, Ordinamenti e Attività svolta*. Torino: Utet.

Saunders, A., Cornett, M., Anolli, M., & Alemanni, B. (2011). *Economia degli Intermediari finanziari*. McGraw - Hill.

University of Michigan. (1991). *La Banca d'Italia dal 1894 al 1913: momenti della formazione di una banca centrale*. (F. Bonelli, A cura di) Laterza.

## **Sitografia**

Arianna Editrice, <http://www.ariannaeditrice.it>

Federal Reserve, <http://www.federalreserve.gov>

Borsa Italiana, <http://www.borsaitaliana.it>

Consob, <http://www.consob.it>

Thomson Financial League Tables, [www.thomson.com](http://www.thomson.com)

Goldman Sachs, <http://www.goldmansachs.com>

Wealth Management, <http://www.wealthmanagement.ml.com>

K.Bank, <https://www.kb.cz>

Proteo, <http://www.proteo.rdbcub.it>

Scandali Finanziari, <http://www.scandalifinanziari.it>

Repubblica.it, <http://www.repubblica.it>

Società Generale, <https://careers.societegenerale.com>

## **Ringraziamenti**

Voglio ringraziare sentitamente la prof.ssa Mirella Pellegrini, che mi ha concesso la possibilità di elaborare la tesi su un argomento da me particolarmente sentito, e soprattutto per la sua disponibilità e assiduità nel seguirmi e consigliarmi durante tutte le fasi della stesura.

Ringrazio, inoltre, la società ALD Automotive, che mi ha concesso la possibilità di svolgere un tirocinio presso la loro sede a Roma, che mi ha spinto a impegnarmi maggiormente nel conseguire la laurea in vista di una possibile opportunità lavorativa in futuro.

Ringrazio poi mia sorella per avermi spinto a iscrivermi in questa università.

Ringrazio i miei genitori per i numerosi sacrifici economici e non solo che hanno sostenuto e che continueranno a sostenere per continuare a farmi studiare.

Ringrazio una persona in particolare per avermi supportato specialmente in questo ultimo anno universitario e per avermi spronato a credere di più nelle mie capacità.

Ringrazio i miei amici la cui compagnia è stata e sarà sempre il momento più piacevole della serata dopo una giornata di studio.

Ringrazio i miei compagni di studio, con i quali le giornate universitarie sono state meno faticose.