

**DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT**

CATTEDRA DI REGOLAZIONE FINANZIARIA E  
INNOVAZIONE

***IL PROCESSO INDIVIDUALE D'INVESTIMENTO:  
LIMITI COGNITIVI, CRISI FINANZIARIE E  
REGOLAMENTAZIONE***

**RELATORE**

Prof.ssa. Mirella Pellegrini

**CANDIDATO**

Riccardo Vicerè

Matricola 255241

**ANNO ACCADEMICO**

**2022/2023**



# INDICE

<b>Introduzione.....</b>	<b>4</b>
<b>Capitolo 1 La finanza comportamentale e i <i>bias</i> cognitivi.....</b>	<b>6</b>
1.1 Dalla teoria classica alla finanza comportamentale .....	6
1.2 Gli studi di Daniel Kahneman e Amos Tversky.....	9
1.3 Le euristiche e i <i>bias</i> cognitivi .....	12
<b>Capitolo 2 Il fenomeno del risparmio tradito e le crisi finanziarie .....</b>	<b>23</b>
2.1 Il caso dei bond argentini.....	24
2.2 Il caso Cirio .....	28
2.3 Il caso Parmalat.....	31
2.4 Le obbligazione subordinate di Banca Etruria .....	36
<b>Capitolo 3 La regolamentazione in materia d'investimenti (MIFID I e II)</b>	<b>41</b>
3.1 Obiettivi e novità delle direttive .....	42
3.2 La profilatura del cliente e il questionario MIFID .....	51
<b>Conclusione.....</b>	<b>55</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>57</b>
<b>Sitografia.....</b>	<b>59</b>

## Introduzione

La nascita della finanza comportamentale ha cambiato radicalmente il modo in cui l'essere umano viene visto all'interno del mondo economico. La visione classica dell'homo economicus non bastava più, infatti, ad inquadrare le decisioni che i singoli investitori compievano all'interno dei mercati ed è per questo che molti studiosi in ambito economico hanno iniziato a notare che le decisioni d'investimento della grande maggioranza dei risparmiatori vengono prese al di fuori della logica della "perfetta allocazione delle risorse" e della "totale razionalità" promossa dagli studiosi classici. Attraverso gli studi della finanza comportamentale, siamo arrivati alla conclusione che gli investitori tendono a farsi guidare dalle emozioni e dall'inconscio quando si tratta di prendere una decisione sui propri risparmi incorrendo quindi in una frettolosa o sbagliata valutazione della situazione di riferimento. Le principali cause che spiegano per quale motivo prediligiamo tale approccio sono tutte all'interno della nostra mente, la quale, in molti degli avvenimenti che ci troviamo davanti quotidianamente, ci spinge verso una risoluzione automatica e veloce dei problemi, compresi quelli più complessi. Tuttavia, per quanto riguarda il vasto e articolato mondo della finanza, non possiamo permettere che le nostre decisioni vengano prese in maniera automatica ma, al contrario, dobbiamo fare in modo che il nostro sistema cognitivo entri in moto evitando così il proliferare dei bias cognitivi.

E' ormai risaputo che il 90% dei trader che decidono di investire i loro risparmi finisce per incorrere in una perdita. La gestione delle emozioni e i bias cognitivi sono sicuramente alcune tra le principali cause ma, purtroppo, non sono le uniche. Infatti, soprattutto per quanto riguarda l'ambito della consulenza finanziaria o la gestione dei portafogli da parte di consulenti finanziari, entrano in gioco moltissime altre dinamiche che sono difficilmente controllabili dall'investitore. Alcuni esempi della nostra storia recente hanno dimostrato infatti come il singolo investitore può far ben poco quando in ballo ci sono gli interessi di grandi istituzioni come le banche o le multinazionali e, in quello che viene definito come il fenomeno del "risparmio tradito", si può osservare chiaramente come i titoli posseduti da alcuni investitori abbiano, da un giorno all'altro, azzerato il loro valore senza che i clienti fossero messi a conoscenza della possibilità

che questo potesse accadere o, in generale, che fossero informati sull'effettiva rischiosità del loro investimento. L'asimmetria informativa non ci consente di ottenere informazioni sull'operato delle grandi società e degli stati e uno dei principali ruoli dell'intermediario è quello di ridurre tale asimmetria favorendo un'efficiente allocazione all'interno del sistema. In molti casi, però, accecati dai profitti, le imprese d'investimento omettono determinate informazioni finendo per compromettere i risparmi degli investitori, i quali rimangono coinvolti all'interno dei fallimenti di grandi imprese o stati.

Nel primo capitolo dell'elaborato verrà affrontato, per l'appunto, il problema dei bias cognitivi, analizzando quali sono e in che modo condizionano le decisioni d'investimento; mentre nel secondo ci si concentrerà maggiormente sul rapporto cliente-intermediario analizzando i principali fenomeni di "risparmio tradito" avvenuti nei primi anni del 2000' e come questi fenomeni hanno impattato sui risparmi degli investitori.

Il capitolo conclusivo parlerà di come le autorità preposte alla regolamentazione in materia d'investimenti abbiano cercato di ovviare a questi problemi. Nello specifico descriverà quali sono stati gli obiettivi e le novità che ha introdotto la direttiva europea MIFID per risolvere i problemi del rapporto fra consulente e investitore.

# Capitolo 1

## La finanza comportamentale e i *bias* cognitivi

### 1.1 Dalla teoria classica alla finanza comportamentale

Le teorie che studiano il comportamento degli individui nella fase d'investimento sono cambiate notevolmente col passare del tempo e col succedersi dei fenomeni economici di maggiore rilevanza. Inizialmente la teoria dominante era quella "classica", elaborata da alcuni dei più grandi economisti della storia come Adam Smith, David Ricardo e Thomas Robert Malthus. Tale teoria affermava la più totale autonomia del mercato il quale era in grado di convergere verso la situazione di ottimo senza la necessità di alcun intervento da parte dello stato e degli individui. Nello specifico, come affermava Adam Smith in una delle sue opere più famose: "ogni operatore economico privato persegue il proprio guadagno personale e, come guidati da una "mano invisibile", le scelte individuali per la ricerca del guadagno personale conducono indirettamente al benessere sociale e generale dell'economia."

La teoria classica basa tutte le sue teorie sul presupposto che ogni individuo è in grado di compiere le scelte che gli si pongono davanti in maniera completamente razionale, sapendo riconoscere quali siano le migliori opportunità d'investimento e con l'intento di massimizzare l'allocazione delle proprie risorse. Inoltre, tale teoria presuppone che ogni individuo disponga di tutte le informazioni necessarie per la comprensione del mercato, facendo in modo che ogni sua scelta risulti quella ottimale tra le milioni di scelte possibili.

Partendo da queste considerazioni, nasce la figura dell' "homo economicus", elaborata da John Stuart Mill; Si tratta di una figura "sovrumana", in grado di compiere scelte razionali al fine di massimizzare i suoi interessi. Secondo Mill, l'insieme delle scelte razionali degli individui consentono, indirettamente, di soddisfare l'interesse generale della collettività, grazie al funzionamento del mercato e alla libera concorrenza. Al mercato spetta il compito di determinare la migliore allocazione delle risorse e la formazione dei prezzi.

Nella vita reale, tuttavia, gli individui durante la fase d'investimento non sempre si comportano in maniera razionale e soprattutto non sono mai in possesso di tutte le informazioni che riguardano il mercato. Quando un individuo decide come investire il proprio denaro, spesso si fa guidare dalle emozioni e dalle paure piuttosto che dalla razionalità e questo fa della teoria economica classica, per quanto riguarda le scelte individuali, un ideale a cui aspirare piuttosto che un modello che descrive la realtà dei fatti. Quindi, nonostante i successi ottenuti dalla teoria classica in ambito economico (“La fortuna della teoria della finanza classica, che primeggia ancora indiscussa nei libri di testo, consiste proprio nella sua capacità di farsi pratica quotidiana.”)<sup>1</sup>, è la teoria della finanza comportamentale quella che ci dà gli strumenti più realistici per analizzare le scelte individuali di gestione del risparmio.

Con il termine finanza comportamentale si indica quella branca degli studi economici che indaga i comportamenti dei mercati finanziari includendo nei propri modelli i principi di psicologia legati al comportamento individuale e sociale<sup>2</sup>. La finanza comportamentale afferma che i processi decisionali degli individui non seguano sempre un filo logico e soprattutto non partano da un'analisi dettagliata di tutti i possibili esiti che una determinata scelta può portare. Gli individui, infatti, prediligono prendere decisioni basate sulla propria esperienza personale piuttosto che seguendo un comportamento razionale. Essi, inoltre, compiono una serie di errori cognitivi causati da paure e eccessi di overconfidence o prudenza che sviano l'individuo dalla soluzione ottimale. I vari Bias cognitivi verranno approfonditi più avanti.

Si inizia a parlare di finanza comportamentale già con Adam Smith all'interno della “Teoria dei sentimenti morali”, un testo che descrive il meccanismo dei comportamenti psicologici individuali. Tuttavia, con l'avvento della teoria neoclassica e con l'introduzione da parte di Mill dell' "Homo Economicus" (figura improntata alla razionalità e all'efficienza) lo studio della finanza comportamentale viene momentaneamente abbandonato. Dopo 50 anni in cui la finanza comportamentale sparisce da ogni discussione economica viene ripresa negli anni 60' quando la psicologia

---

<sup>1</sup> E. Barucci, “*Perché servono ancora le teorie classiche*”, Sole24 ore (2017), <https://www.ilsole24ore.com/art/perche-servono-ancora-teorie-classiche-AEjS4sED>

<sup>2</sup> Borsaitaliana (2007), “*Finanza comportamentale*”, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/finanzacomportamentale.htm>

cognitiva iniziò a descrivere il cervello come strumento di elaborazione delle informazioni.

Una figura chiave per lo sviluppo della teoria comportamentale dell'economia fu Herbert Simon. Egli notò che gli individui erano dotati di "razionalità limitata" e che quindi le loro scelte difficilmente generavano il massimo valore possibile. Simon in particolar modo notò che quando una decisione risulta troppo complessa o è in grado di generare una quantità enorme di esiti possibili, gli individui tendono a risolvere i problemi basandosi sul cosiddetto criterio "satisfing", il quale consiste nell'individuazione di un'alternativa soddisfacente, anziché ottimale, attraverso l'utilizzo di scorciatoie mentali ed euristiche<sup>3</sup>. Le euristiche sono delle regole intuitive che permettono alla nostra mente di elaborare grosse quantità d'informazioni riducendo la complessità del problema e hanno come principale scopo quello di aiutare l'individuo a prendere decisioni importanti in poco tempo. Riassumendo, il contributo fondamentale di Simon è stato quello di capire che la razionalità umana risulta limitata quando ci si trova davanti a una decisione da prendere e che l'aspetto mentale e dell'esperienza giocano un ruolo fondamentale nell'elaborazione di una decisione.

L'affermazione definitiva della finanza comportamentale si ha negli anni 70' grazie al lavoro degli psicologi israeliani Daniel Kahneman e Amos Tversky i quali, proseguendo gli studi di Herbert Simon, contribuirono ad affermare la finanza comportamentale come una delle scienze più adatte alla spiegazione delle decisioni individuali in materia economica.

---

<sup>3</sup> G. Venuti, *"Herbert Simon: la teoria della razionalità limitata"*, *Questione Civile* (2021), <https://www.questionecivile.it/2021/10/11/herbert-simon-teoria-razionalita-limitata/>



## **1.2 Gli studi di Daniel Kahneman e Amos Tversky**

Daniel Kahneman e Amos Tversky, come detto in precedenza, hanno rivoluzionato quelle che erano le credenze sul funzionamento della mente umana, andando a scovare molti dei vincoli che impediscono al pensiero razionale di prevalere quando si è di fronte a una decisione d'investimento.

In una delle sue ultime opere Daniel Kahneman ha fornito un resoconto di quella che è stata la sua carriera e di tutte le scoperte che gli hanno permesso di acquisire una certa notorietà nel mondo. In questa sua opera, "Pensieri lenti e veloci", lo psicologo israeliano spiega la differenza tra i due sistemi che compongono la nostra mente: Il sistema 1 e il sistema 2.

Il sistema 1 è un sistema intuitivo ed automatico, in grado di generare impulsi e istinti, opera senza sforzo ed è quello che ci consente di saper riconoscere immediatamente quello che ci circonda in maniera rapida. Attraverso tale sistema siamo in possesso di competenze innate come l'istinto di sopravvivenza e l'avversione alle perdite e soprattutto ci consente di affrontare una moltitudine di mini problematiche senza che debba intervenire il ragionamento. Tale sistema si rivela estremamente utile in molti ambiti e, nonostante la sua velocità d'intervento, porta la maggior parte delle volte a compiere una decisione giusta e risolutiva.

Quando, però, la decisione da prendere riguarda aspetti difficili e intrigati della nostra vita (per esempio le decisioni in materia d'investimento), occorre l'intervento del sistema 2. L'attivazione del sistema 2 prevede uno sforzo cognitivo e un livello di attenzione superiore rispetto al sistema 1. Esso raccoglie le intuizioni e le idee captate dal sistema 1, le elabora e le trasforma in credenze .

E' proprio da questa distinzione tra i due sistemi che nascono gli errori cognitivi che influenzano le nostre decisioni più importanti. Daniel Kahneman definisce il sistema 2

come “pigro”, in quanto abitualmente lascia che sia il sistema 1 ad attivarsi più frequentemente rispecchiando quella che è la tendenza comune di tutti gli individui ovvero preferire l’intuizione, lo stereotipo e l’automatismo al ragionamento, lo sforzo cognitivo e la logica. Tuttavia, per poter compiere la giusta decisione, in alcuni casi l’intuizione non basta e bisogna procedere all’utilizzo del nostro sistema razionale.

Nel precedente paragrafo abbiamo osservato come la nostra mente possa lavorare in due modi diversi a seconda del livello di sforzo cognitivo che decidiamo di dedicare a una determinata scelta e abbiamo constatato che il sistema 2 è quello che dovrebbe guidare le decisioni più importanti della nostra vita, essendo quest’ultimo quello meno soggetto ad errore. Tuttavia, affermare che la causa di tutti i nostri sbagli sia attribuibile a un approccio intuitivo e sbrigativo sarebbe, seppur nella maggior parte dei casi veritiero, un’inesattezza. La nostra mente in alcune situazioni di incertezza e pressione tende a creare pregiudizi errati che non sono soggetti a giudizio e tali limiti vengono definiti come bias cognitivi. I bias spiegano il motivo per cui un trader decide di interrompere l’investimento proprio quando il prezzo dei propri titoli sta per salire o il perché quando siamo indecisi tra investire i nostri soldi tra due aziende siamo portati a scegliere quella che ha il nome più pronunciabile e, in generale, tutte quelle associazioni che la nostra mente compie senza che noi ce ne accorgiamo.

Prima di passare a una descrizione dei vari bias e delle euristiche occorre fare una precisazione riguardo il ruolo del consulente finanziario. Si potrebbe infatti pensare che tale figura, come tutti gli esperti di qualsiasi campo, siano esenti da qualsiasi forma di errore cognitivo proprio in funzione della preparazione e delle conoscenze che hanno. Tuttavia, come spiega Daniel Kahneman, anche gli esperti sono soggetti agli stessi bias delle gente comune, ma spesso i loro giudizi e le loro preferenze in merito ai rischi si differenziano da quelli della maggioranza. Citando le parole di Paul Slovic, Daniel Kahneman afferma che, quando gli esperti e il pubblico sono in disaccordo sulle priorità riguardanti il rischio:” Ciascuno deve rispettare le intuizioni e la perspicacia dell’altro”. Questa collaborazione presuppone che, vista la diversa accezione che esperti e pubblico hanno del rischio e vista la tendenza comune di questi due soggetti a compiere errori cognitivi, solo dalla corretta interazione tra i due risiede il modo più efficiente di operare, e questo concetto, in un lavoro come quello del consulente finanziario,

dovrebbe essere un imperativo viste le enormi responsabilità a cui è sottoposto e la forte interazione che instaura con il cliente.

Kahneman nella sua opera ha espresso un'altra considerazione riguardo il ruolo dell'esperto soffermandosi in particolar modo su gli esperti di finanza e i "guru" dell'economia. In particolar modo egli critica due peculiarità che appartengono a entrambe le citate categorie ovvero l'illusione di poter comprendere appieno il passato e l'illusione di poter predire il futuro. Quando un evento di qualsiasi tipo si manifesta o quando un'azione particolare viene compiuta pensiamo che attraverso le informazioni disponibili siamo in grado di elaborare una descrizione dettagliata di quello che sia successo potendo quindi stabilire quali siano i gesti da compiere per fare in modo che tale evento si ripeta nel futuro. Tuttavia, sono due i fattori che non consideriamo quando studiamo e ci informiamo su un avvenimento del passato: In primo luogo, esiste un numero infinito di piccoli avvenimenti che conferiscono un grado di unicità all'accaduto e in secondo luogo non tutti gli eventi sono frutto di una particolare abilità delle persone nel provarli in quanto molto spesso è semplicemente il caso e la fortuna a fare in modo che tali avvenimenti si manifestino.

Questo concetto serve a spiegare quello che è un fenomeno comune nel mondo della finanza ovvero l' "illusione di abilità finanziaria" come la definisce Kahneman. Gli operatori finanziari dopo una buona operazione o investimento pensano che sia frutto della loro capacità di leggere il mercato quando in realtà non si tratta di altro che di un evento fortunato (" Per la stragrande maggioranza dei gestori dei fondi, la scelta delle azioni somiglia molto più al lancio di dadi che al gioco del poker"<sup>4</sup>). L'imprevedibilità del mercato fa in modo che sia impossibile conoscere le oscillazioni dei prezzi delle azioni e, cosa ancor più difficile, capire se il mercato abbia già scontato o meno i fenomeni che influiscono sul prezzo delle medesime. Il fatto che ci informiamo frequentemente non va confuso con la conoscenza dell'argomento soprattutto in un mondo instabile come quello finanziario dove subentrano milioni di eventi che non possiamo conoscere e controllare; inoltre, in vista di queste considerazioni, non è

---

<sup>4</sup> Daniel Kahneman "*Pensieri lenti e veloci*", Mondadori (2011), p. 287

possibile fare una stima di quello che avverrà in futuro partendo da una valutazione del passato.

### **1.3 Le euristiche e i *bias* cognitivi**

Come detto in precedenza le euristiche sono delle scorciatoie che la nostra mente utilizza di fronte a problemi complicati da risolvere e consistono nella riformulazione di un problema complesso in uno più semplice. Esse nascono in contrapposizione alla capacità limitata del nostro cervello di elaborare le informazioni, tuttavia esse non costituiscono un limite della mente bensì un aspetto essenziale dell'intelligenza umana<sup>5</sup>.

Le euristiche del pensiero sono tre: l'euristica della disponibilità, dell'ancoraggio e della rappresentatività.

- 1) L'euristica della disponibilità viene definita come il processo di giudicare la frequenza in base “alla facilità con cui gli esempi ci vengono in mente”. Tale euristica sostituisce un quesito con un altro in quanto siamo continuamente suggestionati dalla facilità con cui ci vengono in mente gli esempi e tale sostituzione produce inevitabilmente errori sistematici. Esistono diverse dimostrazioni che l'euristica della disponibilità produce errori:
  - Un evento saliente che attira la nostra attenzione avrà più facilità di essere recuperato dalla memoria. Quando, per esempio, sentiamo ai notiziari o leggiamo di scandali finanziari tendiamo a esagerare la frequenza con cui tali scandali avvengono proprio perché, essendo un avvenimento rilevante, lo ripesciamo facilmente dalla nostra memoria.
  - Un avvenimento drammatico incrementa temporaneamente la disponibilità della sua categoria. Quando veniamo a conoscenza del

---

<sup>5</sup> S. Corona, “Le 3 euristiche del pensiero: Disponibilità, rappresentatività, ancoraggio”, Corona psicologia (2021), <https://www.samuelecorona.com/euristiche-del-pensiero/>

fallimento di una banca in cui tutti gli investitori hanno perso i loro risparmi, automaticamente cambia il nostro sentimento nei confronti del sistema bancario il quale viene visto temporaneamente come un male da evitare.

- Le esperienze, le immagini e i vividi esempi personali sono più disponibili degli episodi accaduti ad altri, delle mere parole e dei dati statistici. Ovviamente un fattore che ci danneggia o ci ricompensa cambierà la nostra fiducia in quel fattore molto di più rispetto a una notizia presa dal telegiornale o da un nostro amico.

Il concetto chiave espresso è quello secondo cui la nostra mente ricorda maggiormente gli eventi che sono facili da ricordare e quelli che hanno impattato maggiormente la nostra memoria. Estendendo ulteriormente la questione, uno scienziato di nome Paul Slovic notò, attraverso vari esperimenti, che gli eventi che sono più facili da ricordare sono quelli che interagiscono con le nostre emozioni. In quella che egli definisce come “euristica dell’affetto” spiega come le persone formulino giudizi e prendano decisioni consultando le proprie emozioni e quindi che le persone che non mostrano emozioni adeguate prima di prendere una decisione sono quelle che hanno più probabilità di prendere una decisione sbagliata (L’incapacità di essere guidati da una “sana paura” delle cattive conseguenze costituisce una pericolosa carenza”).

Evitare che la disponibilità delle informazioni della memoria influisca sulla nostra capacità di prendere decisioni razionali è un’azione molto complessa che prevede un livello di sforzo cognitivo notevole.

- 2) La seconda euristica è quella dell’ancoraggio. L’effetto ancoraggio si verifica quando le persone, dovendo assegnare un valore a una quantità ignota, partono da un valore disponibile. Di conseguenza la stima del valore attribuita dalle persone sarà vicino al valore dell’ancora. Gli esempi di effetto ancoraggio sono innumerevoli e in generale potremmo dire che qualsiasi numero ci chiedano di prendere in considerazione come possibile soluzione a un problema di stima, indurrà in noi un effetto ancoraggio.

Anche se noi non ce ne accorgiamo le ancora influenzano fortemente le nostre decisioni. Immaginiamo, per esempio, che un individuo sia intenzionato a investire una certa somma di denaro e che decida di affidare i suoi risparmi a un consulente finanziario, il quale gli propone alcuni titoli che ritiene profittevoli. Quando tale individuo chiederà al consulente quale pensa che sia la somma giusta da destinare a questo investimento (ipotizziamo che il consulente gli risponda 50000 euro) è difficile che l'individuo decida di investire 1000 euro o 100000 euro, in quanto l'ancora posta dal consulente finanziario di 50000 euro restringe il range di scelta dell'individuo.

L'effetto ancoraggio, come nell'esempio illustrato in precedenza, è uno dei fattori che costituisce il cosiddetto vantaggio della prima mossa all'interno di una trattativa. Quando il fattore determinante all'interno di una negoziazione è il prezzo, la possibilità di essere i primi a proporre un'offerta può risultare estremamente vantaggiosa. Infatti fissando un'offerta iniziale elevata o molto bassa, a seconda che stiamo comprando o vendendo un bene, possiamo indurre la controparte a rispondere con un prezzo che non si allontana dall'ancora fissata aumentando la profittabilità del nostro affare, in quanto la controparte sarebbe stata disponibile a vendere o comprare quel bene a un prezzo sicuramente diverso, ma la nostra ancora l'ha indotto ad avvicinarsi al prezzo da noi stabilito.

- 3) La terza euristica è quella della rappresentatività. Secondo tale euristica le persone vengono classificate all'interno di una categoria concettuale attraverso un processo di similitudine tra le loro caratteristiche principali e quelle rappresentative della categoria. In poche parole tale euristica esprime la tendenza comune di classificare una persona all'interno di una categoria in base alle somiglianze che tale persona ha con il prototipo di tale categoria.

Per esempio, di fronte alla descrizione di una persona mite, pacata e riflessiva è più facile pensare che si tratti di un bibliotecario piuttosto che di un agricoltore in quanto tali aggettivi sono riconducibili allo stereotipo del bibliotecario. In generale giudicare la probabilità con la rappresentatività risulta vantaggioso in

quanto le impressioni intuitive sono quasi sempre più precise delle impressioni casuali. Tuttavia, il più grande difetto di tale euristica consiste nel non considerare la “probabilità a priori”, ovvero la probabilità dell’evento prima che venissimo a conoscenza delle informazioni sull’individuo. Dal momento in cui ci è stata fornita la descrizione dell’individuo abbiamo completamente rimosso il fatto che ci siano molti più agricoltori che bibliotecari e che quindi sia più probabile che quella descrizione riguardi un agricoltore, ma guidati dai nostri stereotipi, siamo giunti a una risposta inesatta.

Attraverso lo studio di tale euristica siamo arrivati alla conclusione che per valutare l’operato di una persona o in generale per valutare un individuo siamo fortemente influenzati dal modo in cui tale individuo appare ai nostri occhi. L’ “effetto alone”<sup>6</sup> è la tendenza ad apprezzare o detestare tutto di una persona, comprese cose che non si sono osservate. L’effetto alone è un bias cognitivo che consiste nella creazione di preconcetti a partire dalla prima impressione che abbiamo di una persona e nasce dall’esigenza umana di poter formulare un giudizio affidabile su una persona nonostante le informazioni che abbiamo su di essa siano minime. Esso può risultare utile visto che ci consente di avere immediatamente un’idea chiara su una persona che non conosciamo e, come abbiamo visto in precedenza con l’euristica della rappresentatività, conduce alla verità molto spesso visto che l’impressione intuitiva è più efficace di quella casuale. Tuttavia, il problema di questo bias risiede nel fatto che l’eccessiva importanza attribuita alla prima impressione non consente una visione oggettiva delle informazioni successive. L’idea che ormai ci siamo fatti su una determinata persona è molto difficile da cambiare e anche qualora pervengano informazioni successive che differiscono da quella iniziale, sarebbe comunque difficile modificare l’immagine che ormai ci siamo costruiti.

Quando ci rivolgiamo a un consulente per la gestione dei nostri risparmi è molto importante cercare di non farsi influenzare dalla prima impressione che ci lascia.

---

<sup>6</sup>Ionos, “*Effetto alone: la prima impressione e il suo ruolo nel marketing*”, (2020), <https://www.ionos.it/digitalguide/online-marketing/vendere-online/effetto-alone-nel-marketing/>

Potremmo infatti essere talmente affascinati a primo impatto dal suo carisma o dalle sue capacità oratorie che qualsiasi investimento ci proponga o qualsiasi cosa dica venga automaticamente presa per vera o giusta, quando in realtà, senza accorgercene, siamo sotto l'effetto di un bias cognitivo estremamente pericoloso. L'immagine creata nella nostra mente attraverso la prima impressione ci rende ciechi di fronte agli avvenimenti successivi tanto da perdonare comportamenti scorretti o erronei.

Una soluzione a questo errore cognitivo consiste nel ricavare il maggior numero possibile di prove da fonti indipendenti l'una dall'altra così da avere un quadro più preciso della situazione. Nelle riunioni delle aziende, per esempio, molto spesso si lascia che i partecipanti esponano per iscritto le loro idee ancor prima che inizi il dibattito; così facendo si evita che le opinioni dei partecipanti si allineino con quelle di chi prende per primo la parola o quelle espresse in maniera assertiva.

Dalla descrizione delle euristiche abbiamo capito che la capacità della nostra mente di elaborare velocemente le informazioni e procedere alla creazione di una soluzione veloce di fronte a un problema complesso spesso porta a risultati positivi ma, in determinate occasioni, finisce per provocare la nascita di pregiudizi mentali ed errori che influiscono nel nostro processo decisionale.

In questa parte dell'elaborato verranno analizzati i bias che caratterizzano la fase d'investimento e, come spiegato in precedenza, non occorre alcuna differenziazione tra investitore professionale, risparmiatore o consulente finanziario in quanto tali errori cognitivi sono caratteristici di ogni individuo che si trova davanti a una situazione d'incertezza economica, sia che il grado di conoscenza finanziaria sia elevato sia che si tratti di individui ignoranti in materia finanziaria.

- Bias di avversione alle perdite: Termine utilizzato in economia comportamentale per descrivere la tendenza delle persone a evitare le perdite piuttosto che cercare i guadagni. Questo fenomeno è stato osservato in numerosi studi, ed è spesso utilizzato per spiegare i comportamenti degli investitori sul mercato finanziario.



L'avversione alle perdite è basata sulla teoria del prospetto secondo cui le persone non valutano le decisioni in termini assoluti di guadagno o di perdita, ma in termini relativi rispetto ad un punto di riferimento.

Daniel Kahneman e Amos Tversky, in contrapposizione con la funzione di utilità attesa secondo cui le opzioni di rischio venivano valutate in base al valore atteso ( ovvero una media ponderata dei possibili risultati dove ciascun risultato è ponderato in base alla sua probabilità), affermarono che le persone non valutano guadagni e perdite in termini assoluti, ma piuttosto rispetto a un punto di riferimento. Per esempio, poniamo due persone con patrimoni di 4 milioni e 1 milione di euro di fronte a una scelta di questo tipo:

azzardo → uguale probabilità di finire per possedere 1 milione o 4 milioni di euro

Sicurezza → possedere sicuramente 2 milioni

Ovviamente i due individui compiranno ragionamenti diversi riguardo la scelta da compiere. Chi possedeva un milione sceglierà la scelta sicura che gli consente di raddoppiare il suo patrimonio anziché esporsi alla stessa probabilità di quadruplicare il patrimonio o di non vincere nulla.

Al contrario, chi possedeva 4 milioni non sceglierà mai l'alternativa più sicura in quanto lo porterebbe a dimezzare sicuramente il suo patrimonio, ma piuttosto sceglierà l'opzione che gli garantirà o di non perdere nulla o di perdere 1 milione in più rispetto alla scelta sicura.

In questo esempio abbiamo notato come a seconda della ricchezza di un individuo cambia il suo punto di vista riguardo a una determinata scelta da compiere. In generale, sono state due le affermazioni promosse da Kahneman e Tversky in materia: Nelle opzioni miste, dove sono possibili sia una perdita che un guadagno, l'avversione alla perdita induce scelte estremamente avverse al rischio; Quando invece si tratta di opzioni negative, dove una perdita sicura è

messa a confronto con una perdita più grande che è solo probabile, una diminuita sensibilità induce a cercare il rischio.

L'avversione alle perdite può portare a decisioni irrazionali. Spesso, infatti, gli investitori decidono di vendere le loro azioni se il prezzo scende di una determinata percentuale, anche se le prospettive a lungo termine dell'azienda sono solide. Questo perché l'investitore è più preoccupato di subire una perdita che di mancare un'opportunità di guadagno.

Dan Kempf, Global Chief investment officer di Morningstar Investment Management, ha proposto un modo per gestire l'avversione alle perdite:” Una delle opzioni più efficaci è semplicemente smettere di guardare il nostro portafoglio. Più controlliamo l'andamento degli investimenti, più è probabile che ci facciamo influenzare dai giornalieri alti e bassi e più siamo assaliti dall'avversione alle perdite. Se hai una buona strategia, sia che tu abbia lavorato come consulente, o che tu stesso abbia costruito il tuo portafoglio diligentemente, o che qualcun altro lo stia gestendo per te, smetti di guardarlo frequentemente. Naturalmente, è importante assicurarsi che il livello di rischio sia appropriato rispetto ai propri obiettivi o che il gestore stia facendo un buon lavoro. Ma è molto più facile fare questa valutazione sul lungo periodo che sul breve”<sup>7</sup>.

- **Eccesso di fiducia (overconfidence):** Essa consiste nell'eccessiva sicurezza nelle proprie capacità e conoscenze. Esistono due tipi di overconfidence: L'effetto sopra la media e l'illusione del controllo e della conoscenza. Il primo consiste nel ritenersi più bravi degli altri in materia d'investimenti finanziari mentre nel secondo caso si tratta, per quanto riguarda il controllo, dell'illusione di poter controllare fenomeni imprevedibili come l'andamento dei mercati e, per quanto riguarda la conoscenza, l'illusione di essere in possesso di tutte le informazioni

---

<sup>7</sup> S. Silano, “Cos'è l'avversione alle perdite e come gestirla”, Morningstar (2021), <https://www.morningstar.it/it/news/217453/cosè-lavversione-alle-perdite-e-come-gestirla.aspx>

sufficienti per poter prendere al meglio le decisioni in contesti rischiosi e imprevedibili.<sup>8</sup>

Nonostante la fiducia sia, senza ombra di dubbio, un fattore positivo all'interno della propria vita, a volte quando sfocia nell'eccesso può essere pericolosa in quanto porta a sottovalutare i rischi. Per esempio molti investitori ritengono di essere estremamente competenti in materia finanziaria perché il loro primo investimento è andato a buon fine quando in realtà, nella maggior parte dei casi, non si tratta di merito in quanto potrebbero aver deciso di iniziare a investire in un momento in cui il mercato aveva un andamento positivo.

L'overconfidence è maggiormente diffusa tra le piattaforme online dove l'assenza dell'intermediario finanziario rende il soggetto maggiormente vulnerabile all'illusione del controllo e della conoscenza in quanto è l'unico responsabile del proprio investimento. Per poter combattere l'overconfidence è necessario tenere a mente 3 fattori fondamentali: La prima è che risulta impossibile battere il mercato, la seconda riguarda la persona che abbiamo davanti quando compiamo un investimento il quale potrebbe essere molto più informata di noi in materia d'investimenti o semplicemente possedere strumenti migliori dei nostri e infine bisogna sempre tenere sott'occhio i rischi che stiamo correndo proprio perché l'eccesso di confidenza ci porta a dimenticare della rischiosità dei movimenti che stiamo compiendo.

- L'effetto dotazione: Consiste nell'attribuire a un bene che è in nostro possesso un valore superiore rispetto al prezzo che saremmo disposti a pagare per ottenerlo. In poche parole attribuiamo un valore maggiore a un bene per il semplice fatto che è in nostro possesso. Quando, per esempio, siamo restii nel cambiare banca, anche quando siamo a conoscenza che un'altra sarebbe in grado di soddisfare meglio le nostre esigenze siamo sotto il controllo dell'effetto dotazione. In questo caso come illustrato nella descrizione dell'avversione alle

---

<sup>8</sup> C. Cruciani, *“Le trappole comportamentali”*, Banca d'Italia (2019), <https://economiepertutti.bancaditalia.it/video/video-comportamentali/video-1571924567247/?dotcache=refresh>

perdite occorre considerare il punto di riferimento dell'individuo che prende la decisione. Il punto di riferimento cambia la percezione del valore atteso della decisione; In questo caso nonostante un'altra banca ci conferisca un livello di utilità maggiore rispetto alla nostra ci risulta più doloroso procedere al cambiamento in quanto l'abitudine e l'effetto dotazione aumentano immotivatamente il valore percepito della banca corrente anche se razionalmente offre dei servizi peggiori. Riassumendo se dovessimo scegliere a priori tra queste due banche sceglieremmo senza alcuna esitazione la banca che offre i servizi migliori, tuttavia, immaginando di essere già clienti della banca peggiore per un periodo di tempo necessario a far insediare l'effetto dotazione nelle nostre menti, il cambiamento alla banca di maggiore qualità ci risulterà estremamente più complicato.

La soluzione a questo bias cognitivo è stata fornita da Daniel Kahneman il quale afferma che dovremmo tutti comportarci come “trader professionali” in quanto sono gli unici che sembrano essersi posti la domanda giusta in situazioni dove l'effetto dotazione poteva essere un impedimento, ovvero:” Quanto desidero possedere un determinato oggetto, rispetto alle altre cose che potrei avere al suo posto?”. Chi si pone questa domanda di fatto annulla l'effetto dotazione perché l'asimmetria tra il piacere di ottenere e il dolore di rinunciare è irrilevante.

- La contabilità mentale: Il denaro è un bene estremamente fungibile. 100 euro hanno lo stesso valore a prescindere dalla loro provenienza sia che si tratti, per esempio, di 100 euro di stipendio o di tredicesima o 100 euro vinti con una scommessa. Tuttavia, gli individui tendono a tenere i propri soldi in “conti mentali” diversi a seconda della provenienza di tali soldi proprio per colpa del bias della contabilità mentale. Un effetto causato dalla contabilità mentale è la diversa tolleranza al rischio che abbiamo per i vari conti mentali che costituiscono il nostro patrimonio. Per esempio, saremo più inclini a compiere

movimenti rischiosi con i soldi vinti attraverso una scommessa piuttosto che con i soldi della pensione in quanto tali soldi vengono visti nella nostra mente come quelli che ci permetteranno di accumulare denaro per il futuro e goderci la vecchiaia. Un altro esempio è dato dalle carte di credito. E' stato scientificamente provato che quando paghiamo con la carta di credito tendiamo a spendere di più e addirittura a pagare di più per uno stesso bene rispetto a quando paghiamo in contanti. Questo perché attraverso la carta di credito non vi è un pagamento fisico per il bene che vogliamo acquistare e percepiamo la fuoriuscita di denaro come meno dolorosa, anche se in realtà l'effetto sul nostro patrimonio è effettivamente lo stesso.

La contabilità mentale gioca un ruolo molto importante anche nelle decisioni d'investimento. All'interno del settore finanziario c'è una massiccia preferenza per la vendita di azioni vincenti rispetto alla vendita di azioni perdenti e questa tendenza viene definita come "bias dell'inclinazione". L'investitore crea un conto mentale per ogni azione che ha comprato e desidera chiudere ogni conto in guadagno. Teoricamente un investitore razionale dovrebbe avere una visione omnicomprensiva del portafoglio titoli e venderebbe le azioni che ha meno probabilità di vendere in futuro, senza considerare se siano vincenti o perdenti. L'effetto inclinazione viene definito come un bias costoso in quanto tra la vendita di azioni vincenti e perdenti la soluzione più corretta è, seguendo una logica razionale, quella di vendere le azioni perdenti per svariati motivi, tuttavia l'investitore medio predilige chiudere un conto mentale in guadagno piuttosto che pensare alla sua ricchezza complessiva.

Oltre a tale effetto un'altra questione collegata alla contabilità mentale è la "fallacia dei costi sommersi". Preferiamo, di norma, continuare a investire in un progetto perdente piuttosto che iniziarne uno nuovo per colpa della perdita assicurata e dell'umiliazione collegata al cattivo investimento fatto in precedenza. Nei consigli di amministrazione di molte aziende, proprio per questo motivo, vengono sostituiti gli amministratori che hanno compiuto un cattivo investimento in quanto preferiranno continuare a investire in tale

progetto, nonostante ce ne siano di migliori da effettuare e il motivo è quello appena descritto: Nessuno desidera una perdita assicurata. Il nuovo amministratore non sempre ha competenze superiori a quello uscente, tuttavia, vista la sua diversa contabilità mentale non legata ad alcun vecchio investimento, riuscirà ad avere uno sguardo più oggettivo della situazione.

Quelli descritti sono alcuni dei bias cognitivi più importanti che influenzano il processo decisionale in materia d'investimenti. Purtroppo, quasi nessuno è a conoscenza della presenza di questi errori ricorrenti, o meglio, tutti sono convinti che non li riguardano in prima persona. A mio modo di vedere è proprio l'inconsapevolezza della loro presenza la caratteristica più grave dei bias; Gli investitori sono convinti di comportarsi in maniera razionale e di saper gestire al meglio il proprio denaro così come i consulenti finanziari si sentono in grado di gestire quello delle altre persone. Nonostante in alcuni casi questa affermazione risulta vera, in molti altri l'inconsapevolezza dei limiti che operano nella nostra mente non ci consente di compiere scelte razionali e quindi di perdere i nostri risparmi o di farli perdere ad altri.

L'unica soluzione consiste nella presa di consapevolezza dei nostri limiti e ciò vuol dire che, nonostante l'educazione finanziaria ricevuta o il livello di conoscenza che pensiamo di possedere, occorre costantemente reinterrogarsi sulle decisioni prese valutando in maniera critica se le nostre azioni sono frutto del buon senso e del ragionamento o se invece stiamo agendo impulsivamente e sotto l'effetto di qualche bias.

## Capitolo 2

### **Il fenomeno del risparmio tradito e le crisi finanziarie**

L'irrazionalità degli operatori economici analizzata nel primo capitolo ci ha dimostrato quanto sia difficile compiere investimenti senza farsi influenzare dalla "fragilità" della nostra mente e riuscire ad allocare il nostro denaro in maniera cosciente e razionale. La difficoltà nel reperire informazioni di qualità sull'andamento dei mercati ci pone inoltre in una posizione di svantaggio che tuttavia, a causa dell'illusione di abilità finanziaria e dei numerosi bias analizzati in precedenza, viene dimenticata costantemente dagli investitori che, convinti della propria abilità e conoscenza, investono male le proprie risorse finanziarie finendo automaticamente per perdere i propri risparmi.

Un ulteriore elemento da considerare è l'ottimismo immotivato. La nostra mente ci porta sempre a ragionare in un'ottica ottimistica che ci rende ciechi di fronte agli innumerevoli pericoli nascosti dietro a una decisione d'investimento. La tendenza di ritenere che un evento improbabile sia impossibile è uno degli errori più gravi da compiere in ambito finanziario in quanto la storia ci ha dimostrato più volte che eventi estremamente improbabili si siano manifestati con una certa frequenza e con conseguenze gravissime per la platea degli investitori. Il fatto di sottovalutare la numerosità con cui si verificano i fallimenti di imprese, banche e stati risulta inspiegabile visto l'elevato numero di crisi finanziarie che abbiamo avuto nell'ultimo ventennio e quindi, per concludere questa piccola riflessione statistica, possiamo affermare che, per un investitore, sottovalutare la possibilità che avvenga una catastrofe finanziaria non è mai una scelta saggia.

L'obiettivo principale di questo capitolo sarà quello di analizzare le conseguenze delle crisi finanziarie e dei fallimenti sui risparmi delle persone cercando inoltre di analizzare le principali cause di tali eventi.

## 2.1 Il caso dei bond argentini

In questo paragrafo verrà analizzata la questione riguardante i bond argentini durante i primi anni del 2000 analizzando le cause della crisi, gli effetti e le colpe dei consulenti finanziari nella diffusione dei titoli di stato argentini nei portafogli degli investitori italiani.

Dal 1990 al 1998 l'Argentina conobbe un periodo di crescita economica costante che nel 2002 si concluse con uno dei più grandi default mai registrati nella storia. La crescita argentina dei primi anni 90 fu merito del presidente (eletto nel 1989) Carlos Saúl Menem e del primo ministro dell'economia Domingo Cavallo i quali introdussero una serie di riforme economiche radicali per risolvere i problemi economici dell'Argentina, ovvero deficit di bilancio, inflazione non controllata e bassi tassi di investimento esteri. Le politiche di Menem si ispirarono ai "Washington Consensus", una sorta di dieci comandamenti economici formulati da FMI, Banca Mondiale e governo degli Stati Uniti. I fini principali del governo argentino erano la riduzione dell'inflazione, la privatizzazione dell'industria, e la rimozione delle barriere commerciali. In questo periodo il PIL nazionale crebbe esponenzialmente passando dal valore di 200 milioni di dollari americani nel 1990 fino ai 310 miliardi di dollari nel 1998.

La misura più famosa del governo Menem fu la "ley de convertibilidad" del 1991. Questa istituiva un sistema a cambio fisso fra peso e dollaro statunitense, con rapporto di valore 1:1, un dollaro per un peso e viceversa. La legge, che di fatto limitava la politica monetaria Argentina, contribuì a stabilizzare l'inflazione, negli anni '80 superiore al 600% annuo.<sup>9</sup>

Dopo 5 anni di sviluppo economico ininterrotto, l'economia argentina iniziò a manifestare i primi segnali di debolezza in seguito alla "Crisi Tequila" del 1995. Il crollo dell'economia messicana aveva infatti avuto come conseguenza il rallentamento

---

<sup>9</sup> M. Lucernoni, "La terribile crisi argentina del 2001", Starting Finance (2019)  
<https://startingfinance.com/approfondimenti/la-terribile-crisi-argentina-del-2001/>



dei flussi di capitali nei mercati internazionali. L'Argentina fu costretta ad alzare i tassi d'interesse che prometteva agli investitori privati per evitare che la situazione precipitasse. La "Crisi Tequila" aveva mostrato come l'Argentina fosse troppo esposta nei confronti degli investitori internazionali e come il suo debito stesse crescendo a tassi sempre meno sostenibili.

Nel 1998, a causa della "ley de convertibilidad" che ancorava il peso argentino al dollaro e del brusco cambiamento delle situazioni internazionali, sfavorevoli alle esportazioni argentine, lo stato entrò in uno stato di profonda crisi. Il FMI nel 2000 provò a contenere i danni fornendo un prestito all'Argentina attraverso un accordo, tuttavia, nel dicembre 2001, il FMI constatò che l'Argentina non era più in grado di rispettare i termini dell'accordo e decise di tagliare i fondi. Questa manovra privò lo stato dell'unica fonte di credito di cui disponeva visto che ormai l'Argentina aveva perso qualsiasi credibilità nei mercati internazionali visti gli elevati interessi che doveva pagare sul proprio debito.

A fine dicembre 2001 lo stato annunciò il proprio default e abbandonò la "ley de convertibilidad" in quanto il suo obiettivo era di svalutare la propria valuta nazionale così da rendere le merci nazionali più appetibili all'estero ed evitare quindi che lasciato libero di fluttuare il Peso si deprezzasse. Dopo il 2002 il governo argentino convertì forzatamente i depositi denominati in dollari statunitensi in pesos, spazzando via i risparmi della classe media argentina. La forzata "pesificazione" dell'economia argentina comportò la perdita di oltre un terzo del valore nominale dei depositi privati ed il Pesos perse i tre quarti del proprio valore iniziale.

La crisi argentina ebbe effetti disastrosi per l'economia nazionale gettando di fatto il paese in uno stato di povertà. Tuttavia, gli effetti di tale crisi e del crollo dei titoli di stato argentini ebbero conseguenze dannose anche per centinaia di migliaia di investitori che nei loro portafogli possedevano tali titoli. In Italia, per esempio, circa 250000 persone avevano investito il proprio denaro in obbligazioni argentine.

Dopo il 2005 fu avviata la prima proposta di ristrutturazione del debito, che prevedeva la restituzione del capitale investito in Bond argentini solo nella misura del 30% con un piano di rientro di durata dai venti ai trenta anni, con cedole rinegoziate a tassi

ridottissimi. Tale proposta venne accettata dal 76% dei sottoscrittori italiani e divenne valida ed esecutiva. Per chi fu consigliato di non aderire alla proposta (nella speranza che la stessa non trovasse accoglimento, con conseguente obbligo per l'Argentina di riproporre una proposta migliorativa) si è da allora materializzato l'incubo della perdita dei risparmi di una vita di lavoro e l'inizio della battaglia per il recupero degli stessi. Circa 100.000 risparmiatori, seguendo i consigli della TASK Force Argentina (T.F.A.) hanno prestato adesione al maxi ricorso arbitrale (dall'esito ancora incertissimo e con tempi lunghissimi) innanzi all'I.C.S.I.D. (organo che svolge funzioni di arbitro nelle dispute tra Stati ed investitori privati). Altri (ma rappresentano la minima parte degli investitori), dopo aver messo in mora la propria banca (dalla quale avevano acquistato i bond Argentina), con una lettera avente anche lo scopo di interrompere i termini di prescrizione del diritto, hanno percorso la strada della causa civile. A tal riguardo va detto che i Tribunali italiani hanno, in primo grado, per la gran parte dei casi, accolto le richieste di restituzione delle somme investite, consentendo, grazie all'esecutività della sentenza, il recupero del denaro in parola. In molti casi poi le banche citate in giudizio hanno scelto la strada della transazione in corso di causa; ed anche in questo caso l'iniziativa del cliente è risultata fruttuosa, consentendo magari non il recupero integrale del denaro investito, ma di una gran parte di esso in tempi molto rapidi.

Altri ancora (e sono la gran parte dei possessori dei bonds in parola), magari meno informati, si sono rassegnati a questo "esproprio" di denaro, dal quale, come spesso avviene nel nostro Paese, pochi soggetti forti hanno guadagnato molto, a scapito di una frastagliata platea di soggetti deboli, privi di tutela e di rappresentanza. C'è però un aspetto peculiare di questa vicenda, che magari è sfuggito a molti, ma che va messo in risalto in quanto costituisce la chiave di lettura della questione in Italia. Quasi tutti i prospetti d'accompagnamento delle emissioni di bonds argentini recavano pesanti avvertimenti circa la rischiosità dell'investimento, che pertanto andava destinato solo ad investitori istituzionali (in grado di gestire rischi speculativi) e non a piccoli risparmiatori.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup>101.professionisti.it, "Bond argentina: Colossale esproprio di risparmio italiano", (2010)  
<https://www.101professionisti.it/guida/diritto-bancario/approfondimenti/bond-argentina-colossale-esproprio-di-risparmio-italiano-647.aspx#article>

Da questi avvenimenti emerge come i consulenti finanziari e, più in generale, la figura dell'intermediario finanziario abbiano ricoperto un ruolo fondamentale (in negativo) per quanto riguarda, oltre che la propagazione di titoli così rischiosi nei portafogli degli investitori, anche per quanto riguarda l'informativa precontrattuale sbagliata o carente fornita ai singoli investitori.

*“Gli intermediari finanziari che hanno suggerito l’acquisto in titoli argentini spesso prospettando ai risparmiatori il miraggio di alti rendimenti economici e senza successivamente fornire informazioni circa l’andamento dei titoli, sono incorsi nella violazione di cui all’art. 21 d. lgs. 58/1998 il quale impone agli istituti di credito di prestare i servizi di investimento con diligenza e correttezza, di acquisire ogni informazione necessaria dai clienti e di operare in modo che i medesimi siano sempre adeguatamente informati, nonché in violazione delle disposizioni di cui alla Delibera Consob n. 11522/98 in materia di intermediari finanziari, che costituiscono chiara specificazione dell’obbligo di diligenza ex art. 21 d. lgs. 58/98.*

*In particolare l’art. 28 della succitata Delibera Consob n. 11522/98 impone agli intermediari finanziari di prestare o anche solo consigliare operazioni finanziarie unicamente dopo aver fornito all’investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento e disinvestimento. E ancora l’art. 29 impone di astenersi dall’effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione, informandone per contro l’investitore (c.d. suitability rule).”<sup>11</sup>*

La colpa che maggiormente venne attribuita ai consulenti finanziari fu quella di non aver informato correttamente gli investitori riguardo la rischiosità e la natura dell'investimento (in sede precontrattuale) e di aver approfittato in alcuni casi della mancanza di conoscenze in materia finanziaria di alcuni risparmiatori per far leva

---

<sup>11</sup> M. Castiglioni, *“La responsabilità dell’intermediario finanziario nelle operazioni d’investimento in obbligazioni argentine”*, Tidona(2004), <https://www.tidona.com/la-responsabilita-dellintermediario-finanziario-nelle-operazioni-di-investimento-in-obbligazioni-argentine/>

sull'acquisto di tali obbligazioni, senza rendere partecipi quest'ultimi dei rischi connessi a tale allocazione di denaro.

Il caso dei bond argentini è solo uno dei diversi esempi di “risparmio tradito” che presero piede nei primi anni 2000 ed ebbe conseguenze gravissime, basti pensare che dei circa 250000 investitori italiani che possedevano tali obbligazioni il 76% riuscì a farsi rimborsare la metà del valore nominale, coloro che si affidarono al ricorso della task force argentina persero il 14% in più rispetto all'offerta iniziale di rimborso (con una perdita del 65% circa del valore nominale), alcuni entrarono in causa con la banca di riferimento aspettando tempi lunghissimi e spendendo una fortuna in costi legali riuscendo solo dopo tanti anni a ottenere il rimborso integrale del capitale mentre alcuni sfortunati si arresero semplicemente incorrendo quindi in una perdita totale del capitale investito.

## **2.2 Il caso Cirio**

Il 30 luglio 2003 la Cirio Finanziaria, una delle grandi società del gruppo Cirio, viene messa in liquidazione. La motivazione è quella dell'accertamento dello stato d'insolvenza che comporta l'ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria. Gli advisor del gruppo elaborarono una proposta di ristrutturazione che tuttavia non venne approvata dall'assemblea degli obbligazionisti comportando l'imminente liquidazione dell'intero gruppo.

La nascita del gruppo avvenne nel 1991 con la costituzione della Cragnotti & Partners Investments, holding di partecipazioni di diritto olandese che fa capo all'amministratore Sergio Cragnotti. Tale holding negli anni 90' ha compiuto diverse acquisizioni soprattutto nel settore dei detersivi e del latte acquistando ad esempio la Polenghi e la Cirio-Bertoli-De Rica (quest'ultima ha partecipazioni del 90% nella società sportiva Lazio Spa, la quale entra di diritto nel gruppo Cirio).

Nel 1997 la struttura societaria del gruppo, a seguito di numerose operazioni, risulta essere la seguente: La Cragnotti & Partners Investments detiene il 98,3% delle partecipazioni della Cirio Holding Spa la quale controlla il 63% di Cirio Finanziaria che a sua volta controlla una serie infinita di partecipate ( la Cragnotti & Partners Investments detiene inoltre il 99,71% della Cirio Holding Luxemburg SA che è partecipata da altre società del gruppo).

Negli anni che intercorrono tra il 1994 e il 2002 l'indebitamento del gruppo Cirio cambiò radicalmente passando dal 20% al 160% nonostante negli ultimi 4 anni di questo ciclo i ricavi siano aumentati di 4 volte. Il problema alla base riguardava il disallineamento delle scadenze di attività e passività del gruppo che a fronte d'investimenti con ritorni a lunga scadenza usavano finanziarsi con debiti verso le banche a breve termine. Per risolvere questo problema il gruppo Cirio ha emesso una serie di obbligazioni che raggiunsero una cifra di 1,125 miliardi di euro (tali obbligazioni venivano emesse da società veicolo del gruppo create appositamente per queste operazioni finanziarie). Così facendo l'effetto raggiunto dall'emissione di questi Cirio Bond fu lo spostamento del debito dalle banche agli obbligazionisti (nel 1998 il 94% dei debiti è rappresentato da prestiti bancari mentre nel 2002 il 78% è rappresentato da obbligazioni mentre il 28% rimane in capo alle banche).

All'inizio del 2002, complice una redditività inferiore rispetto al previsto, fu chiaro che Cirio non disponeva dei fondi necessari per rimborsare gli obbligazionisti e il titolo Cirio viene sospeso dalle contrattazioni in borsa. La situazione del gruppo aprì un lungo dibattito sulla necessità o meno da parte del governo di evitare il fallimento, visto l'elevato numero di dipendenti che lavoravano all'epoca per Cirio e in generale i numerosi soggetti coinvolti in un eventuale fallimento. Proprio per questo il governo progettò un finanziamento ponte che riguardava il comparto alimentare del gruppo.

Contemporaneamente all'intervento del governo i vertici societari si affidarono a degli advisor per riorganizzare la ristrutturazione del debito. La proposta degli advisor consisteva nella trasformazione dei debiti in azioni Cirio Finanziaria emesse con aumento di capitale, il che comportava la rinuncia da parte degli obbligazionisti e delle banche di parte del loro credito; Inoltre, accettando la proposta gli obbligazionisti avrebbero potuto agire in via giudiziale nei confronti delle banche che collocarono le

obbligazioni. Proprio per questi motivi l'assemblea respinse la proposta e di fatto sancì la messa in liquidazione del gruppo Cirio.<sup>12</sup>

Le questioni più rilevanti per la discussione avanzata in questo capitolo per quanto riguarda il caso Cirio sono principalmente due: In primo luogo i Bond erano stati originariamente emessi in Lussemburgo come titoli riservati ad investitori istituzionali (ovvero le stesse banche). Di conseguenza erano privi di rating e senza alcun prospetto informativo. Il che sostanzialmente significa che non avrebbero potuto essere venduti allo sportello attraverso una sollecitazione al pubblico risparmio, ma solo su eventuale esplicita richiesta dei clienti.<sup>13</sup> Quindi come nel caso dei Bond argentini la vendita dei bond di Cirio sono stati venduti al pubblico in maniera non appropriata (nel caso dei Bond argentini il prospetto informativo non conteneva informazioni esaustive sul rischio connesso all'investimento mentre in questo caso, non esistendo alcun prospetto informativo, la vendita poteva essere effettuata solo a investitori istituzionali e non presso la clientela retail).

In secondo luogo occorre considerare il conflitto d'interessi che ha caratterizzato il collocamento di tali Bond. Questo è un problema molto presente nel settore bancario e riguarda il caso in cui le commissioni pagate dal cliente per l'emissione o la sottoscrizione dei propri titoli supera le commissioni pagate dagli investitori per il loro collocamento (le banche ovviamente privilegeranno i clienti che offrono commissioni più alte rispetto a quelle dei singoli investitori offrendogli quindi tali titoli senza che questi rispettino le loro esigenze, pur di collocarli in qualche modo). Così facendo viene meno quella che è la principale funzione delle banche ovvero l'intermediazione creditizia e la valutazione del merito creditizio. Troppo spesso le banche seguono le commissioni alte non considerando il rischio d'insolvenza dell'emittente finendo quindi

---

<sup>12</sup> J. Zotti, "Crac Cirio: la storia di un gigante dai piedi d'argilla" *Investire.Biz* (2022), <https://investire.biz/economia-e-finanza/crac-cirio-storia-default-impero-cragnotti-lazio-debito-fallimento-obbligazionisti>

<sup>13</sup> F. Merola, "I casi Parmalat e Cirio come esemplificazione dell'attuale crisi dei mercati finanziari", *Proteo* (2004), [http://www.proteo.rdbcub.it/article.php3?id\\_article=295](http://www.proteo.rdbcub.it/article.php3?id_article=295)

per rendere meno efficace l'intero sistema e inquinando i portafogli degli investitori con titoli scadenti emessi da società prossime al fallimento.

In termini generali un'ulteriore critica mossa contro l'emissione di questi bond riguarda l'utilizzo che le banche ne fanno. Nel caso Cirio e anche per quanto riguarda il fenomeno di Parmalat l'emissione di Corporate Bond è servita principalmente per trasferire il rischio dalle banche ai singoli investitori.

I risparmiatori che possedevano i Cirio Bond erano circa 35000 e sono stati costretti a portare avanti cause lunghe e costose per ottenere la restituzione del valore nominale delle obbligazioni. Sono state moltissime le sentenze emesse dai vari tribunali italiani sul caso Cirio che, nella grande maggioranza dei casi, hanno sancito l'obbligo di risarcimento nei confronti delle banche. Tra le principali accuse mosse nei confronti di quest'ultime quella che ricorre più frequentemente riguarda l'informativa nei confronti del cliente, infatti, nella maggior parte dei casi i clienti non erano a conoscenza della natura dei Bond che avevano acquistato (eclatante il caso di un investitore che aveva ordinato alla banca l'acquisto di titoli emessi da Cirio ricevendo invece obbligazioni emesse in Lussemburgo, quindi di provenienza straniera<sup>14</sup>), nei rischi connessi all'operazione e ai conflitti d'interessi legati alla vendita di titoli da parte della banca. Inoltre, molte cause vinte dai risparmiatori hanno avuto come oggetto la questione legata alla mancanza di un prospetto informativo (quindi titoli destinati a investitori istituzionali e non retail) e la mancata informativa relativa ai rating in deterioramento di Cirio e al suo rischio d'insolvenza.

## **2.3 Il caso Parmalat**

L'azienda Parmalat viene fondata nel 1961 da Calisto Tanzi nelle vicinanze di Parma. La crescente redditività e la forte richiesta di latte a lunga conservazione permisero all'azienda di espandersi all'interno del proprio mercato fino ad arrivare agli anni 90' quando, oltre alla quotazione in borsa, l'azienda iniziò ad acquisire numerose società

---

<sup>14</sup> Studio Pinaffo, "Bond Cirio, crack e insolvenza: archivio notizie", (2010), <https://www.studio-pinaffo.it/bond-cirio-crack-e-insolvenza-archivio-notizie/>

non appartenenti al settore del latte (Parma Associazione Calcio, Parma Tour, Euro Tv...) divenendo un vero e proprio colosso a livello mondiale.<sup>15</sup>

Tuttavia, a causa di una serie di eventi la società si ritrovò nel 2003 ad avere un passivo di 14 miliardi di euro contro i 5 dichiarati in bilancio, la maggior parte dei quali ottenuti attraverso obbligazioni. Il suo fallimento fu un vero shock per la maggior parte degli operatori finanziari (molte banche essendo coinvolte in prima persona già sapevano della situazione finanziaria della società) e sicuramente per tutti gli 80000 risparmiatori che avevano investito nella società. Le cause del disastro di Parmalat sono sicuramente più complesse rispetto a quelle di Cirio e dei Bond argentini, inoltre visto il ruolo che la società rivestiva nell'economia italiana e il numero di operatori coinvolti nella questione, non si può non considerare il fallimento di Parmalat come uno dei più grandi e sconvolgenti della storia italiana e non solo.

La storia della crisi inizia molto prima del fallimento del 2003, infatti, già nel momento in cui avvenne la quotazione in borsa nel 1990 la situazione finanziaria di Parmalat era compromessa e se è riuscita a tenersi in piedi per più di 13 anni è solo merito (se così si può chiamare) dei finanziamenti che riuscì a ottenere per il tramite delle banche, in modo diretto o indiretto. Tuttavia, Come è emerso dalle indagini e come ha anche rivelato l'ex direttore finanziario della Parmalat, Fausto Tonna, le banche non erano meri creditori: assicuravano alla società un'abbondante liquidità attraverso l'emissione di bond; il ricavato veniva utilizzato dalla Parmalat in parte per rimborsare le banche e in parte per finanziare acquisizioni che venivano suggerite dalle stesse banche; le società acquisite erano spesso indebitate con gli stessi istituti di credito che, profumatamente pagati, emettevano i bond e assistevano la Parmalat nella scelta e nella valutazione delle imprese da comprare. Per queste banche, la società era diventata una giostra miliardaria dove a vincere erano i banchieri e a perdere i piccoli risparmiatori e un'azienda già dissanguata.

Le banche che guidarono l'operato di Parmalat furono molte e tra i nomi più eclatanti rientrano la Chase Manhattan Bank, Citigroup e banca di Roma:

---

<sup>15</sup> "Parmalat", Wikipedia, [https://it.wikipedia.org/wiki/Parmalat#La\\_creazione\\_e\\_il\\_consolidamento](https://it.wikipedia.org/wiki/Parmalat#La_creazione_e_il_consolidamento)



- La Chase Manhattan Bank fu coinvolta nell'acquisizione da parte del gruppo Parmalat della venezuelana Frica. Tale società (operante nel settore dello yogurt) fu rilevata nel '96 dalla Parmalat del Venezuela con un finanziamento erogato dalla banca statunitense, successivamente trasformato in bond. La Chase finanziava nello stesso tempo il venditore e l'acquirente della Frica e fece pressioni affinché la Parmalat accettasse il prezzo preteso dalla parte venditrice. Lo stesso copione fu adottato, sempre in Venezuela, per l'acquisizione della Indulac, anche in questo caso con la regia della Chase, che nel '98 fece anche da advisor all'acquisizione della statunitense Sunny Dale Farms Inc.
- La Citigroup promosse delle operazioni molto simili a quelle effettuate dalla Chase in Argentina, con l'acquisizione del Lactona-Gandara Group, e in Canada, con l'acquisizione della Beatrice Food. La Gandara era un'azienda in crisi e Citigroup ne caldeggiò l'acquisto convincendo Parmalat a pagare un prezzo elevato. Nel caso del colosso alimentare nordamericano Beatrice Food, Citigroup, oltre a sostenere finanziariamente l'operazione, entrò direttamente nell'azionariato della società acquisendone circa il 18% ma sottoscrivendo un accordo di put and call, non comunicato al mercato, che le garantiva una via d'uscita nell'arco di poco tempo.
- In Italia invece la Banca di Roma, il cui presidente era Cesare Geronzi, è finita sotto inchiesta per aver spinto Parmalat a rilevare la Ciappazzi dal gruppo Ciarrapico e la Eurolat dal gruppo Cirio, del quale la stessa Banca di Roma era uno dei principali supporter. Eurolat, che riuniva le attività lattiere della Cirio, fu acquistata da Parmalat nel luglio '99 per 173 milioni di euro in contanti più i debiti. Di questi, 278 milioni erano verso la Banca di Roma. Tra prezzo pagato e debiti acquisiti, Parmalat si fece carico di 395 milioni di euro.<sup>16</sup>

Ciò che più incuriosisce dei comportamenti delle banche appena citate, è il fatto che a finanziare le acquisizioni di queste imprese (situate oltreoceano e non) erano proprio

---

<sup>16</sup> A.Micuzzi & G.Oddo, *"Parmalat, conti truccati e controlli falliti"*, Il sole 24 ore (2004), [https://www.analisiaziendale.it/parmalat\\_conti\\_truccati\\_e\\_controlli\\_falliti\\_1000306.html](https://www.analisiaziendale.it/parmalat_conti_truccati_e_controlli_falliti_1000306.html)

queste banche, le quali concedevano prestiti alla Parmalat favorendo l'emissione di Bond. Non casuale risulta infatti il collocamento di un Bond di 300 milioni di euro da parte della Parmalat un mese dopo l'acquisizione di Eurolat e sicuramente non per caso la Banca di Roma partecipò a tale sindacato di collocamento e a quello di qualche mese dopo per 90 milioni di euro ( in questo caso addirittura la Banca di Roma svolgeva il ruolo di co-lead Manager pochi giorni dopo dell'approvazione dell'antitrust all'acquisizione di Eurolat).

Il problema del continuo indebitamento della Parmalat alimentato dall'operato delle banche in conflitto d'interessi fece in modo che Parmalat nel corso degli anni sia stata in grado di contrarre una quantità spropositata di debiti senza essere in grado di restituirli; I finanziamenti che riusciva a ottenere mediante i Bond servivano solo per rimborsare i debiti con le banche in un fenomeno di trasferimento del debito sostanzialmente uguale a quello di Cirio dove a pagare erano gli obbligazionisti del gruppo.<sup>17</sup>

A distanza di tanti anni dal fallimento ci si chiede come fosse possibile che una società così dissestata come la Parmalat fosse riuscita ad ottenere tutti questi finanziamenti dalle banche e di conseguenza come fosse riuscita a compiere tutte queste emissioni di obbligazioni. La risposta è che per rientrare all'interno dei parametri del merito creditizio la Parmalat falsificava i suoi bilanci e affermava quindi di possedere molta più liquidità di quella che effettivamente aveva nelle sue casse.

I primi che notarono qualcosa di strano nella faccenda di Parmalat furono gli analisti di Merrill Linch che in un report intitolato "The straw that breaks the camel's back" giudicarono come ambigua la strategia di Parmalat chiedendosi per quale motivo la società avesse bisogno di emettere tutti questi bond quando disponeva di un'elevata liquidità in cassa. Quando infatti nel febbraio del 2003 il gruppo annunciò una nuova emissione da 300 milioni di euro l'intuizione di Merrill e Linch si concretizzò ufficialmente e risulta ormai evidente che Parmalat non sarà in grado di ripagare i suoi debiti. Il titolo crolla in borsa e la società è costretta a ritirare l'emissione.

La procura di Milano ha provato a dimostrare che le banche erano al corrente del dissesto del gruppo, ma ne sono uscite tutte assolve. Tutte le banche cercavano il gruppo

Parmalat perché emettere bond e concedere prestiti al gruppo risultava molto redditizio. Il gruppo invece cercava le banche perché macinava perdite, soprattutto in Sud America, e aveva bisogno di continui finanziamenti per tappare i buchi. Alle banche bastava che i bond avessero il bollino dell'investment grade (BBB-) concesso dalle case di rating per collocarli tra gli investitori, un bollino che Standard & Poor's confermò fino a pochi giorni prima del crac.<sup>18</sup>

Come nei due casi esaminati in precedenza di Cirio e dei Bond argentini i risparmiatori sono stati gli individui più danneggiati dai default delle istituzioni che emettevano titoli o azioni. Gli azionisti di Parmalat hanno perso praticamente tutto il capitale investito mentre per quanto riguarda chi aveva acquistato i Bond la questione è leggermente diversa. L'ex amministratore delegato Enrico Bondi preposto al risanamento di Parmalat dopo il crac ha fatto in modo che a chi possedeva i Bond all'epoca del default fossero distribuite le azioni della nuova Parmalat ritornata in borsa. In questo modo, però, chi aveva investito i propri soldi in uno strumento estremamente prudente come un'obbligazione si è ritrovato a possedere un titolo rischioso e diventando improvvisamente un "giocatore di Borsa". Molti anziani che si erano fatti consigliare dalla propria banca (non dotati di competenze finanziarie) nell'acquisto di obbligazioni di un'azienda che era "impossibile" potesse fallire si sono ritrovati con in mano delle azioni di un'azienda in default.

Mediamente chi ha compiuto questo scambio tra Bond in azioni ha recuperato il 48% del proprio investimento (per chi aveva investito dai 5 ai 10 mila euro) mentre chi possedeva più di 100 mila euro in Bond dopo lo scambio è riuscito a recuperare solo il 31% (l'offerta di Bondi prevedeva che chi aveva obbligazioni oltre una certa soglia avrebbe ricevuto un numero inferiore di azioni).<sup>19</sup>

Come nei primi due casi esaminati i risparmiatori che sono riusciti a ottenere le migliori condizioni di rimborso sono stati quelli che hanno intrapreso cause legali nei confronti

---

<sup>18</sup> W.Gabbiati, *"Quindici anni fa il crac Parmalat: quando l'Italia rimase senza latte"*, La Repubblica (2018), <https://parma.repubblica.it/cronaca/2018/12/04/news/parmalat-213378886/>

<sup>19</sup> F.Tamburini, *"Parmalat: dieci anni dopo il crac migliaia di risparmiatori sono ancora all'asciutto"*, Il fatto quotidiano (2013), <https://www.ilfattoquotidiano.it/2013/12/26/parmalat-dieci-anni-dopo-il-crac-migliaia-di-risparmiatori-sono-rimasti-allasciutto/823653/>

dei dirigenti del gruppo o nei confronti delle banche che gli hanno venduto i titoli riuscendo in molti casi a ottenere il rimborso del 70-75% dell'investimento.

Molti avvocati e associazioni coinvolti nella difesa dei risparmiatori a seguito della banca rotta si sono scagliati contro le leggi che regolamentano la class action in Italia, ovvero l'azione collettiva risarcitoria a tutela dei consumatori, affermando che, se fossero state più severe, gli obbligazionisti sarebbero stati immediatamente rimborsati. La norma sulla class action infatti, prevede che i consumatori riuniti all'interno dell'azione collettiva devono presentare situazioni identiche (a differenza della legge negli Stati Uniti), presupposto praticamente impossibile in vicende intricate e con così tanti soggetti coinvolti come il fallimento della Parmalat.

L'ovvio postulato del «caso Parmalat» è una netta flessione della fiducia nella trasparenza dei mercati, che, come è stato evidenziato da più parti, potrà essere sanata solo attraverso la predisposizione di una serie di garanzie mirate ad ottimizzare l'efficienza dei mercati e la tutela degli investitori; più in generale, si è altresì profilato il rischio che nella comunità finanziaria internazionale si percepisca un (ulteriore) calo significativo dell'affidamento nel «sistema Italia», già gravato da diversi scandali appartenenti al recente passato e dai giudizi critici di alcune istituzioni internazionali.<sup>20</sup>

## **2.4 Le obbligazioni subordinate di Banca Etruria**

Gli argomenti di questo capitolo riguardano tutti i fenomeni del cosiddetto “risparmio tradito” e tutti hanno come tema principale la vendita di obbligazioni da parte di società (o stati), con lo scopo apparente di finanziare le attività, ma che in realtà nascondono realtà molto meno nobili che hanno portato alla perdita dei risparmi per molti investitori. L'espressione “risparmio tradito” va, infatti, di pari passo con la vendita di obbligazioni proprio perché, essendo considerate lo strumento finanziario più sicuro di tutti, nessuno si aspetterebbe di incorrere in perdite rilevanti attraverso l'acquisto di questi strumenti eppure, attraverso l'omissione di informazioni sulla natura e sui rischi

---

<sup>20</sup> Benedetto F. & Di Castri S., *“Il caso Parmalat e l'indipendenza dei controllori: amministratori, sindaci e revisori alla prova del crack”*, Banca Impresa Società (2005)

di tali titoli, l'intermediario può facilmente "tradire" le aspettative del cliente e fornirgli titoli destinati a crollare. I motivi per cui gli intermediari fanno ciò è ovviamente l'elevata redditività che la vendita di obbligazioni comporta.

Prima di procedere all'analisi del caso Banca Etruria occorre compiere un'altra precisazione. I fatti riguardanti la vendita di obbligazioni subordinate a investitori non professionali da parte di 4 banche italiane ( Banca Marche, CariChieti, Cassa Ferrara e appunto Banca Etruria) sono avvenuti più di 15 anni dopo gli scandali finanziari citati in precedenza, e che per modalità sono quasi del tutto simili. In questo arco di tempo sono successe moltissime cose e moltissimi sono stati gli interventi in ambito nazionale e comunitario volti a una più corretta e prudente gestione del risparmio onde evitare che gli investitori si ritrovassero tra le mani, su consiglio del consulente finanziario, titoli di cui non sapevano nulla e che difficilmente possano essere rimborsati in seguito ( Direttiva MIFID su tutte), eppure, eventi di questo tipo continuano ancora oggi a scuotere i risparmi delle persone come se ogni direttiva o intervento normativo fosse solo un semplice scalino da superare per continuare a ingannare la gente. A mio modo di vedere risulta che le banche siano facilmente in grado di superare qualsiasi barriera normativa pur di raggiungere la ricchezza economica, specialmente quando si tratta di stimare il rischio e il rendimento richiesti dai clienti.

Banca Etruria insieme alle altre 3 banche citate in precedenza ha iniziato a vendere obbligazioni subordinate ai suoi clienti. Le obbligazioni subordinate sono una speciale tipologia di azioni caratterizzate dal "subordinare" il relativo rimborso all'avvenuto rimborso dei creditori ordinari. Non devono quindi considerarsi come strumenti di debito tradizionali ma come paragonabili ai titoli azionari. Sono emesse dalle aziende perché rappresentano spesso un'alternativa al collocamento di azioni. Maturano periodicamente una cedola a titolo di interessi. Tali categorie di obbligazioni sono spesso denominate junior per distinguerle da quelle non subordinate ed hanno una rischiosità maggiore, cui corrispondono maggiori rendimenti, legata alla postergazione del relativo rimborso rispetto agli altri creditori. Sono titoli per loro natura destinati ad una platea di investitori "professionali", capaci cioè di comprendere i rischi collegati alle diverse tipologie di investimenti.

Esistono diversi tipi di subordinate a seconda del livello di rischio sotteso al loro acquisto (Tier 1, Tier 2, Tier 3, Tier 4) e in generale queste categorie presentano tutte le seguenti caratteristiche che definiscono l'obbligazione subordinata:

- Le obbligazioni subordinate sono strumenti complessi e spesso difficili da inquadrare, come tali destinate a un pubblico di investitori professionali. Per comprenderne le modalità operative è necessario avere chiare le logiche di funzionamento degli intermediari creditizi e delle banche centrali. Molto spesso dal prospetto non è sempre comprensibile il reale rischio cui ci si espone.
- Come insegnano i noti casi di cronaca, in ipotesi di insolvenza dell'emittente, la perdita cui può andare incontro l'investitore può raggiungere il 100% del capitale investito, essendo i titolari di tali titoli postergati nel rimborso agli altri obbligazionisti e/o creditori. Il rischio di perdere tutto è elevatissimo per le obbligazioni riconducibili alla categoria Tier 1 e molto elevato nelle ipotesi di obbligazioni Tier 2.
- Le obbligazioni subordinate, in molti casi, non hanno una vera e propria scadenza prevedendo la possibilità di essere richiamate a certe date con la così detta opzione "call". L'assenza di scadenza rende assai difficile stimare il rendimento dell'investimento.
- Le obbligazioni subordinate sono difficili da acquistare e vendere.<sup>21</sup>

Le questioni importanti di questa faccenda sono molteplici:

- Innanzitutto, le obbligazioni subordinate sono degli strumenti che per natura e rischio non possono essere vendute alla clientela retail. Per poter vendere comunque questi titoli alla clientela retail i vertici della banca hanno dato l'ordine di vendere a chiunque, e per farlo in molti casi hanno modificato i profili degli investitori inserendo livelli d'istruzione più alti di quelli effettivi. La procura di Arezzo, viste le oltre 400 denunce subite dalla banca in questo senso, ha aperto un'inchiesta per truffa ai danni di Etruria. La banca, oltre ad aver

---

<sup>21</sup> Avvocatoflash, "Le obbligazioni subordinate nel caso Banca Etruria", (2020), <https://www.avvocatoflash.it/blog/bancario-e-finanziario/le-obbligazioni-subordinate-nel-caso-banca-ettruria>

truccato i profili dei clienti, ha venduto tali titoli come estremamente sicuri ai vari investitori, ponendoli sullo stesso piano delle obbligazioni ordinarie.<sup>22</sup>La Consob ha affermato che a livello di informativa la banca abbia operato nel rispetto delle regole inserendo all'interno del prospetto informativo la possibilità di perdere l'intero capitale in caso di liquidazione o di procedure concorsuali e che quindi l'attività di vigilanza sia stata compiuta in maniera efficace (ovviamente un cliente anziano non sarà mai in grado di capire un prospetto informativo e si fiderà ciecamente delle parole del consulente finanziario).

- Una volta che una banca entra in liquidazione coatta amministrativa, secondo la formula del Bail-in, per poter reperire il capitale necessario per la risoluzione della crisi le banche devono rifarsi sul capitale degli azionisti e degli obbligazionisti. Tuttavia, le obbligazioni subordinate vengono “aggredite” prima delle obbligazioni ordinarie in quanto più rischiose. Il fatto di non aver informato la maggior parte dei clienti sulla natura subordinata delle obbligazioni che stavano comprando ha un risvolto negativo anche in questo senso perché la possibilità di perdere tutto il capitale investito è sicuramente maggiore rispetto al caso di un obbligazione ordinaria e il cliente doveva esserne a conoscenza.
- Proprio in virtù della direttiva BRRD riguardante il bail-in le obbligazioni subordinate emesse da Banca Etruria furono azzerate in quanto le perdite erano superiori al valore delle azioni e delle obbligazioni subordinate, mentre per tutte le perdite ulteriori è intervenuto il fondo di risoluzione.<sup>23</sup>Anche da qui si evince la grande differenza tra le obbligazioni junior e senior: Chi possedeva obbligazioni senior è stato integralmente rimborsato mentre chi possedeva obbligazioni junior ha perso, almeno inizialmente, tutto il capitale investito.

Il caso di Banca Etruria è l'ennesimo esempio in cui gli intermediari hanno venduto titoli estremamente rischiosi a soggetti che non erano in grado di comprenderne la natura, addirittura falsificando o modificando l'effettivo profilo dei clienti stessi pur

---

<sup>22</sup> Codacons, “Vendete i Bond a tutti: l'ordine shock dei vertici di Banca Etruria”, (2016), <https://codacons.it/vendete-i-bond-a-tutti-l-ordine-shock-dei-vertici-di-banca-etruvia/>

<sup>23</sup> Banca D'Italia, “Domande e risposte sulla risoluzione delle crisi delle 4 banche poste in risoluzione”, (2020), <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/d-e-r-quattro-banche/index.html?dotcache=refresh#faq8761-11>

di collocare tali titoli. Le autorità di vigilanza non sono state in grado di frenare l'operato delle banche e tanto meno la regolamentazione in materia.



## Capitolo 3

### La regolamentazione in materia d'investimenti (MIFID I e II)

Nel primo capitolo è stato analizzato il comportamento dell'investitore quando si trova davanti a una scelta riguardante l'allocazione del proprio denaro e abbiamo visto come i vincoli creati dalla mente umana rendono impossibile prendere una decisione razionale e cosciente. I vari bias che agiscono nel nostro pensiero ci pongono in una condizione di svantaggio nei confronti del mercato e favoriscono investimenti sbagliati o frettolosi. Nel secondo capitolo abbiamo visto come talvolta l'operato degli operatori economici possa divergere dagli interessi dell'investitore, il quale, spesso incosciente della situazione e dei titoli che possiede, si ritrova coinvolto in fallimenti di società o istituzioni che fanno precipitare la quotazione dei titoli che ha acquistato.

L'irrazionalità delle nostre scelte e gli errori del sistema in cui l'investitore opera, uniti alla mancanza di trasparenza e correttezza del mercato, sono due mali difficilmente prevedibili che il singolo individuo difficilmente può contrastare anche perché, nella maggior parte delle volte, nemmeno è in grado di rendersene conto. Proprio per questo motivo è necessario che le norme in materia d'investimenti e gli istituti preposti alla vigilanza del mercato e dei comportamenti degli operatori assicurino all'investitore un grado di tutela che egli da solo non è in grado di fornirsi. In poche parole è necessaria la presenza di una legge che renda partecipe l'investitore di tutti i possibili rischi e le possibili conseguenze legate al suo investimento e che al tempo stesso obblighi gli istituti di credito a raccogliere informazioni sui clienti e selezionare i prodotti adatti alle loro esigenze e caratteristiche.

Le direttive MIFID si prefiggono esattamente questo scopo, in particolare cercano di conseguire due obiettivi fondamentali: Tutela degli investitori e salvaguardia dell'integrità del mercato, fissando requisiti armonizzati per l'attività degli intermediari

autorizzati e la promozione dell'equità, trasparenza, efficienza e integrazione dei mercati finanziari.<sup>24</sup>

MiFID II non è stata una risposta normativa alla crisi, ma è stata comunque un tassello del nuovo disegno che l'Europa ha pensato per dare una nuova complessiva forma ai mercati finanziari e per ripristinare la fiducia persa, anche attraverso il maggior rigore imposto agli intermediari nella negoziazione e distribuzione dei prodotti finanziari. MiFID II ha, come è noto, apportato modifiche al regime "tradizionale" di tutela del cliente incidendo, in primo luogo, sulla disciplina relativa alla regola di trasparenza, dell'adeguatezza e dell'appropriatezza. La vera novità è stata tuttavia certamente quella relativa alla Product Governance: il legislatore europeo ha scelto di allargare la prospettiva a ciò che accade anche prima del contratto di investimento, nella fase di ideazione del prodotto, dettando regole nuove che non erano state previste dalla MiFID. Come in altri settori dell'ordinamento si è ritenuto essenziale per garantire la tutela della clientela valutare non solo il momento in cui si conclude il contratto, ma tutta la fase che lo precede e che ad esso segue. Non si guarda, cioè, solo alla correttezza nella conclusione del contratto, ma ci si chiede anche dove nasca l'affidamento (la fiducia) della clientela e a partire da quale momento vada salvaguardata la consapevolezza dell'investitore. Il legislatore ha dunque anticipato la tutela alla fase di ideazione del prodotto e alle politiche di distribuzione, ma resta da stabilire come impatti questo allargamento di perimetro sul sistema dei rimedi.<sup>25</sup>

### **3.1 Obiettivi e novità delle direttive**

La direttiva MiFID I (Markets In Financial Instruments Directive) costituisce un vero e proprio codice di garanzie per i consumatori. E' entrata in vigore il 1° novembre 2007 in Italia e in altri 26 paesi dell'Unione Europea e la novità più importanti che ha

---

<sup>24</sup> Razzante R. & Pezzuto E., *"MiFID II: Le novità per il mercato finanziario"*, Giappichelli editore (2018)

<sup>25</sup> Maddalena Rabitti, *"Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II"*, Rivista di diritto bancario (2020),

[https://rivista.dirittobancario.it/sites/default/files/pdf\\_c/rabitti.pdf](https://rivista.dirittobancario.it/sites/default/files/pdf_c/rabitti.pdf)

introdotto riguardano il rapporto fra investitori privati (i più tutelati dalla direttiva) e banche, SIM e SGR.<sup>26</sup>

Le principali novità introdotte dalle direttive MIFID possono essere raggruppate nelle seguenti sotto categorie:

- Nuova classificazione della clientela: La normativa stabilisce che le imprese di investimento devono classificare i propri clienti , in base a determinate caratteristiche, in una delle tre seguenti categorie:

a) Clienti al dettaglio. La clientela al dettaglio viene individuata attraverso un approccio residuale, in quanto è rappresentata da tutti coloro che non sono né clienti professionali né controparti qualificate e ad essi si applica il regime ordinario di tutela stabilito dalla normativa. Alla clientela al dettaglio è riservata la massima tutela per quanto riguarda, in particolare, l'ampiezza delle informazioni che la Banca deve loro fornire, l'effettuazione delle verifiche di "adeguatezza" e di "appropriatezza" dei servizi richiesti/ offerti e delle operazioni poste in essere, l'esecuzione degli ordini in strumenti finanziari alle condizioni più favorevoli (c.d. best execution). Tra la clientela al dettaglio rientrano anche Comuni ed Enti locali.

b) Clienti professionali. Un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume. I clienti professionali necessitano, quindi, di un livello di protezione intermedio, con una graduazione al ribasso del livello di tutela e delle regole di condotta applicabili nei confronti dei clienti al dettaglio. Sono classificabili all'interno di questa categoria anche i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari (banche, imprese d'investimento, imprese di assicurazione, organismi d'investimento collettivo...), le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola

---

<sup>26</sup>EducazioneFinanziaria.it, "Direttiva MIFID I- Direttiva MIFID II", (2010), <https://www.educazionefinanziaria.it/direttiva-mifid.htm>

società, almeno due dei seguenti criteri dimensionali ( totale di bilancio pari a 20000000 di euro; fatturato netto di 40000000 di euro; fondi propri di 2000000 di euro), i governi nazionali e regionali insieme alle banche centrali e altri investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari.

c) Controparti qualificate. Le controparti qualificate sono i clienti che possiedono il più alto livello di esperienza, conoscenza e competenza in materia di investimenti e, pertanto, necessitano del livello di protezione più basso allorquando la Banca presta nei loro confronti i servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti e ricezione e trasmissione ordini. La classificazione del Cliente come controparte qualificata comporta la non applicazione della quasi totalità delle disposizioni relative agli obblighi di condotta previsti in capo agli intermediari ed un'applicazione limitata delle disposizioni in tema di informativa precontrattuale. In particolare, in tali casi, la Banca non è tenuta ad osservare integralmente gli obblighi di best execution, le regole generali di condotta nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, tra cui le norme relative all'appropriatezza del servizio di ricezione e trasmissione di ordini e le regole sulla gestione degli ordini, salvo alcuni limitati aspetti. In ogni caso, nei confronti delle Controparti Qualificate, la Banca è tenuta ad agire in modo onesto, equo e professionale e utilizzando comunicazioni chiare e non fuorvianti, tenuto conto della natura del soggetto e della sua attività.

Le controparti qualificate sono: le Sim, le imprese di investimento UE, le banche, le imprese di assicurazione, gli Oicr, i gestori, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del Testo Unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del Testo Unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere

pubblico; Le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, nel rispetto dei criteri della direttiva.

Per ogni tipologia di clientela, la Banca deve assegnare uno specifico livello di protezione. L'inquadramento della clientela in una delle tre categorie avviene sulla base del possesso di determinati requisiti di natura oggettiva. Pertanto, in sede di apertura di un rapporto con un cliente, la Banca provvede, innanzitutto, ad inquadrare lo stesso applicando i criteri di classificazione automatica previsti dal legislatore, attribuendogli dunque una determinata categoria di appartenenza. Successivamente, la Banca dovrà offrire al cliente la possibilità di chiedere di essere inserito in un'altra categoria di clientela, diversa da quella della quale avrebbe altrimenti fatto parte. La classificazione della clientela, infatti, può essere modificata sia su iniziativa della Banca che su richiesta del cliente; in questa ultima ipotesi, tale variazione risulterà sempre essere subordinata alla valutazione discrezionale della Banca, determinando l'applicazione di regole di condotta diverse.<sup>27</sup>

- La best execution: l'intermediario deve comunicare il prezzo dello strumento finanziario e i costi dell'esecuzione che devono garantire il miglior prezzo offerto dal mercato in quel preciso istante ed il mercato a sua volta deve garantire un prezzo concorrenziale rispetto ai mercati concorrenti.<sup>28</sup>

In definitiva, se l'intermediario applica un prezzo differente da quello offerto dal mercato nell'istante in cui è stato eseguito l'ordine come da dati trasmessi al

---

<sup>27</sup> Emilbanca, "Policy di classificazione della clientela ai fini MIFID", (2010), [https://www.emilbanca.it/doc2/scaricaDoc.asp?iDocumentoID=690529&iAllegatoID=0#:~:text=La%20n%20ormativa%20stabilisce%20che%20le,c\)%20Controparti%20qualificate.](https://www.emilbanca.it/doc2/scaricaDoc.asp?iDocumentoID=690529&iAllegatoID=0#:~:text=La%20n%20ormativa%20stabilisce%20che%20le,c)%20Controparti%20qualificate.)

<sup>28</sup> Bonante G. Gallicchio M. , "MIFID 2 e MIFIR, recenti sviluppi", Diritto Bancario (2014) , [https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/bonante\\_g.\\_e\\_michela\\_g.\\_mifid\\_2\\_e\\_mifir\\_recenti\\_sviluppi\\_2014\\_0.pdf](https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/bonante_g._e_michela_g._mifid_2_e_mifir_recenti_sviluppi_2014_0.pdf)

cliente, quest'ultimo può chiedere o l'annullamento dell'operazione o la restituzione della differenza di prezzo se a suo sfavore.<sup>29</sup>

- Quando si tratta di strumenti finanziari “non complessi”, è possibile ricorrere a una nuova modalità di negoziazione, la *execution only*, in base alla quale l'intermediario non è tenuto a fornire informazioni ai clienti, né alla “profilatura”, ma si limita a eseguire l'ordine. In questo caso viene assicurato un grado di tutela basso poiché manca una valutazione di adeguatezza e appropriatezza. La MIFID II, infatti, manifesta sfiducia all'*execution only* tanto che viene reso possibile solo in ipotesi marginali all'interno di un contesto normativo a favore della consulenza (viene diminuito il campo di prodotti per i quali è possibile prestare un servizio di *execution only*).<sup>30</sup>
- Conflitto d'interessi: gli intermediari sono tenuti a porre particolare attenzione al “rischio” di conflitto di interesse in relazione alle attività di ricerca e consulenza in materia di investimenti, negoziazione per conto proprio, gestione del portafoglio e prestazione di servizi finanziari alle imprese, ivi compresi la sottoscrizione e la vendita nel quadro di una offerta di titoli e i servizi di consulenza in materia di fusioni e di acquisizioni. All'interno della direttiva, secondo il principio del “*detrimental conflict of interest*”, si dà rilevanza esclusivamente a quelle forme di conflitto d'interesse che possono recare un danno al cliente.

In particolar modo la direttiva MIFID 2006/73/CE delinea una lista di conflitti d'interesse che possono danneggiare potenzialmente il cliente:

1. L'impresa o un soggetto collegato ad essa realizzano un guadagno finanziario o evitano una perdita finanziaria a spese del cliente;

---

<sup>29</sup> M.Clementi, “*Best execution*”, Percorsofinanza.it (2021), <https://www.percorsofinanza.it/percorsi/percorso-approfondito-risparmio-investimenti/mifid/best-execution/>

<sup>30</sup> R.Mozzachiodi, “*SdR18, MIFID II: adeguatezza, appropriatezza ed execution only*”, Citywire (2018), <https://citywire.com/it/news/sdr18-mifid-ii-adequatezza-appropriatezza-ed-execution-only/a1110079#:~:text=Regole%20a%20parte%20per%20l,trasmissione%20di%20ordini%20del%20cliente.>

2. L'impresa o un soggetto collegato ad essa hanno un interesse distinto da quest'ultimo nel servizio ad egli prestato;
3. L'impresa o un soggetto collegato ad essa hanno un incentivo finanziario a privilegiare un cliente o un gruppo di clienti rispetto al cliente interessato;
4. L'impresa o un soggetto collegato ad essa svolgono la stessa attività del cliente;
5. L'impresa o un soggetto collegato ad essa ricevono da una persona diversa dal cliente un incentivo diverso dalle commissioni normalmente fatturate per l'offerta del servizio.

Al fine di essere in grado di individuare e gestire i conflitti d'interesse, gli intermediari sono obbligati a:

1. Adottare e mantenere disposizioni organizzative e amministrative efficaci per evitare che i conflitti d'interesse danneggino i clienti;
2. Identificare i conflitti d'interesse;
3. Quando le disposizioni attuate dall'impresa non sono in grado di evitare che il cliente venga danneggiato dalla presenza di conflitti d'interesse, tale impresa deve informare il cliente della natura generale e delle fonti dei conflitti d'interesse;
4. elaborare in un documento scritto, applicare e mantenere un'efficace politica globale di gestione dei conflitti di interesse adeguata alle dimensioni e caratteristiche organizzative dell'impresa ed alle attività esercitate. Tale policy deve consentire l'individuazione delle ipotesi di conflitti di interesse che possano ledere gravemente gli interessi dei clienti e la definizione delle procedure e delle misure per gestire tali conflitti;
5. Mantenere ed aggiornare un registro in cui riportare i tipi di servizi d'investimento per i quali possa sorgere un conflitto d'interesse pregiudizievole per i clienti.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> F. Civale, "La direttiva MIFID e il conflitto d'interessi", SoldiOnline.it (2007), <https://abcrisparmio.soldionline.it/guide/banca-poste/la-direttiva-mifid-e-il-conflitto-di-interessi>

- Informazioni sugli incentivi: Secondo la definizione data dal Cesr per inducement si intende “Qualsiasi forma di denaro, beni e servizi (diverse dalle commissioni e competenze normalmente fatturate per il servizio) che un’impresa d’investimento o i suoi dipendenti ricevono da un terzo in relazione al servizio prestato al cliente”. In linea di fondo con l’impostazione normativa della MIFID anche per quanto riguarda gli incentivi l’imperativo consiste nella tutela dell’investitore. Una volta stabilito un divieto generale in merito a tali pratiche, il legislatore ha ammesso un ristretto numero di casi in cui l’incentivo non è illecito. Il primo è quello del pagamento fatto dal cliente o per conto del cliente stesso (ad esempio le commissioni). Il secondo caso di inducement lecito è vincolato a particolari condizioni che l’intermediario deve rispettare: la comunicazione chiara e preventiva al cliente della natura, dell’importo o del metodo di calcolo delle competenze, l’accrescimento della qualità del servizio e il “non ostacolo” all’obbligo di servire al meglio gli interessi dell’investitore finale. Il terzo ed ultimo caso è quello delle cosiddette “proper fee”, ossia le commissioni “adeguate” e “necessarie”, che “non possono entrare in conflitto con il dovere dell’impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi del cliente”.<sup>32</sup>

Con l’introduzione della MIFID II le norme in materia di inducements cambiano rispetto a quelle della prima direttiva. Innanzitutto, la MIFID II fornisce una nuova divisione all’interno della figura del consulente finanziario suddividendolo in:

1. Consulenti finanziari abilitati all’esercizio dell’offerta fuori sede (vengono inclusi in questa categoria tutti i precedenti promotori finanziari);
2. Consulenti finanziari autonomi (indipendenti) che sostituiscono i precedenti consulenti finanziari.

---

<sup>32</sup> S. Silano, “*Gli inducement nella MIFID*”, Morningstar (2007), <https://www.morningstar.it/it/news/76571/gli-inducement-nella-mifid.aspx>



Da questa distinzione nascono due diversi tipi di consulenza e gli intermediari possono prestare tale servizio sia su base indipendente che non ma con strutture differenziate la stessa persona fisica non può offrire contemporaneamente entrambe le due forme di consulenza. Con la MIFID II il consulente può essere remunerato solo dal cliente contro prestazione di fattura e non dalle SGR o da terzi.

Entrando più nello specifico la MIFID II introduce stringenti temi in materia di inducements consentendoli esclusivamente quando si possa dimostrare che effettivamente siano mezzi attraverso i quali si innalzi la qualità del servizio offerto dal cliente. Pertanto, sono necessari test di ammissibilità, suggerimenti sulla composizione di portafoglio e informazioni periodiche nonché report successivi all'investimento (l'innalzamento della qualità del servizio deve essere mantenuta nel tempo).<sup>33</sup>

Per quanto riguarda, invece, la consulenza di tipo indipendente prima di avviare l'attività, l'impresa di investimento deve comunicare al cliente se il servizio viene prestato secondo la modalità di indipendenza. In tal caso l'impresa di investimento dovrà prendere in considerazione, nell'ambito del proprio processo di selezione, un'ampia gamma di strumenti finanziari che devono essere sufficientemente diversificati sia per tipologia che per emittente. In secondo luogo all'impresa di investimento è preclusa la possibilità di ricevere (e trattenere) incentivi monetari da terze parti, in particolar modo dalle società prodotto.

Nel caso l'impresa riceva questi incentivi, essa dovrà immediatamente trasferirli al cliente, con la dovuta disclosure, con il divieto che tali somme vadano a compensazione (offsetting) della parcella di consulenza che il cliente dovrà

---

<sup>33</sup> M. Lembo, "Il nuovo quadro normativo degli inducement e della consulenza tra due differenti discipline: MIFID 2 e IMD 2. Brevi note", *DirittoBancario* (2018), <https://www.dirittobancario.it/art/il-nuovo-quadro-normativo-degli-inducement-e-della-consulenza-tra-due-differenti/>

pagare quindi separatamente. La Direttiva contempla la possibilità che l'impresa di investimento riceva benefici non monetari di lieve entità (pubblicazioni, partecipazione a corsi o incontri formativi ecc...), purché questi non siano tali da impedire all'impresa di svolgere il servizio nell'esclusivo e miglior interesse del cliente.<sup>34</sup>

- Rendiconto costi e oneri: La MIFID II ha introdotto precisi oneri di rendicontazione in capo a coloro che prestano l'attività di consulenza finanziaria. Il rendiconto costi e oneri con la MIFID II è diventato un documento indispensabile da produrre e esibire al cliente. L'introduzione della rendicontazione obbligatoria degli oneri e dei costi derivanti dall'attività di consulenza finanziaria nasce in risposta alla difficoltà da parte dei clienti di calcolare il rendimento depurato dai costi effettivi applicati sui prodotti.

La normativa MIFID II impone quindi a chi fa consulenza finanziaria l'obbligo di fornire ai clienti informazioni estremamente dettagliate. Prima dell'introduzione di tale normativa l'attività di consulenza finanziaria poteva contare sul pagamento, da parte dei clienti, di margini e commissioni estremamente alte grazie all'utilizzo di diversi escamotage che rendevano il cliente oscuro a molti pagamenti in cui incorreva nell'acquisto di determinati prodotti finanziari. In poche parole, vi era pochissima trasparenza su quelli che erano gli effettivi costi e rendimenti associati a un determinato investimento.

Per quanto riguarda il calcolo del rendimento la direttiva impone ai consulenti di fornire in formazioni "corrette, chiare e non fuorvianti". Queste informazioni devono inoltre essere fornite in tempo utile e in forma comprensibile nel rendiconto costi e oneri. Infine, tali informazioni devono "consentire al cliente di comprendere la natura del servizio di investimento e

---

<sup>34</sup>Advisor, "MIFID II: la consulenza indipendente e gli incentivi", (2014), <https://www.advisoronline.it/normative-e-fisco/mifid/25517-mifid-ii-la-consulenza-indipendente-e-gli-incentivi.action>

del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi a essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa”. Solo con queste informazioni è possibile arrivare a calcolare il rendimento dell’investimento.

Per quanto riguarda i costi, invece, le principali informazioni da fornire riguardano: I costi della consulenza finanziaria; i costi dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita e i costi relativi al servizio d’investimento. Tali informazioni devono essere rappresentate almeno in forma aggregata e devono essere comunicate almeno una volta all’anno.<sup>35</sup>

### **3.2 La profilatura del cliente e il questionario MIFID**

Il questionario MIFID raccoglie le informazioni riguardanti il livello di conoscenza ed esperienza finanziaria, gli obiettivi d’investimento e il profilo di rischio. In base alle risposte accumulate all’interno del questionario l’intermediario è in grado di valutare quali strumenti finanziari siano più adeguati per il cliente. Il questionario viene sottoposto al cliente in occasione della proposta di nuovi investimenti, di operazioni di trading online o di altri strumenti presenti sul conto titoli.

Il questionario MIFID concerne solo alcuni prodotti finanziari. Nello specifico si applica solo in caso di acquisto di azioni, obbligazioni, strumenti derivati e fondi di quote d’investimento (non si applica a prestiti e depositi e neanche a prodotti di tipo assicurativo).

Il questionario è suddiviso in 3 tematiche:

- **Conoscenza finanziaria:** In questa sezione la banca mira a capire la domestichezza del cliente con alcuni servizi e prodotti, la natura, il volume e la frequenza delle operazioni effettuate in passato, ma anche il livello d’istruzione e la professione del cliente.

---

<sup>35</sup> M. Dussont, “*Consulenza finanziaria, il rendiconto costi e oneri MIFID 2 questo sconosciuto*”, SoldiExpert (2022), <https://soldiexpert.com/moneyreport/consulenza-finanziaria-rendiconto-costi-mifid/132443/>

- **Situazione finanziaria:** Questa parte del questionario si focalizza su domande che riguardano il reddito annuo netto, la fonte primaria di reddito, il patrimonio posseduto, le proprietà immobiliari e se il cliente ha contratto dei debiti o impegni finanziari di altro genere.
- **Obiettivi d'investimento:** Comprende le domande riguardanti il periodo temporale in cui si intende conservare un determinato investimento, la propensione al rischio, la motivazione per la quale si investono i propri soldi e l'interesse per le tematiche di sostenibilità.<sup>36</sup>

Per quanto concerne l'attività di consulenza finanziaria la MIFID crea una distinzione fondamentale riguardo al principio di adeguatezza e appropriatezza. A primo impatto potrebbe sembrare che non vi è alcuna differenza sostanziale fra i due regimi, tuttavia, in ambito applicativo e legale e soprattutto per quanto riguarda le responsabilità in capo all'intermediario finanziario, l'applicazione di un regime piuttosto che di un altro fa tutta la differenza del mondo.<sup>37</sup>

La valutazione di appropriatezza è un obbligo per gli intermediari finanziari e un importante strumento di tutela degli investitori. Essa viene attuata nel caso in cui il cliente decida di investire in maniera autonoma in un prodotto finanziario o in un progetto. Essa consente all'intermediario di valutare non solo quanto l'investitore abbia effettivamente compreso il rischio associato all'investimento, ma anche il suo grado di esperienza e consapevolezza in ambito finanziario. La valutazione di appropriatezza consiste nella formulazione, da parte del cliente, di un questionario o la sottoposizione a una breve intervista. Grazie a questi strumenti l'intermediario può comprendere a fondo le intenzioni e il profilo di rischio-rendimento e offrire al cliente un prodotto più adatto alle sue esigenze.<sup>38</sup>

Per poter svolgere l'attività di consulenza l'intermediario deve agire secondo i principi dell'adeguatezza e quindi ricevere dal cliente informazioni aggiuntive rispetto alla

---

<sup>36</sup> OraFinanza.it, "Quali sono le domande del questionario MIFID?", (2022), <https://www.orafinanza.it/it/quali-sono-le-domande-del-questionario-mifid>

<sup>37</sup> M. Clementi, "Differenza tra adeguatezza e appropriatezza", *Percorso Finanza* (2021), <https://www.percorsofinanza.it/percorsi/percorso-approfondito-risparmio-investimenti/mifid/differenza-adequatezza-appropriatezza/>

<sup>38</sup> Concrete investing, "La valutazione di appropriatezza", (2020), <https://www.concreteinvesting.com/blog/investimenti-e-finanza/valutazione-di-appropriatezza>

valutazione di appropriatezza ( Di solito riguardano l'orizzonte temporale preferito dall'investitore, la sua avversione al rischio e in generale i suoi obiettivi finanziari).

La valutazione di adeguatezza riguarda le attività di consulenza finanziaria in materia d'investimenti e la gestione di portafoglio in investimento. La grande differenza tra i due regimi riguarda il fatto che se un investimento non è conforme alle esigenze e al profilo del cliente, secondo quanto riportato all'interno del questionario MIFID, l'intermediario è obbligato a non procedere con l'ordine. Se, per esempio, l'acquisizione di un derivato o di una quota di un fondo comune sono investimenti che implicano un livello di rischio superiore rispetto a quello del cliente, l'intermediario o il consulente devono bloccare l'ordine, nonostante la volontà del cliente di acquistarlo.

Qualora il suddetto cliente volesse comunque procedere all'acquisto del prodotto finanziario, potrà farlo, ma operando all'interno del regime di appropriatezza, ovvero non attraverso la consulenza in materia d'investimenti o la gestione di portafoglio, ma attraverso la negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto di clienti, ricezione e trasmissione ordini e così via. Il cliente potrà quindi accedere all'home banking e comprare il prodotto oppure farselo comprare dall'intermediario che svolge esclusivamente il ruolo di connessione tra il cliente e l'ordine.

Quando si opera in questo regime si possono anche effettuare operazioni con strumenti finanziari ritenuti complessi o non in linea, appunto, con il profilo di rischio del cliente.

Le direttive MIFID (specialmente la prima) hanno segnato un cambiamento radicale nell'attività di consulenza finanziaria e in generale nel rapporto fra intermediario e cliente. La maggior parte degli eventi citati all'interno del secondo capitolo probabilmente non avrebbero preso piede se la MIFID fosse stata presente, o almeno, i risparmiatori sarebbero stati tutelati maggiormente e i loro profili non sarebbero mai stati compatibili con l'acquisto di azioni o obbligazioni delle società o degli stati che sono falliti. Infatti, i rischi sottesi agli investimenti delle società fallite negli anni 2000 erano estremamente alti e prevedevano la possibilità di perdere l'intero capitale in caso di fallimento (cosa che è successa), pertanto tali investimenti erano attuabili esclusivamente da una clientela propensa al rischio e cosciente a livello finanziario delle conseguenze derivanti da questo tipo di allocazione.

Anche per quanto riguarda la responsabilizzazione del consulente, la MIFID ha cambiato radicalmente la situazione. Ad oggi, se un consulente opera all'interno dei confini delineati dalla MIFID, oltre ad avere più probabilità che la gestione del patrimonio del cliente abbia successo, è molto più tutelato a livello legale nei confronti del cliente il quale, cosciente di tutti i rischi a cui può andare in contro (attraverso il questionario citato in precedenza), non potrà affermare di essere stato ingannato o di non conoscere la natura dell'investimento a cui è andato in contro.

## Conclusione

Le considerazioni emerse all'interno di questo elaborato avevano lo scopo di descrivere quali possono essere i rischi connessi a un investimento e quali sono state le risposte a livello normativo per contrastarli. Ciò che è emerso è sicuramente che molti di questi rischi non sono controllabili, sia che derivino dai nostri comportamenti, sia che vengano causati da fallimenti del sistema o dalla scorrettezza degli operatori a cui ci affidiamo. Una possibile soluzione sarebbe quella di innalzare il livello di educazione finanziaria della totalità degli investitori, ma tale ipotesi, per quanto attraente, risulta utopistica visto il livello attuale di educazione finanziaria che abbiamo in Italia e soprattutto visto la tendenza del nostro paese a favorire il risparmio piuttosto che gli investimenti.

Anche nel caso in cui ogni singolo individuo disponesse di conoscenze sviluppate in materia finanziaria, comunque, come abbiamo visto nel primo capitolo, gli errori non sarebbero completamente annullati in quanto i bias della nostra mente colpiscono chiunque, sia che si tratti di un professore universitario o di un consulente finanziario, sia che di una persona qualunque.

Il recepimento all'interno del nostro paese delle direttive MIFID sono state sicuramente un grande passo in avanti per quanto riguarda la tutela degli investitori, soprattutto in un contesto come quello italiano dove vige, appunto, uno scarso livello di educazione finanziaria e dove i clienti, specie in tarda età, sono facilmente ingannabili dai propri consulenti. La Direttiva MIFID ha instaurato un maggiore livello di protezione del consumatore sia in fase precontrattuale che addirittura d'ingegnerizzazione del prodotto finanziario, delineando, sin dalla creazione del prodotto, a chi potesse essere venduto e a che tipo di clientela potesse essere destinato.

La direttiva ha ristabilito inoltre la fiducia nei mercati finanziari dopo la crisi del 2008 e ha dato una forte spinta alla consulenza in materia d'investimenti, ma soprattutto ha fatto in modo che i soggetti più vulnerabili fossero quelli dotati di un più alto grado di tutela evitando così, come nei fenomeni descritti nel secondo capitolo, che si ritrovassero nei loro portafogli titoli di cui sapevano ben poco e che non rispecchiavano

le loro esigenze di rischio e di rendimento, finendo per essere coinvolti in fallimenti di società o di stati di cui conoscevano poco e nulla.

In sintesi, possiamo affermare che per un investitore che decide di investire il proprio denaro in maniera autonoma la soluzione auspicabile per combattere il problema dell'irrazionalità della nostra mente sta nel prendere le proprie decisioni in maniera prudente attraverso un costante lavoro di sforzo cognitivo per frenare l'oscillazione continua delle nostre emozioni e dei nostri sentimenti, cercando inoltre di aumentare sempre di più le proprie conoscenze in ambito finanziario al fine di aumentare il grado di consapevolezza delle proprie scelte. Per chi invece si affida a un esperto per compiere i propri investimenti, l'imperativo è quello di sfruttare tutte le protezioni che la normativa ci assicura, cercando quindi di rispondere nella maniera più sincera e onesta possibile ai questionari MIFID sulle nostre esigenze d'investimento e controllando costantemente che il consulente stia operando sulla base di quest'ultime e non per accrescere i propri interessi.



## Bibliografia

Banca D'Italia, "Domande e risposte sulla risoluzione delle crisi delle 4 banche poste in risoluzione", (2020)

Barucci E., "Perché servono ancora le teorie classiche", Sole24 ore (2017)

Benedetto F. & Di Castri S. , "Il caso Parmalat e l'indipendenza dei controllori: amministratori, sindaci e revisori alla prova del crack", Banca Impresa Società (2005)

Bonante G. Gallicchio M. , "MIFID 2 e MIFIR, recenti sviluppi", Diritto Bancario (2014)

Borsa Italiana (2007), "Finanza comportamentale"

Castiglioni M., "La responsabilità dell'intermediario finanziario nelle operazioni d'investimento in obbligazioni argentine", Tidona(2004)

Cruciani C., "Le trappole comportamentali", Banca d'Italia (2019)

Emilbanca, "Policy di classificazione della clientela ai fini MIFID", (2010)

Gabbiati W., "Quindici anni fa il crac Parmalat: quando l'Italia rimase senza latte", La Repubblica (2018)

Kahneman D., "pensieri lenti e veloci", Milano (2022), Mondadori

Lembo M., “Il nuovo quadro normativo degli inducement e della consulenza tra due differenti discipline: MIFID 2 e IMD 2. Brevi note”, *DirittoBancario* (2018)

“ limiti di MiFID II”, *Rivista di diritto bancario* (2020)

Lucernoni M., “La terribile crisi argentina del 2001”, *Starting Finance* (2019)

Merola F., “I casi Parmalat e Cirio come esemplificazione dell’attuale crisi dei mercati finanziari”, *Proteo* (2004)

Micuzzi A. & Oddo G., “Parmalat, conti truccati e controlli falliti”, *Il sole 24 ore* (2004)

Mozzachiodi R., “SdR18, MIFID II: adeguatezza, appropriatezza ed execution only”, *Citywire* (2018)

Rabitti M., “Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II”, *Rivista di diritto bancario* (2020)

Razzante R. & Pezzuto E., “MIFID II: Le novità per il mercato finanziario”, *Giappichelli editore* (2018)

Tamburini F., “Parmalat: dieci anni dopo il crac migliaia di risparmiatori sono ancora all’asciutto”, *Il fatto quotidiano* ( 2013)

Venuti G., “Herbert Simon: la teoria della razionalità limitata”, *Questione Civile* (2021)

## Sitografia

<https://www.101professionisti.it/guida/diritto-bancario/approfondimenti/bond-argentina-colossale-esproprio-di-risparmio-italiano-647.aspx#article>

[https://www.analisiaziendale.it/parmalat\\_conti\\_truccati\\_e\\_controlli\\_falliti\\_1000306.html](https://www.analisiaziendale.it/parmalat_conti_truccati_e_controlli_falliti_1000306.html)

<https://www.advisoronline.it/normative-e-fisco/mifid/25517-mifid-ii-la-consulenza-indipendente-e-gli-incentivi.action>

<https://www.avvocatoflash.it/blog/bancario-e-finanziario/le-obbligazioni-subordinate-nel-caso-banca-etruria>

<https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/d-e-r-quattro-banche/index.html?dotcache=refresh#faq8761-11>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/finanzacomportamentale.htm>

<https://economiepertutti.bancaditalia.it/video/video-comportamentali/video1571924567247/?dotcache=refresh>

<https://codacons.it/vendete-i-bond-a-tutti-l-ordine-shock-dei-vertici-di-banca-etruria/>

<https://www.concreteinvesting.com/blog/investimenti-e-finanza/valutazione-di-appropriatezza>

<https://www.educazionefinanziaria.it/direttiva-mifid.htm>

<https://abcrisparmio.soldionline.it/guide/banca-poste/la-direttiva-mifid-e-il-conflitto-di-interessi>

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

<https://www.ilfattoquotidiano.it/2013/12/26/parmalat-dieci-anni-dopo-il-crac-migliaia-di-risparmiatori-sono-rimasti-allasciutto/823653/>

<https://www.questionecivile.it/2021/10/11/herbert-simon-teoria-razionalita-limitata/>

<https://www.ionos.it/digitalguide/online-marketing/vendere-online/effetto-alone-nel-marketing/>

<https://investire.biz/economia-e-finanza/crac-cirio-storia-default-impero-cragnotti-lazio-debito-fallimento-obbligazionisti>

<https://www.tidona.com/la-responsabilita-dellintermediario-finanziario-nelle-operazioni-di-investimento-in-obbligazioni-argentine/>

<https://www.percorsofinanza.it/percorsi/percorso-approfondito-risparmio-investimenti/mifid/differenza-adequatezza-appropriatezza/>

<https://soldiexpert.com/moneyreport/consulenza-finanziaria-rendiconto-costi-mifid/132443/>

<https://www.dirittobancario.it/art/il-nuovo-quadro-normativo-degli-inducement-e-della-consulenza-tra-due-differenti/>

<https://startingfinance.com/approfondimenti/la-terribile-crisi-argentina-del-2001/>

<https://www.percorsofinanza.it/percorsi/percorso-approfondito-risparmio-investimenti/mifid/best-execution/>

<https://www.orafinanza.it/it/quali-sono-le-domande-del-questionario-mifid>

<https://citywire.com/it/news/sdr18-mifid-ii-adequatezza-appropriatezza-ed-execution-only/a1110079#:~:text=Regole%20a%20parte%20per%20I,trasmissione%20di%20ordini%20del%20cliente.>

<https://www.samuelecorona.com/euristiche-del-pensiero/>

<https://www.morningstar.it/it/news/217453/cosè-lavversione-alle-perdite-e-come-gestirla.aspx>

<https://www.morningstar.it/it/news/76571/gli-inducement-nella-mifid.aspx>

<https://www.studio-pinaffo.it/bond-cirio-crack-e-insolvenza-archivio-notizie/>

<https://parma.repubblica.it/cronaca/2018/12/04/news/parmalat-213378886/>

[https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/bonante\\_g.\\_e\\_michela\\_g.\\_mifid\\_2\\_e\\_mifir\\_recenti\\_sviluppi\\_2014\\_0.pdf](https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/bonante_g._e_michela_g._mifid_2_e_mifir_recenti_sviluppi_2014_0.pdf)