

Analisti finanziari e conflitti di interessi: il caso ENRON.

Nel corso dell'audizione innanzi alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati del 14 febbraio 2002 il Presidente della Consob Prof. Luigi Spaventa ha preso in considerazione il caso della Enron giudicato come una «*manifestazione di degenerazione patologica nel funzionamento dei mercati e dei presidi posti a tutela degli investitori*» da cui traspare una «*manifesta (...) inadeguatezza delle regole*» e in cui concorrono «*comportamenti fraudolenti, colpe gravi degli amministratori, compiacenza dei controllori*».

Il Prof. Spaventa nella propria relazione ⁽¹⁾ si è soffermato oltreiché sugli aspetti riguardanti il trattamento e la revisione contabile anche sul ruolo ricoperto nella vicenda dagli analisti finanziari ⁽²⁾.

1. Informazione finanziaria e conflitti di interessi.

L'informazione finanziaria diffusa dagli intermediari è assurda agli onori della cronaca negli ultimi mesi ⁽³⁾. Da più parti è stato sollevato il problema del conflitto di interessi tra i diversi comparti degli intermediari (o delle banche) polifunzionali. In particolare, oggetto di critica sono le raccomandazioni di investimento o disinvestimento fornite agli investitori dagli intermediari (ovvero dagli analisti che collaborano con questi) ora accusati di operare non nell'interesse esclusivo dei clienti ma nel esclusivo interesse dell'intermediario per cui operano.

Questi conflitti di interesse e i problemi correlati hanno trovato una significativa esemplificazione nel caso Enron. Come nota il Prof. Spaventa nella citata audizione «*in questa vicenda, infatti, alcuni primari operatori internazionali si sono trovati ad essere pesantemente esposti nei confronti della società (per la sola JP Morgan si parla di oltre 2,6*

⁽¹⁾ Pubblicata in www.consob.it.

⁽²⁾ Non possiamo non menzionare il recente intervento sul punto del Governatore della Banca d'Italia, Antonio Fazio, il quale ha affermato: «*va ribadito il richiamo, rivolto in primo luogo ad analisti e operatori, a valutare con realismo i singoli titoli, con riferimento alle prospettive di sviluppo e ai profitti realizzabili in ciascun settore, inquadrando le valutazioni nel contesto generale definito dai livelli dei tassi di interesse e dell'inflazione e dalla crescita delle economie. La reputazione degli intermediari e degli operatori si fonda sulla loro capacità di discernimento di fronte a movimenti dei corsi generalizzati e prolungati, in aumento come in diminuzione. Gli andamenti osservati su tutti i mercati, in misura rilevante anche su quello italiano, presentano chiaramente le caratteristiche di bolle speculative che hanno coinvolto operatori imprudenti; ne sono derivati danni per il risparmio, per l'armonico svolgersi dell'attività sui mercati finanziari, per il finanziamento degli investimenti, per le economie*»; FAZIO, *Intervento*, Giornata mondiale del risparmio, ACRI, Roma, 31 ottobre 2001, p. 7, pubblicato in www.bancaditalia.it.

⁽³⁾ Si veda PANARA, *Trasparenza e conflitto d'interessi, La raccomandazione della Consob agli analisti primo passo verso una cultura di mercato*, in *Affari e Finanza di Repubblica*, 27 novembre 2000; ROVEDA, *L'ombra della speculazione. Negli USA sospetti sull'eccessiva spinta agli acquisti nel settore dei titoli tecnologici*, in *Il sole 24 ore*, 29 gennaio 2001; CAPOZZI, *Banche e conflitto d'interessi, mancano le regole*, in *Milano Finanza*, 8 agosto 2001; SABBATINI, *CONSOB Ue: codice anche per i media*, in *Il sole 24 ore*, 4 settembre 2001; LIERA, *Banche d'affari e Tiscali, rischi di conflitto d'interesse*, in *Panorama*, 6 settembre 2001; DEVIL, *Per chi suona la fusione*, in *L'Espresso*, 6 settembre 2001, p. 19; GRECO, *La Consob studia il caso Tiscali - Lehman*, in *Repubblica* 1° settembre 2001; STAGLIANÒ, *Banche d'affari e analisti sul banco degli imputati*, 8 ottobre 2001, in www.repubblica.it; PUATO, *Lo scandaloso caso dei palloni gonfiati*, in *Corriere della sera*, 10 settembre 2001; OLDANI, *Si fa presto a dire analista*, in *Capital*, febbraio 2002; PRETZLIK, *Fired analyst had predicted Swissair problems*, in *Financial Times*, 4 ottobre 2001. V. anche le considerazioni contenute nell'intervista rilasciata il 21 luglio 2001 dal Prof. John COFFEE a Kevin BURKE in *Thestreet.com* (<http://www.thestreet.com>) da titolo *The Daily Interview: Assessing the Impact of the Merrill Lynch Settlement*.

miliardi di dollari), alla quale erano legati anche da altri (remunerativi) rapporti, quali il collocamento di titoli, che li vedevano organizzare e gestire consorzi di credito (si pensi alle iniziative legali anticipate da UniCredit per le modalità con cui ritiene di essere stata coinvolta in una syndacation promossa sempre da JP Morgan). Questi stessi operatori, hanno continuato a produrre studi sulla società, lasciando immutato il giudizio (positivo) sulle sue prospettive di crescita anche quando essi (e non il mercato) erano a conoscenza, proprio per l'esistenza degli altri legami di investment/commercial banking di elementi che avrebbero dovuto indurre a cambiare il giudizio»⁽⁴⁾.

Il Presidente della Consob nella predetta audizione ha rilevato come gli intermediari che producono studi su società quotate, in ragione della loro polifunzionalità, sono soggetti al rischio di trovarsi in conflitto di interessi in quanto questi si trovano sovente ad esercitare contemporaneamente alla produzione degli studi almeno un'altra tra le seguenti funzioni: attività di *investment banking*⁽⁵⁾; prestazione dei tradizionali servizi di *commercial banking*; brokeraggio; emissione di strumenti derivati (i.e. *covered warrants*) le cui attività sottostanti sono i titoli della società oggetto dello studio.

Tale problema è stato posto all'attenzione del mercato dalla Consob anche nell'ultima relazione annuale in cui questa ha posto in rilievo⁽⁶⁾ alcuni fatti che gettano dei sospetti sul comportamento degli intermediari. Infatti, dalle ricerche empiriche svolte si evince che:

- (a) oggetto di studi frequenti sono le società a maggiore capitalizzazione; le neo quotate; e quelle coinvolte in operazioni di finanza straordinaria;
- (b) oltre la metà degli studi monografici diffusi e pervenuti in Consob nel 1998, 1999 e 2000 riportavano consigli di acquisto, mentre soltanto il 6% circa indicava un consiglio di vendita⁽⁷⁾;

⁽⁴⁾ Secondo il senatore Richard Baker (comunicato stampa intitolato "Baker to unveil 'historic reforms' for Wall Street analysts", 6 febbraio 2002, pubblicato in http://www.house.gov/baker/News/analyst_rule.htm) «a Thompson Financial survey of all research recommendations covering Enron on November 29, 2001, a day after the stock price fell from the 60-cent to the 40-cent range, found six "strong buys," two "buys," six "holds," zero "sells," and one "strong sell." And of the two brokers who did change their recommendation after the stock fell below a dollar, one went from "strong buy" to "hold" while the other went from "buy" to "market underperform"». Cfr. anche GIBBS, *Enron investors may sue analysts*, *The Guardian*, 18 febbraio 2002; V. anche articolo redazionale della Reuters *Enron collapse may spur analyst reforms* del 21 dicembre 2001 pubblicato in www.rediff.com/money/enron.htm; circa il rapporto tra gli analisti e gli amministratori delle società coperte degli studi v. FULLER e JENSEN, *Just Say No To Wall Street*, *The Monitor Company*; *Harvard Business School*, *Dartmouth College*, 2002, pubblicato in www.ssrn.com.

⁽⁵⁾ Cfr. DUGAR e NATHAN, *The Effect of Investment Banking Relationships on Financial Analysts' Earnings Forecast and Investment Recommendations*, in *The Contemporary Accounting Research*, Vol.12, n° 1, 1995, p. 131 ss.

⁽⁶⁾ *Dati e analisi sull'attività della Consob e sull'evoluzione del quadro di riferimento*, Roma, 31 marzo 2001, p. 58 ss.

⁽⁷⁾ Sul punto v. STEFANO, *Gli studi prodotti dagli analisti finanziari. Conflitti di interessi, prime evidenze empiriche*, in *Banca impresa società*, 2000, pp. 187-212. L'Autore, che ha esaminato oltre 4.500 studi monografici prodotti tra il 1998 e il 1999, rileva che il mercato degli studi presenta un certo grado di concentrazione con la conseguenza che i soggetti che possiedono le quote maggiori dell'industria dell'informazione finanziaria, sono anche quelli che risultano essere "attivi" su un numero maggiore di società. Dall'analisi della ripartizione degli studi diffusi emerge che gli studi monografici riportano prevalentemente il consiglio operativo "Buy" e che soltanto il 6% circa quello "Sell" daché si può facilmente evincere che gli analisti tendono ad «astenersi dal produrre, salvo casi eccezionali, studi nel caso di previsioni negative»; sulle prospettive di avanzamento di carriera degli analisti legate alla positività dei report diffusi HONG e KUBIK, *Analyzing the*

- (c) la distribuzione degli studi sulle società quotate al Nuovo Mercato si concentra nei periodi immediatamente precedenti e successivi all'ammissione a quotazione.

Di recente anche la *Securities and Exchange Commission* è intervenuta sul tema con un comunicazione al mercato intitolata "*Analyzing Analyst Recommendations*"⁽⁸⁾, sottolineando come raramente gli analisti⁽⁹⁾ forniscano indicazioni di vendita dei titoli coperti⁽¹⁰⁾.

La SEC, che stranamente si rivolge agli investitori e non agli intermediari, osserva come gli analisti operino in un ambiente influenzato dai conflitti di interessi e da pressioni concorrenziali⁽¹¹⁾ e mette in guardia gli stessi investitori rispetto ad una serie di ipotesi di conflitto che possono discendere, innanzi tutto, dalle relazioni esistenti tra gli emittenti e gli intermediari che hanno seguito i collocamenti dei primi sul mercato primario o secondario, in quanto i collocatori hanno un interesse sostanziale – sia economico sia reputazionale – al buon esito dell'offerta (senza considerare che talvolta gli analisti, che poi elaborano le raccomandazioni, sono parte integrante del gruppo di consulenti esterni che collabora con l'emittente in tal fase della propria vita, ad es. nella fase di *due diligence* o del *road show*).

Il conflitto, prosegue la SEC, può anche sorgere in quanto le raccomandazioni possono essere utilizzate per sostenere il prezzo dei titoli nel periodo successivo al collocamento al fine di soddisfare sia i propri clienti, che hanno acquistato titoli al momento del collocamento, sia l'emittente, che, in caso contrario, potrebbe cercare altri soggetti che forniscano i medesimi servizi⁽¹²⁾.

L'organo di vigilanza statunitense rileva ancora due ulteriori elementi che possono scatenare un conflitto: l'esistenza di commissioni di negoziazione indirette legate all'aumento delle operazioni di compravendita dei titoli successive alla diffusione della raccomandazione⁽¹³⁾ e

Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts, Revised December 2001, pubblicato in <http://www.stanford.edu/~hghong>.

⁽⁸⁾ Pubblicata in <http://www.sec.org>. V. anche NASD, *Understanding Securities Analyst Recommendations*, pubblicato in http://www.nasdr.com/analyst_guide.htm.

⁽⁹⁾ Secondo la stessa SEC gli analisti possono essere suddivisi in tre categorie: (a) analisti c.d. *sell-side*: i quali operano per conto degli intermediari che svolgono servizi di negoziazione e/o di collocamento; (b) analisti c.d. *buy-side*: i quali operano per conto dei *money managers* (ossia, i soggetti che si occupano della gestione patrimoniale in monte), che acquistano per conto proprio strumenti finanziari (in tal caso gli analisti consigliano i gestori circa gli acquisti o le vendite da eseguire); (c) analisti indipendenti: ovvero quelli che non sono collegati né a imprese di investimento né a gestori in monte, i quali, sovente, vendono i loro studi e le loro ricerche.

⁽¹⁰⁾ Secondo un recente studio (citato in via anonima dalla SEC) nel corso del 2000 meno dell'1% delle raccomandazioni degli analisti di Wall Street contenevano un'indicazione *sell* o *strong sell*, con la conseguenza che molti investitori hanno interpretato le indicazioni *bold* come *sell*.

⁽¹¹⁾ Sul punto v. anche l'audizione di UNGER (*acting chairman* della SEC), *Conflicts of Interest Faced by Brokerage Firms and Their Research Analysts* innanzi al già citato *Subcommittee on capital markets*, pubblicata in <http://www.house.gov/financialservices>, nell'ambito dell'indagine iniziata nel giugno 2001 dal citato *Subcommittee* che ha avviato una serie di incontri sulla proliferazione delle raccomandazioni e sui potenziali conflitti di interessi che interessano gli analisti.

⁽¹²⁾ DUGAR e NATHAN, *op. cit.*, p. 133.

⁽¹³⁾ Le commissioni retrocesse dall'intermediario che svolge l'attività di ricezione e trasmissione ordini all'intermediario che ha ordinato l'operazione rappresentano un costo di cui non è evidente la giustificazione economica e può nascondere conflitti di interesse o possibilità di storno di fondi ai danni del risparmiatore. Un primo conflitto di interesse può nascere dal fatto che l'intermediario ha un incentivo a moltiplicare le transazioni, poiché al crescere delle stesse ottiene un maggior guadagno. Inoltre, l'intermediario è incentivato a scegliere il *broker* non basandosi su criteri di efficienza - l'esecuzione più rapida e attenta degli ordini o il minor costo - ma guardando al volume di *soft commission* che ottiene (cfr. *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Servizi e*

il possesso da parte dell'analista di titoli della società coperta dallo studio, acquistati, ad esempio, antecedentemente alla quotazione a prezzi scontati⁽¹⁴⁾.

2. L'affermazione degli intermediari polifunzionali sui mercati finanziari e l'aumento del rischio di conflitti di interessi

Il fenomeno dei conflitti di interessi nei mercati finanziari invero non è nuovo⁽¹⁵⁾ ma ha subito un'accelerazione con l'avvento degli intermediari polifunzionali e della c.d. banca universale (cui è seguito il declino degli intermediari specializzati, soggetti, per loro natura, a minori conflitti di interessi).

Tale struttura imprenditoriale si è affermata sul mercato a partire dagli anni '80 del secolo scorso e presenta il vantaggio di utilizzare appieno le economie di scala e di scopo nella produzione di servizi finanziari e di offrire un'accentuata diversificazione produttiva, condizione questa essenziale per consolidare le posizioni di mercato e fronteggiare una concorrenza sempre più agguerrita⁽¹⁶⁾.

La polifunzionalità offre, come detto, dei vantaggi indubbi, però allo stesso tempo presenta lo svantaggio che singoli comparti dell'intermediario possono essere condizionati da altri comparti o da strategie sovraordinate, con conseguente sacrificio dell'interesse del cliente. Il conflitto d'interesse nei rapporti in esame è riscontrabile allorché l'intermediario, esercitando una pluralità di funzioni di intermediazione, persegue un interesse diverso da quello che avrebbe dovuto perseguire se avesse svolto in via esclusiva una sola attività⁽¹⁷⁾.

Il problema sta nel fatto che ora l'industria dell'intermediazione trae i maggiori profitti non dalle commissioni legate alla gestione individuale o in monte, ma dalle operazioni di collocamento sul mercato primario di azioni o obbligazioni e dalla consulenza alle imprese in tema di operazioni di gestione straordinaria. Il che ha comportato una sempre maggior commistione tra il collocatore e l'emittente, si pensi solo al fatto che il primo, essendo in

strumenti di impiego del risparmio, in *Quaderni di finanza Consob*, Roma, 1998; cfr. anche Comunicazione Consob n. DI/99004451 del 25 gennaio 1999); DUGAR e NATHAN, *op. cit.*, p. 133.

⁽¹⁴⁾ Tipici comportamenti opportunistici degli analisti in tal caso sono lo *scalping* (ossia la vendita delle azioni in contrasto con proprie reiterate raccomandazioni di acquistare i medesimi titoli) o il *outing* (ossia la diffusione di raccomandazioni d'acquisto senza svelare al mercato i meccanismi remunerativi concordati con l'emittente).

⁽¹⁵⁾ Cfr. art. 24, L. 72/1913; art. 10, L. 815/1932; art. 14, L. 138/1975.

⁽¹⁶⁾ VELLA, *Intermediazione finanziaria e gruppi di imprese: i conglomerati finanziari*, in *I gruppi di società, Atti del convegno internazionale di studi - Venezia, 16-17-18 novembre 1995*, a cura di BALZARINI, CARCANO e MUCCIARELLI, Milano, 1996, Tomo III, p. 2308 ss. ove ulteriori riferimenti bibliografici; CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1994, I, p. 23 ss.; WILMARTH, *How should we respond to the growing risks of financial conglomerates?* The George Washington University Law School, Public law and legal theory working paper no. 034, 2001, pubblicato in <http://papers.ssrn.com/abstract=291859>, che esprime forti dubbi sull'efficienza di queste strutture imprenditoriali.

⁽¹⁷⁾ Per alcune ipotesi esemplificative v. ANNUNZIATA, *Conflitto di interessi e rapporti di gruppo nell'attività di gestione di patrimoni*, in *I gruppi di società*, cit., Tomo I, p. 614; MERANI, *Il problema del conflitto d'interesse nell'intermediazione mobiliare*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale*, fondata da Bigiavi, *I contratti in generale. I contratti atipici*, a cura di Alpa e Bessone, Torino, 1991, p. 802 ss. Notiamo anche che la sussistenza dei conflitti in ragione della polifunzionalità è posta in luce pure dalla Consob (Comunicazione DME/1029775 del 20 aprile 2001), secondo la quale questi si manifestano «quando i soggetti che diffondono gli studi appartengono a gruppi finanziari polifunzionali, nel cui ambito si effettuano attività e si prestano servizi i cui interessi possono influenzare la correttezza comportamentale dell'attività di realizzazione e diffusione di studi».

grado di risalire il ciclo finanziario del secondo, può, ad esempio, effettuare investimenti in capitale di rischio prima della quotazione ottenendo guadagni davvero elevati al momento della vendita dei titoli dopo la quotazione ⁽¹⁸⁾.

Negli Stati Uniti il peso delle commissioni, derivanti dalle gestioni patrimoniali, nei bilanci degli intermediari è sceso dal 60% del 1975 all'attuale 16% e tende a diminuire di anno in anno. Il che ha drasticamente cambiato gli equilibri di potere all'interno degli agglomerati con la conseguenza che gli analisti, che prima dovevano rispondere personalmente solo all'investitore con cui collaboravano nella gestione, ora sono soggetti alle forti pressioni soprattutto del settore di *investment banking* ⁽¹⁹⁾, oramai fonte primaria di guadagno.

Ciò è posto in luce anche nell'audizione in esame dal Prof. Spaventa che rileva come «*nella contrapposizione dei diversi interessi in gioco, occorre sottolineare come quelli degli acquirenti degli studi siano, di norma, destinati ad essere soccombenti poiché la prestazione della attività di ricerca genera (almeno direttamente) un minor volume di entrate rispetto alle altre.*».

Secondo Spaventa i problemi generati dalla polifunzionalità degli intermediari in Italia sono legati al fatto che «*tra più intermediari anche di diversa natura (banche, imprese assicurative, SIM e SGR) esistono rapporti di gruppo (in un gruppo polifunzionale) composto, in tutto o in parte, da intermediari specializzati che, singolarmente presi sembrerebbero immuni dalle problematiche dei conflitti di interesse.*».

3. Conflitti di interessi e regolamentazione.

Visto che i conflitti di interessi possono pregiudicare l'oggettività dell'informazione finanziaria diffusa dagli intermediari, che ricordiamo svolgono l'importante funzione di tradurre le informazioni presenti sul mercato in consigli pratici rispetto alla gestione del portafoglio o a singole operazioni di investimento o disinvestimento, sorge il dubbio circa la possibilità che tale attività possa essere svolta da soggetti polifunzionali in maniera obbiettiva. Tuttavia, è stato notato che l'esigenza di oggettività non può spingersi sino ad escludere soggetti che operano professionalmente sul mercato, anche perché l'esperienza maturata da questi è apprezzata e considerata irrinunciabile dagli investitori ⁽²⁰⁾.

Ma tale argomentazione non è tale per cui possa essere ritenuta chiusa ogni discussione sul

⁽¹⁸⁾ COLE, audizione del 14 giugno 2001 innanzi al *Subcommittee on capital markets, insurance, and government sponsored enterprises, Committee on financial services, U.S. House of Representatives*, Washington 31 luglio 2001, pubblicata in <http://www.house.gov/financialservices>, fa i seguenti esempi: «(...) CIBC Oppenheimer, (now CIBC World Markets) invested \$30 million in private into Global Crossing Ltd. the telecom giant. After the company went public, and the stock surged, that stake became worth \$4.3 billion. And Goldman Sachs invested \$36 million in private equity, or stock, in StorageNetworks Inc., a stake which became worth \$1.6 billion after Goldman took StorageNetworks public». Cfr. anche ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, 2a ed., Milano, 1995, p. 40; PIANA, *Borsa: il piatto piange, la banca ride*, in <http://www.espressonline.kataweb.it>, secondo il quale in base ai dati, raccolti dalla Tamburi & Associati e dall'Espresso, le commissioni incassate dal sistema bancario italiano nei collocamenti delle 31 società italiane quotate nel 2000 sul solo Nuovo Mercato sono pari a 421,7 miliardi di lire; *Accounting For Bad Accounting: An Interview with John Coffee*, 2002, pubblicata in <http://www.essential.org/monitor/enron/enroncoffee.html>; sul ruolo degli analisti in relazione alla bolla speculativa che ha riguardato le società legate a Internet v. LIU e SONG, *The Rise and Fall of Internet Stocks: Should Financial Analysts be Blamed?*, marzo 2001, pubblicato in <http://www.econ.hku.hk/~qliu/>.

⁽¹⁹⁾ COLE, cit.

⁽²⁰⁾ Così GALLETTI, *I servizi accessori delle Sim nel testo unico della finanza*, in *Banca impresa società*, 1999, p. 140.

problema, che richiede, al contrario una attenta valutazione, soprattutto con riguardo alla settore dell'informazione finanziaria, in cui l'intermediario può trovarsi a consigliare certi investimenti non sulla base della propria convinzione professionale ma dei più disparati interessi come sopra messo in luce, il che deve far meditare sull'opportunità di introdurre la specializzazione funzionale rispetto a tale segmento ⁽²¹⁾.

Nel nostro sistema si è scelto però di aderire all'indirizzo prevalente secondo il quale per prevenire e limitare eventuali conflitti di interessi - senza pregiudicare la polifunzionalità -, è sufficiente prevedere una serie di disposizioni ⁽²²⁾ e di controlli, volti a condizionare l'attività di impresa dell'intermediario.

In particolare, al fine di limitare i conflitti di interessi legati alla polifunzionalità e favorire lo sviluppo del pubblico risparmio, nel nostro ordinamento, sono previsti degli strumenti di vigilanza prudenziale ⁽²³⁾ che si manifestano attraverso una serie di clausole generali e di regole tecniche. La disciplina specifica in tema si sviluppa su due livelli, quello normativo, e quello regolamentare di emanazione Consob ⁽²⁴⁾, e prevede:

- (a) principi generali (fissati dall'art. 5, comma 1°, D. Lgs. 58/98 ossia trasparenza, correttezza dei comportamenti, tutela degli investitori, stabilità, competitività e buon funzionamento del sistema finanziario);
- (b) regole di comportamento, generali e specifiche, relative allo svolgimento dell'attività d'intermediazione finanziaria (cfr. art. 21, comma 1° lett. (a), (b), D. Lgs. 58/98) volte anche la più assoluta trasparenza degli intermediari ai quali è imposto di scegliere in ciascuna operazione il ruolo che ricopriranno, annunciandolo al mercato, che deve essere posto a conoscenza anche degli eventuali conflitti di interessi e dei compensi che verranno percepiti;
- (c) regole di organizzazione aziendale (cfr. artt. 6, comma 2° lett. (a); 21, comma 1° lett. (c) e (d) D. Lgs. 58/98; e 56 Regolamento Intermediari) volte a garantire una sostanziale autonomia decisionale dei diversi settori in cui sono suddivisi gli intermediari.

Un ulteriore problema in tema di regolamentazione degli agglomerati finanziari concerne la frammentarietà delle Autorità e delle normative, che, secondo un autorevole voce ⁽²⁵⁾, ha reso inefficiente il sistema dei controlli. La soluzione proposta per evitare distorsioni del sistema è quella di assoggettare ad un «controllo coordinato il conglomerato delle unità che finanziano, consigliano, collocano, intermediano, vendono (...)» ed occorre che anche «le autorità di controllo si coordinino» per effettuare tali controlli ⁽²⁶⁾.

⁽²¹⁾ Cfr. ZADRA, *op. cit.*, pp. 168-169

⁽²²⁾ Così ZADRA, *op. cit.*, p. 170.

⁽²³⁾ FORESTIERI – MOTTURA, *Il sistema finanziario - Istituzioni, mercati e modelli di intermediazione*, Milano, 2000, p. 85.

⁽²⁴⁾ ZADRA, *op. cit.*, p. 165, ritiene che rispetto alle imprese di intermediazione polifunzionali: «il primo passo di un sistema di regolamentazione evoluta è (...) costituito non dalla predisposizione di regole tecniche di specializzazione funzionale, in modo da regolamentare una pluralità di intermediari specializzati per singole attività (...), ma dall'applicazione delle strutture generali di controllo all'impresa di intermediazione polifunzionale, la quale allorquando svolge una particolare attività, viene assoggettata, in aggiunta a quelle generali, alle regole specifiche, per essa previste».

⁽²⁵⁾ MARCHETTI, *Marchetti: Authority non abbassate la guardia*, in *Il Sole 24 ore*, 22 febbraio 2002, p. 9.

⁽²⁶⁾ MARCHETTI, *cit.*

4. La separazione della attività: l'inefficienza dei *chinese walls*.

Come già anticipato secondo il Prof. Spaventa il caso Enron ha messo in luce l'inadeguatezza delle regole dei mercati finanziari e in particolar modo ha dimostrato come anche i c.d. *chinese walls* «non siano sufficienti a prevenire l'insorgere di questi conflitti poiché esse non resistono alle pressioni (interne) generate dalle prospettive di ingenti guadagni. Si tratta di problematiche a cui il nostro mercato non è estraneo: i troppi "Buy", l'assenza di studi "negativi", l'uniformità dei giudizi, la difficoltà e la lentezza con cui essi mutano lo dimostrano». Sempre secondo Spaventa «quando si parla delle cosiddette *chinese walls*, le muraglie cinesi, per cui ogni intermediario afferma che le sue diverse sezioni sono separate da muraglie cinesi e che i diversi partecipanti non possono neppure andare a pranzo insieme senza correre il rischio di venire sanzionati, francamente, dalle prove che abbiamo avuto, vorrei sottolineare che simili muraglie rischiano, in realtà, di essere fragili»⁽²⁷⁾.

Tale rimedio, volto a limitare i conflitti di interessi, come noto consiste nell'obbligo, posto in capo agli intermediari, di porre in essere dei *chinese walls*⁽²⁸⁾, i quali impedendo la circolazione (e lo sfruttamento) delle informazioni disponibili a ciascun comprato dell'impresa dovrebbero assicurare la neutralità dell'intermediario. Così facendo, secondo la dottrina, si dovrebbe incentivare l'agire disinteressato dell'intermediario, all'oscuro del conflitto di interessi⁽²⁹⁾.

Nel nostro ordinamento non vi è peraltro una regolamentazione organica circa la separazione tra i diversi comparti, in quanto vi sono solo due disposizioni in tema e cioè il comma 3° (integrato dalle disposizioni della Banca d'Italia) e il comma 4° dell'art. 56 del Regolamento Intermediari⁽³⁰⁾.

Il 3° comma cit. prevede che gli intermediari, anche al fine di ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi, adottino procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verifichino scambi di informazioni fra i settori dell'organizzazione aziendale che devono essere tenuti separati secondo quanto disposto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lett. a), del D. Lgs. 58/98.

I settori dell'organizzazione aziendale degli intermediari che debbono essere tenuti separati sono indicati nel Provvedimento della Banca d'Italia del 4 agosto 2000 (Titolo III, cap. 2), secondo il quale il servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per

⁽²⁷⁾ V. il resoconto stenografico della seduta innanzi alla VI Commissione Finanze pubblicato in www.camera.it.

⁽²⁸⁾ La Section 48 (2) (h) del *Financial Services Act* recita: «*chinese walls are procedures for restricting flows of information within a firm to ensure that information which is confidential to one department is not improperly communicated to any other department within the firm. They are widely used in the financial services sector to manage or avoid conflicts between the duties owed to different customers, or conflicts between the firms interests and the duties owed to customers, which arise out of the different activities of the component parts of the firm on different sides of the wall*». Per una decisione in cui si nega l'efficienza di *chinese walls* temporanei cfr. *House of Lords, Prince Jefri Bolkiah v. KPMG*, (1999) 1 All ER 517, pubblicata in www.parliament.the-stationery-office.co.uk; DUGAR e NATHAN, *op. cit.*, p. 132.

⁽²⁹⁾ ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 641.

⁽³⁰⁾ La dottrina (SEMINARA, *Commento all'art. 180*, in *Il testo unico della Finanza – Commentario a cura di Campobasso*, Torino, 2002, Tomo III, p. 812) rileva come «rispetto alle società di maggiori dimensioni od operanti in diversi settori e alle banche, si rendono in ogni caso necessarie particolari cautele atte ad evitare il passaggio delle informazioni privilegiate da un ufficio all'altro (in tema di intermediari, v. art. 56, co. 3 e 4, reg. Consob 11522/1998): la mancata adozione di queste misure di salvaguardia, cd. *chinese walls*, può apprezzarsi già come un indizio per la sussistenza dell'eventuale reato».

conto terzi deve essere tenuto separato dagli altri servizi di investimento esercitati dalle SIM nonché dalle altre attività svolte dalle stesse SIM (il servizio di gestione può però essere prestato congiuntamente con quello di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari).

A tal fine in base al predetto Provvedimento le SIM debbo adottare delle regole amministrative tali per cui: (a) gli addetti al servizio di gestione operino in modo indipendente e senza vincoli di subordinazione rispetto agli altri settori aziendali; (b) il servizio di gestione non sia posto in posizione di subordinazione – in termini di autonomia funzionale, decisionale e operativa – rispetto alle altre strutture aziendali, comprese quelle previste per l'esercizio degli altri servizi di investimento; (c) i rapporti tra il servizio di gestione e gli altri servizi devono prendere avvio ad esclusiva iniziativa e sotto la responsabilità del primo; e delle regole contabili (gli archivi, anche elettronici, della struttura di gestione devono essere protetti per evitare l'accesso di operatori appartenenti ad altri settori, le operazioni in valori mobiliari concluse tra la struttura addetta al servizio di gestione e le altre strutture aziendali devono trovare evidenza in specifiche rilevazioni interne).

Il 4° comma dell'art. 56 prevede altresì per gli intermediari (che prestano il servizio di gestione su base individuale), per le SGR e le SICAV, l'obbligo di adottare delle procedure interne finalizzate ad eliminare possibili scambi di informazioni con altre società del gruppo che prestano servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini, di collocamento, di consulenza in materia di struttura finanziaria o di strategia industriale o di concentrazioni o d'acquisto di altre imprese ⁽³¹⁾.

Tuttavia, come detto l'impermeabilità dei *chinese walls* è stata messa in discussione in quanto questi possono essere facilmente scavalcati senza che neanche la vigilanza più accorta possa accorgersene ⁽³²⁾. Quindi, il dato da verificare è se i *chinese walls* siano effettivamente efficaci ⁽³³⁾, perché se così non fosse rappresenterebbero solo un costo superfluo e allora «tanto vale limitarsi ad imporre il rispetto degli obblighi di *disclosure* generali previsti» ⁽³⁴⁾.

5. Obblighi di comunicazione dei conflitti di interessi in relazione a studi e statistiche.

Nel suo intervento il Prof. Spaventa svolge altresì una disamina dello stato della regolamentazione sull'attività di produzione degli studi in Italia e nota, in primo luogo, come «l'esperienza e la prassi di autoregolamentazione del nostro mercato siano ancora deboli» ⁽³⁵⁾.

⁽³¹⁾ Il *Best Practices For Research*, emanato nel luglio 2001 dalla *Securities Industry Association* prevede un divieto esplicito (per gli analisti) di comunicare con la divisione operativa dell'intermediario o con altri soggetti facenti parte della struttura aziendale e ciò al fine di non comprometterne l'integrità dell'operato. Inoltre, secondo tale codice di autodisciplina gli analisti non dovrebbero essere tenuti a trasmettere le proprie raccomandazioni - in via preventiva - a soggetti operanti per l'intermediario, al fine di ottenerne l'approvazione e le eventuali bozze preliminari delle ricerche dovrebbero essere inviate agli emittenti, ma solo al fine di verificare i fatti in questi indicati e solo previa eliminazione dallo stesso della futura raccomandazione. Tutt'al più l'emittente potrà essere informato (anticipatamente) circa la raccomandazione, a mercati chiusi, la sera prima dell'annuncio al pubblico.

⁽³²⁾ ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 655.

⁽³³⁾ Cfr. MICHAELY e WOMACK, *Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations*, in *The review of financial studies*, vol. 12, pp. 7, i quali affermano: «*investment banks claim to have "Chinese Walls" to prevent such conflicts of interest. Our evidence raises questions about the reliability of the "Chinese Walls"*».

⁽³⁴⁾ ANNUNZIATA, *op. loc. cit.*, p. 655

⁽³⁵⁾ Il 7 febbraio 2002 il Nasd e il Nyse hanno presentato alla stampa un progetto congiunto di regolamento, concernente la questione dell'indipendenza e dell'integrità degli analisti finanziari, che

Inoltre, prosegue il Prof. Spaventa «l'impossibilità che esistano muraglie cinesi efficaci nel contrastare le pressioni interne agli intermediari, unitamente al perdurare dell'assenza di pur auspiccate forme di autoregolamentazione, hanno portato la Consob ad intervenire sulla materia nell'ambito dei poteri che le sono attribuiti». Tali poteri però a detta del Presidente della Consob sono al momento «imperfettamente disegnati» in quanto «la figura dell'analista finanziario non è specificatamente prevista (le prescrizioni riguardanti tali soggetti devono, pertanto, essere indirizzate agli intermediari per i quali essi lavorano); scarsi sono i poteri di indirizzo nelle scelte organizzative degli intermediari che, invece, rappresentano quell'area "grigia" nella quale possono svilupparsi i conflitti di interessi».

Gli interventi della Consob cui si riferisce il Prof. Spaventa riguardano, in particolare, le disposizioni prescrittive volte a spingere gli intermediari a rendere pubbliche, dettagliandole e motivandole, le situazioni di conflitto di interessi.

La Consob ha, infatti, affrontato il problema dei conflitti interessi rispetto alla diffusione al pubblico di informazioni finanziarie ⁽³⁶⁾ provvedendo dapprima a modificare l'art. 69 del Regolamento Emittenti ⁽³⁷⁾ e poi a divulgare una apposita Comunicazione sul punto (DME/1029775 cit.), ove si precisa la portata dello stesso art. 69 e viene fornita un'indicazione circa lo «specifico interesse di chi diffonde gli studi riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto di analisi, di cui si deve dar conto con evidenza grafica, indicandone le ragioni e l'estensione» ⁽³⁸⁾.

La Commissione intende così spingere gli intermediari ad informare compiutamente il mercato circa le ragioni e l'estensione degli specifici interessi che questi possono rinvestire e che, in ragione della loro natura o della loro rilevanza, siano suscettibili, in astratto, di influenzare la correttezza comportamentale dell'attività di realizzazione e diffusione di studi ricerche.

La Commissione, inoltre, non manca di far presente agli intermediari l'obbligo di operare nel

poggia su due pilastri: separazione delle attività e trasparenza (il progetto è pubblicato in www.nasdr.com/analyst_guide.htm). Sul punto v. MORGENSON, *Enron's many strands: weighing laws; 2 routes proposed to limit stock conflicts of interest*, *New York Times*, 7 febbraio 2002.

⁽³⁶⁾ Cfr. *Incontro annuale con il mercato finanziario, Discorso del Presidente Luigi Spaventa*, Milano, 5 aprile 2001, pp. 15 – 16.

⁽³⁷⁾ Modificato con Delibera Consob n. 13086 del 18 aprile 2001. In base all'art. 114, D. Lgs. 58/98 la Consob deve indicare con regolamento in quali casi e con quali modalità devono essere fornite informazioni al pubblico sugli studi e sulle statistiche concernenti gli emittenti quotati elaborati dagli intermediari, nonché da soggetti in rapporto di controllo con essi. Nell'esercizio di tale delega la Commissione ha previsto una disposizione *ad hoc* nel Regolamento Emittenti, l'art. 69 che sancisce dei precisi obblighi informativi quali: (a) la trasmissione alla Consob entro il giorno in cui sono diffusi al pubblico; (b) il deposito presso la società di gestione del mercato; (c) l'indicazione, con evidenza grafica, del conflitto. Inoltre, il 2° comma dispone che, qualora gli studi o le statistiche siano destinati ai soli soci dell'emittente ovvero ai soli clienti dell'intermediario autorizzato il deposito possa essere effettuato entro 10 giorni da quello di inizio della diffusione (la *ratio* di questa ultima disposizione è che se l'informazione è il frutto di apposite indagini, implica delle spese onde per cui la legge può ripagarle concedendo una privativa a chi le sopporta per rifarsi dei costi. In questo caso essendo l'uso della notizia di breve durata si compensa il suo produttore consentendogli la reticenza nelle contrattazioni, così WEIGMANN, *Insider trading*, in *Encicl. giur. Treccani*, Roma, 1989, vol. XVII, *ad vocem*, p. 1).

⁽³⁸⁾ Quel che appare alquanto particolare è che la Consob non sembra prendere in esame la possibilità che l'intermediario dichiari espressamente l'*extra* profitto sulla specifica operazione, in cui versa in conflitto di interesse. Il problema è che fintantoché non sarà imposta una *disclosure* totale e puntuale delle dimensioni del conflitto, l'investitore, che ovviamente, fa affidamento sulle dichiarazioni del proprio consulente, non potrà rendersi conto appieno dei rischi sottesi a tale fenomeno. Cfr. ZADRA, *op. cit.*, p. 170.

rispetto dei principi generali posti a tutela degli investitori e dell'integrità del mercato assicurando la completezza, l'indipendenza e la chiarezza delle informazioni, la trasparenza sulle fonti, l'indipendenza e la correttezza degli analisti finanziari, la trasparenza su modalità e tempistica di diffusione degli studi e sulla continuità della copertura e sulla serie di giudizi espressi.

Secondo il Prof. Spaventa quelle operate dalla Consob sono «scelte "forti", rese necessarie dalla non irrilevante diffusione di alcuni comportamenti che, se non scorretti, certo non potevano essere definiti rispettosi dell'etica del mercato». Tuttavia, sempre secondo Spaventa «la rapidità con cui certi problemi sono stati individuati e affrontati, anticipando largamente (in termini temporali e contenutistici) le regolamentazioni che oggi iniziano ad essere dettate in altri Paesi, ha fatto sì che alcune delle scelte operate abbiano, per certi versi, penalizzato l'industria italiana di produzione degli studi. Infatti, ai concorrenti stranieri certi adempimenti non possono essere imposti».

In particolare, a detta del Presidente della Consob «ciò comporta uno svantaggio per l'industria che deve essere tenuto presente: noi oggi regoliamo di più, ma da questa regolamentazione sono esentati tutti gli analisti e gli studi di provenienza estera - come lamenta la nostra industria - poiché non sono soggetti a pari regolamentazione. In alcuni casi c'è una concorrenza verso l'alto, in altri, come in questo, si rischia di avere una concorrenza verso il basso, in mancanza di armonizzazione⁽³⁹⁾.

6. La Proposta di Direttiva della Commissione Europea nella Proposta relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato.

Anche la Commissione Europea ha preso posizione in tema con la Proposta di Direttiva del 16 luglio 2001⁽⁴⁰⁾ relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato⁽⁴¹⁾.

La Commissione in tale sede osserva come tali fenomeni costituiscano «una minaccia per la crescita economica e la politica economica europea», ritenendo (a ragione) che l'efficienza, l'integrità e la trasparenza dei mercati riducano i costi di finanziamento per le imprese e aumentino la fiducia del pubblico⁽⁴²⁾.

⁽³⁹⁾ V. il resoconto stenografico cit.

⁽⁴⁰⁾ Pubblicata in <http://europa.eu.int/eur-lex/it/index.html>

⁽⁴¹⁾ Il 13 febbraio 2002 Michael G. Oxley (*House Financial Services Committee Chairman*) e Richard H. Baker Capital (*Capital Markets Subcommittee Chairman*) hanno presentato un disegno di legge denominato "Corporate and Auditing Accountability, Responsibility, and Transparency" la cui *Section 7* intitolata *Study of rules relating to analyst conflicts of interest* dispone: «(a) *Study and review required.*—The Commission (la SEC ndA) shall conduct a study and review of any final rules by any self-regulatory organization registered with the Commission related to matters involving equity research analysts conflicts of interest. Such study and report shall include a review of the effectiveness of such final rules in addressing matters relating to the objectivity and integrity of equity research analyst reports and recommendations. (b) *Report required.*—The Commission shall submit a report to the Committee on Financial Services of the House of Representatives and the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate on such study and review no later than 180 days after any such final rules by any self-regulatory organization registered with the Commission are delivered to the Commission. Such report shall include recommendations to the Congress, including any recommendations for additional self-regulatory organization rulemaking regarding matters involving equity research analysts. The Commission shall annually submit an update on such review».

⁽⁴²⁾ La regolamentazione del mercato finanziario trova fondamento, già nel dettato costituzionale e, in particolare, nell'art. 47 della Costituzione che sancisce il principio della tutela del risparmio, che trova la sua motivazione economica nel fine di prevenire l'instabilità, assicurare l'accumulazione e

Secondo la Commissione un mercato integrato, adeguatamente regolato e assoggettato a sani criteri prudenziali, apporterà inoltre importanti benefici ai consumatori, grazie a pensioni più elevate, mutui ipotecari più convenienti e alla disponibilità di una più ampia gamma di prodotti finanziari. Anche la coesione economica e sociale in tutta Europa ne trarrà nuovi stimoli.

La necessità di operare su mercati efficienti, con prezzi e servizi di intermediazione di qualità, necessita quindi della creazione di una struttura normativa in grado di indirizzare il comportamento degli intermediari ⁽⁴³⁾, riducendo così le possibilità che gli investitori subiscano, direttamente o indirettamente, un pregiudizio legato alla diffusione di informazioni inaffidabili ⁽⁴⁴⁾ o ai conflitti di interessi ⁽⁴⁵⁾, rischi questi viepiù accresciuti in tempi recenti per effetto dello sviluppo di nuove tecnologie e prodotti, come, ad esempio, la rete Internet ⁽⁴⁶⁾ che sebbene abbia avuto un impatto positivo sul mercato, riducendone la volatilità e aumentando i volumi unitari delle contrattazioni, si pone anche come un ulteriore mezzo per perpetrare delle malversazioni ⁽⁴⁷⁾.

L'art. 6, comma 4° del Progetto di Direttiva sul punto prevede che «*gli Stati membri sono tenuti a disporre che le persone fisiche o giuridiche competenti per la produzione dei risultati di ricerche o di altre informazioni pertinenti ovvero per la loro comunicazione ai canali di divulgazione o al pubblico, abbiano l'obbligo di vigilare con ragionevole diligenza affinché l'informazione sia presentata fedelmente e di comunicare ogni loro interesse o indicare l'esistenza di un conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce*». Tale disposizione specifica, che riguarda i professionisti (persone fisiche e giuridiche) incaricati della produzione ovvero della divulgazione dei risultati di ricerche o di altre informazioni, secondo la Commissione è necessaria al fine di coinvolgere gli stessi professionisti del settore nell'opera di tutela dell'integrità del mercato.

L'intervento legislativo a protezione dell'investitore proposto in sede comunitaria trova giustificazione nella necessità di favorire il collocamento dei diversi strumenti finanziari. Infatti, gli investitori, avversi al rischio, temendo che le offerte di strumenti finanziari possano essere caratterizzate da intenti fraudolenti, tendono ad assumere dei costi aggiuntivi per proteggersi. L'esigenza di ridurre tali costi implica l'adozione di un sistema di regole atte a limitare le malversazioni, con l'effetto di permettere agli emittenti e agli intermediari di collocare gli strumenti a prezzi più alti ⁽⁴⁸⁾.

Così facendo si ridurrebbero pure le asimmetrie informative ⁽⁴⁹⁾ elevando il livello, lo

favorire, per entrambe le vie, lo sviluppo dell'intera economia (in termini DI NOIA e PIATTI, *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, in *Quaderni di finanza Consob*, Roma, 1998, p. 33).

⁽⁴³⁾ ZADRA, *op. cit.*, pp. 145-146.

⁽⁴⁴⁾ ZADRA, *op. cit.*, p. 162, rileva che nella repressione delle manipolazioni dei prezzi si vuole colpire l'uso di informazioni false o comunque l'adozione di comportamenti diretti a modificare, a proprio vantaggio, il corso dei prezzi.

⁽⁴⁵⁾ ZADRA, *op. cit.*, pp. 148-149.

⁽⁴⁶⁾ Cfr. la parte introduttiva della Proposta di Direttiva.

⁽⁴⁷⁾ DE LORENZO e FABRIZIO, *L'intermediazione finanziaria attraverso Internet: una comparazione internazionale degli approcci regolamentari e prospettive di sviluppo*, Istituto per la ricerca sociale Irs Borsa, *Quaderno n. 18*, Maggio 1999, p. 26 ss.

⁽⁴⁸⁾ KITCH, *Regulation of the securities market*, in Bouckaert e De Geest, *Encyclopedia of Law and Economics*, Volume III, *The Regulation of Contracts*, Cheltenham, 2000, p. 822, il quale esprime però forti dubbi sulla cogenza della legislazione rispetto alla repressione delle frodi in quanto statisticamente non si avverte una diminuzione delle stesse nel tempo.

⁽⁴⁹⁾ FORESTIERI – MOTTURA, *op. cit.*, p. 61 ss.; sul punto v. anche STIGLITZ, *Government, Financial Markets, and Economic Development*, 1991, pubblicato in www.nber.org.

spessore e la qualità dell'informazione disponibile, a cui dovrebbe conseguire un aumento della attendibilità dei prezzi e della capacità di scelta degli investitori rispetto ai diversi strumenti finanziari presenti sul mercato ⁽⁵⁰⁾. In teoria si presume una maggiore efficienza dei mercati regolamentati, in cui sono tutelati beni quali la completezza delle informazioni e l'omogeneità della loro distribuzione, rispetto a quella dei mercati privi di regole ⁽⁵¹⁾.

La dottrina ⁽⁵²⁾ individua uno degli obiettivi della regolamentazione in campo finanziario proprio nella trasparenza del mercato e degli intermediari e nella tutela dell'investitore, che può correlarsi a quello più generale dell'equità nella distribuzione delle risorse del sistema stesso. Secondo gli Autori citati da ultimo *«nell'ambito dei mercati finanziari, questo obiettivo si può tradurre nella ricerca di "un'equità nella distribuzione del bene informazione" tra gli operatori, ricollegandosi ad uno dei casi classici di fallimento del mercato, relativo alla presenza di asimmetrie informative, che determinano la coesistenza di soggetti più informati e soggetti meno informati. In tale ambito si inseriscono tipicamente le regole di trasparenza del mercato: a livello macro, rilevano le disposizioni (...) di corretta diffusione delle informazioni (insider trading, manipolazione e, più in generale, le norme che sovrintendono alla microstruttura dei mercati, finalizzate a efficienti meccanismi di formazione dei prezzi delle attività finanziarie); a livello micro, si individuano regole di non discriminazione nei rapporti tra intermediari e diversi clienti (norme di trasparenza e di correttezza dei comportamenti)»*.

Ovviamente l'introduzione di una rete di protezione a favore dell'investitore determina però delle inefficienze economiche in quanto a ciò consegue un aumento dei prezzi dei servizi offerti per effetto del trasferimento agli intermediari di una serie di rischi che poi vengono immediatamente ribaltati sull'investitore. In particolare, quanto maggiormente limitativa della forza contrattuale dell'impresa è la disciplina, tanto maggiore diventa il prezzo del contratto. Il rapporto tra i due termini di riferimento è di diretta proporzionalità.

Lukas Plattner

© Tutti i diritti riservati.

⁽⁵⁰⁾ KITCH, *op. cit.*, p. 824, ove ulteriori riferimenti bibliografici, il quale non manca di muovere un appunto a tale teoria sulla base dell'annotazione che gli obblighi di informativa, qualora tendano ad una disseminazione indiscriminata di informazioni, oltre ad importare dei costi diretti legati alla raccolta, la gestione e la divulgazione, possono sortire degli effetti indesiderati, favorendo, ad esempio, comportamenti opportunistici dei diretti concorrenti che possono avvantaggiarsi qualora i dati svelati siano economicamente rilevanti; ZADRA, *op. cit.*, pp. 77-78.

⁽⁵¹⁾ ZADRA, *op. cit.*, p. 160.

⁽⁵²⁾ DI NOIA e PIATTI, *op. cit.*, pp. 11 e 12 e nota 24.