

Introduzione allo studio dei mercati mobiliari *

di Giuseppe Di Gaspare

Sommario: **PREMESSA.** - **CAPITOLO 1 L'EVOLUZIONE DEL MERCATO: IL MERCATO MOBILIARE.** 1. Mercato finanziario e mercato mobiliare. - 2. L'analisi del mercato. - 3. L'innovazione tecnologica. - 4. Il trade-off della complessità. - 5. Il ciclo prodotto-mercato. - **CAPITOLO 2 LE TENDENZE DEL MERCATO FINANZIARIO INTERNAZIONALE.** 1. La concorrenza tra mercati finanziari. - 2. La sofisticazione finanziaria. - 3. L'internazionalizzazione. - 4. La disintermediazione. - 5. L'asimmetria informativa. - 6. L'istituzionalizzazione. - 7. La deregolamentazione. - **CAPITOLO 3 LE TENDENZE DEL MERCATO FINANZIARIO EUROPEO.** - 1. Il mercato europeo. - 2. Il sistema orientato al mercato. - 3. I sistemi orientati agli intermediari. - 4. Segue. Il sistema tedesco. - 5. La libera circolazione dei capitali. - 6. Segue. L'Atto Unico Europeo. - 7. L'evoluzione del mercato mobiliare europeo. - **CAPITOLO 4 LA REGOLAMENTAZIONE DEL MERCATO MOBILIARE.** - 1. Mercato mobiliare e mercati regolamentati. - 2. L'oggetto dell'attività di intermediazione mobiliare. - 3. L'oggetto ed i fini della regolamentazione. - 4. Segue. La stabilità. - 5. Segue. La correttezza. Il conflitto di interessi. - 6. Le forme organizzative del mercato.

* Testo delle dispense del corso di *Introduzione al Diritto dei Mercati Finanziari* tenuto nell'anno accademico 1999/2000 presso la Facoltà di Scienze Politiche dell'Università degli Studi di Perugia.
Si ringrazia il dott. Paolo Polimanti per la collaborazione alla raccolta e stesura degli appunti del corso.

PREMESSA

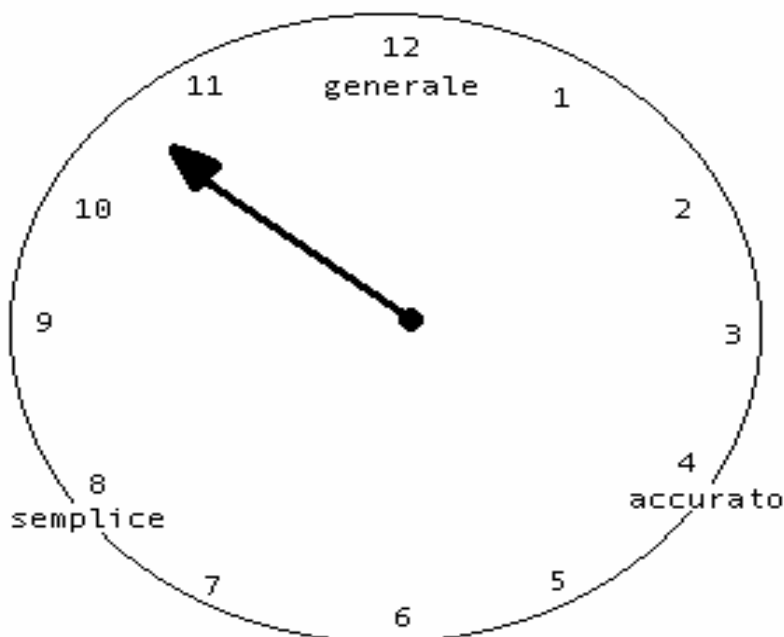
In base ad uno schema generale, applicabile a qualsiasi branca del sapere, il discorso scientifico può orientarsi verso tre posizioni: 1) generale; 2) semplice; 3) accurato.

Esso, quindi, può essere: a) generale e accurato; b) semplice e accurato; c) semplice e generale; ma non può mai essere generale, accurato e semplice allo stesso tempo.

Prima di iniziare qualsiasi discorso scientifico, dunque, è necessario scegliere l'approccio che si intende utilizzare, tenendo conto in particolar modo dei destinatari dello stesso.

In questa introduzione sull'organizzazione e il funzionamento del mercato mobiliare lo scopo è quello di svolgere un **discorso semplice e generale**.

Fig. 1 - Il dilemma del discorso scientifico (Karl Wick il dilemma del discorso scientifico, Utet,1993).



CAPITOLO 1

L'EVOLUZIONE DEL MERCATO: IL MERCATO MOBILIARE

1. Mercato finanziario e mercato mobiliare

Nell'evoluzione dell'attività produttiva dell'umanità, dalla sua origine ad oggi, è possibile individuare tre fasi: la rivoluzione agricola (10.000 a.C.); la rivoluzione industriale (1800 d.C.) e la rivoluzione tecnologica (1970-2000).

Il fenomeno mercato si posiziona essenzialmente in corrispondenza della seconda fase evolutiva, ossia della rivoluzione industriale: è questo il periodo in cui si assiste alla nascita del mercato monetario, quindi embrionalmente del mercato finanziario attraverso la separazione dal mercato delle attività reali.

Il **mercato finanziario** è quel mercato in cui vengono scambiate le attività finanziarie in genere. Esso viene tradizionalmente distinto in tre settori: mercato creditizio, mercato assicurativo e mercato mobiliare, tripartizione che si basa sia sulla diversità dei prodotti scambiati sia sul diverso ruolo svolto dagli intermediari.

Operatori del **mercato creditizio (o monetario)** sono le banche, la cui funzione intermediatrice consiste nel raccogliere il risparmio, che si obbligano a rimborsare a vista maggiorato degli interessi concordati, e nell'erogazione del credito a breve e medio termine. Sul **mercato assicurativo**, invece, l'investitore paga un premio per ottenere, come corrispettivo, la copertura dal rischio del verificarsi di certi eventi futuri e incerti.

Il **mercato mobiliare** comprende esclusivamente quello specifico segmento del mercato finanziario dove sono trattati i valori mobiliari, ossia strumenti finanziari così denominati per la loro attitudine a circolare facilmente, poiché dotati di un elevato grado di trasferibilità. Sono esclusi, quindi, da tale nozione quei prodotti che, creati *ex novo*, non hanno raggiunto ancora una tipicità economica tale da permettergli l'inserimento nel mercato mobiliare con conseguente tipicità giuridica (ved. cap. 4 par. 1). A seguito del fatto che i titoli trattati su questo mercato sono emessi da imprese (si pensi alle azioni e obbligazioni) e instaurano comunque un rapporto obbligazionario tra l'emittente e l'investitore, la prestazione tipica dell'intermediario mobiliare non è la restituzione di somme ricevute in deposito, come per quello creditizio, o la corresponsione di una somma al

verificarsi dell'evento futuro e incerto dedotto nella polizza, come per l'intermediario assicurativo, ma la **corretta esecuzione del mandato** ricevuto dal cliente.

Nell'ambito del mercato mobiliare, inoltre, bisogna distinguere tra mercato primario e mercato secondario. Il **mercato primario** è quello sul quale vengono negoziati, per essere in seguito distribuiti sul mercato secondario, titoli non ancora destinati ad essere distribuiti presso il mercato dei risparmiatori. Ad assumere la veste di venditore, quindi, è normalmente o l'emittente i titoli stessi o un altro detentore, un intermediario (*underwriter*) che acquista grossi quantitativi di titoli in sede di emissione (*underwriting*) con lo scopo di collocarli successivamente presso il pubblico, direttamente o indirettamente, ossia attraverso altri intermediari (*selling*). La funzione economica del mercato primario, quindi, è quella di procurare mezzi finanziari alle imprese (ma anche allo Stato: si veda il Mercato Primario dei Titoli di Stato).

Il **mercato secondario**, invece, è quello dove vengono negoziati i titoli già in circolazione, la cui funzione, quindi, non è quella di creare un canale finanziario alternativo a quello creditizio per le imprese, ma di garantire la liquidità dell'investimento effettuato da coloro che acquistino titoli, attraverso la creazione di un sistema costante di domanda e offerta.

Questa distinzione di fondo spiega anche la tradizionale diversa regolamentazione dei tre settori nonché il diverso atteggiarsi della vigilanza (e spesso la diversità delle autorità preposte).

2. L'analisi del mercato

E' possibile analizzare l'evoluzione del mercato utilizzando due approcci di carattere generale. Il primo applica la **concezione lineare della causalità**, per cui esiste sempre un rapporto causa-effetto, che procede in termini progressivi da un punto di vista storico e determina un processo "naturale" di selezione, di **specializzazione**. Questo è un approccio di stampo evoluzionista, sviluppatosi a partire dalla metà dell'Ottocento dagli studi di Charles Darwin, utilizzato tradizionalmente dagli studiosi per comprendere i fenomeni di mutamento e su cui sono state improntate le teorie di adattamento.

Negli ultimi decenni, però, si va affacciando un secondo approccio, che adotta la **concezione circolare della causalità**, in base alla quale non c'è sempre una consequenzialità tra una causa e l'effetto, ma c'è un'indeterminatezza in questo rapporto, poiché il dato empirico dimostra come i processi lineari non sono sempre verificati. Ciò obbliga l'interprete dei processi di evoluzione a una logica di **flessibilità** nello studio delle teorie di adattamento. E se la concezione lineare è figlia della

teoria darwiniana, la concezione circolare deriva dall'affermarsi del metodo scientifico di Michel Foucault, che contrappone ad una storia concepita come tragitto lineare e continuo, una storia caratterizzata da brusche fratture epistemologiche, che possono essere descritte ma non spiegate, appunto perché il loro prodursi è estraneo alla struttura del sistema concettuale che organizza il sapere di una determinata epoca storica. Dal punto di vista dell'osservatore, questa necessità di rapido adattamento comporta un grosso sforzo di formazione continua.

3. L'innovazione tecnologica

L'elemento che determina una rapida accelerazione del processo evolutivo del mercato a cavallo tra gli anni '70 e '80 dello scorso secolo è **l'innovazione tecnologica**, che produce la **destrutturazione del mercato come luogo fisico**.

Il mercato è sempre stato considerato come un luogo individuato o individuabile topograficamente, dove ci si reca e dove avvengono le transazioni, siano esse transazioni reali, come esclusivamente in un primo tempo, siano esse transazioni finanziarie. Anche la borsa, che fino a non molti anni or sono, era un luogo fisico preciso, individuabile visivamente con il "recinto", ossia il posto dove avvenivano le "grida" degli agenti di cambio, e solo lì gli operatori autorizzati potevano scambiare valori mobiliari. Negli anni '80, ma soprattutto nel corso degli anni '90, invece, si assiste al passaggio alla concezione del mercato mobiliare come dimensione spaziale e atemporale, in quanto è presente sulla rete telematica, con tutte le difficoltà di comprensione del fenomeno anche da un punto di vista strettamente giuridico.

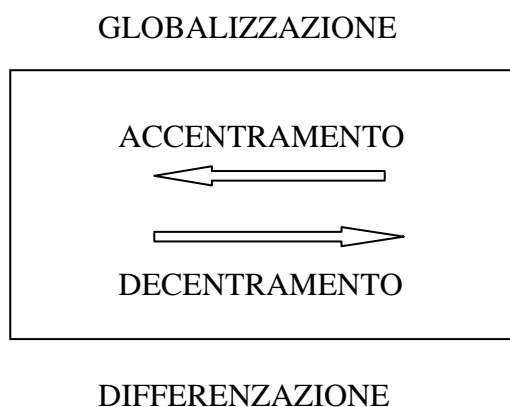
Da un altro punto di vista, l'innovazione tecnologica ha inciso anche sui prodotti scambiati nel mercato, per cui il **servizio e il prodotto tendono ad essere sempre meno differenziati** (sul punto vedasi nel cap. il passaggio da valore mobiliare a strumento finanziario, quindi, ancora, a quello di servizio finanziario).

Questo fenomeno è particolarmente evidente proprio nel mercato mobiliare, dove al mercato dei titoli è strutturalmente connesso quello dei servizi di intermediazione. Il prodotto-servizio fornito dagli intermediari soddisfa quella che è la vera domanda del risparmiatore, in particolare del piccolo risparmiatore (esclusi quindi gli investitori istituzionali, su cui si veda cap. 2 par.6), che più che di titoli, è di consulenza e di gestione del portafoglio ai **fini di massimizzazione del rendimento**.

La destrutturazione del mercato riguarda in modo particolare il settore finanziario, però è un fenomeno più generale che riguarda tutto il mercato mondiale delle transazioni economiche (si veda, ad es., il mercato dell'auto).

4. Il trade-off della complessità

Fig. 1 - Globalizzazione dei mercati e differenziazione dei prodotti



Lo schema riportato raffigura il *trade off* che le conseguenze dell'innovazione tecnologica determinano sul mercato. La delocalizzazione del mercato, infatti, produce la **globalizzazione dei mercati** stessi. Anche questo fenomeno è visibile soprattutto nei mercati finanziari che anticipano in qualche modo l'innovazione e al contempo ne sono causa per gli altri mercati. La globalizzazione, però, è un fenomeno generale che riguarda tutti i settori del mercato, si pensi a quanto si è registrato nelle relazioni interstatali e tra aree economiche: analizzando la storia del commercio mondiale dal 1946, anno di istituzione del GATT (*General Agreement on Tariffes and Trade*) ad oggi, si assiste ad una progressiva abolizione delle barriere di carattere tariffario e degli ostacoli tecnici allo scambio delle merci e, seppur più recentemente, allo scambio dei servizi, fenomeno peraltro tuttora in atto (si veda più avanti la dir. CEE n. 22/93 sulla libera prestazione dei servizi mobiliari).

Il processo di progressiva globalizzazione dei mercati è accompagnato da un processo di **differenziazione dei prodotti**. Nell'ambito dei mercati dei prodotti industriali ciò è evidenziato dal fatto che, a partire dagli anni '50, la produzione di massa è sempre più in crisi, perché c'è una differenziazione nella domanda. Si sviluppa il fenomeno che va sotto il nome di "**rivincita del consumatore**" e i prodotti sul mercato globale devono essere sempre più differenziati per corrispondere alle esigenze di adattamento.

Questo *trade off*, però, comporta per l'impresa in generale, e per l'impresa finanziaria in particolare, una **modifica dell'organizzazione**. L'organizzazione dell'impresa nell'economia della produzione di massa, ossia quella ancora propria di tutti gli anni '70, è caratterizzata, utilizzando la tradizionale ottica antropomorfa, da una piccola testa e da un grande corpo, in cui le decisioni vengono assunte al vertice, in cui i processi di informazione e di cambiamento sono lenti e i beni prodotti sono tendenzialmente stabili.

All'interno di tali sistemi organizzativi le risorse intellettuali e finanziarie vengono utilizzate secondo alcuni *standards* predeterminati. Questo tipo di modulo organizzativo è applicato anche al settore finanziario, e in particolare dai loro maggiori esponenti, le banche.

Con la differenziazione dei prodotti e con la competizione sul mercato globale si scontrano due tendenze opposte: l'una verso l'**accentramento** di stampo tradizionale, anch'esso un portato della globalizzazione, la quale comporta che le strategie, dovendo essere a carattere globale, debbano essere accentrate, l'altra verso un **decentramento decisionale**, che punta invece su nicchie locali di collocamento del prodotto e che comporta per le grandi imprese finanziarie, in particolare per le banche, una riorganizzazione dei sistemi produttivi. Diviene vitale costruire un'organizzazione sinergica al suo interno, capace di muovere rapidamente risorse organizzative e finanziarie entro schemi in grado di rispondere alle diverse esigenze di competizione del mercato globale: ciò si ottiene attraverso un processo di progressivo decentramento decisionale e di autonomia delle risorse intellettuali all'interno dell'organizzazione imprenditoriale.

La crisi del quadro dirigenziale intermedio, cui oggi si assiste e di cui si parla sempre più con riguardo al settore bancario, in particolare dopo la creazione del mercato comune dei servizi, è spiegato proprio dal fatto che i passaggi tra i vari gradi della gerarchia diventano una complicazione enorme nel prendere decisioni in tempo utile per quella che in gergo tecnico è chiamata la "finestra" per la collocazione del prodotto.

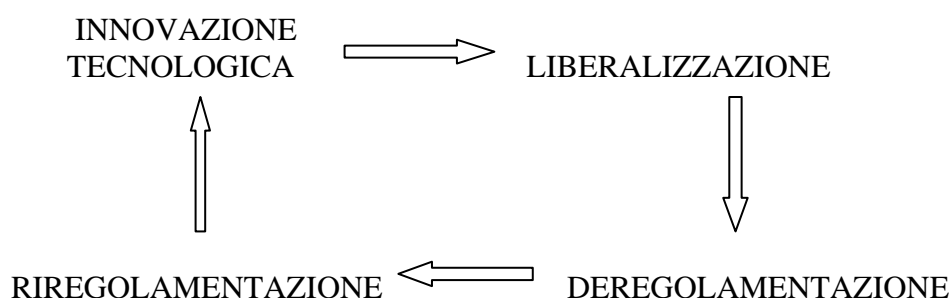
Un chiaro esempio di questo processo nel settore produttivo e distributivo è lo sviluppo delle forme di *franchising*, con cui si tende a risolvere il problema **dell'asimmetria informativa** all'interno del processo decisionale: l'impresa non fa in tempo a metabolizzare le informazioni e a riportarle al vertice, in modo da avere una risposta adeguata alle situazioni di adattamento che il caso concreto pone rispetto alla scelta operativa. La raccolta della domanda a livello locale è rimessa ad una rete di imprenditori indipendenti, collegati con un contratto di distribuzione all'imprenditore produttore, comportando così un ulteriore abbattimento nell'organizzazione

piramidale dell'impresa. (sull'incidenza dell'asimmetria informativa nel mercato mobiliare si veda il cap. 2 par. 5).

5. Il ciclo prodotto-mercato

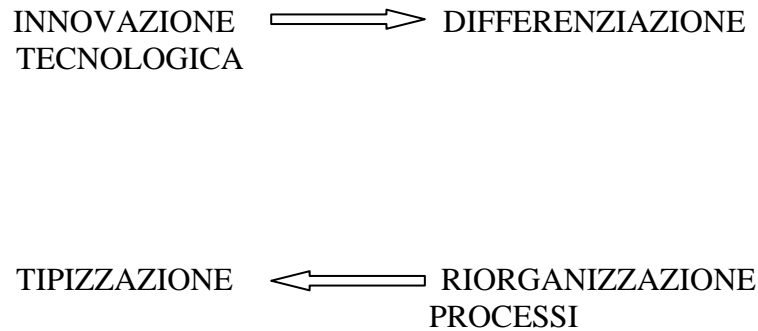
Gli effetti prodotti dall'innovazione tecnologica possono essere analizzati avendo riguardo sia al mercato sia al prodotto.

Fig. 2 – Mercati



Guardando all'interno dei **mercati**, il circuito si autoalimenta, risultando così chiuso: **l'innovazione tecnologica** tende a produrre un processo di **liberalizzazione**, ossia tende a rompere le barriere tradizionali di chiusura dei mercati, il che a sua volta determina una pressione nella direzione della **deregolamentazione** del sistema, poiché tutti i limiti amministrativi alla circolazione sono contrari allo sviluppo del mercato globale, e tentare di contrastare la spinta verso la liberalizzazione e la tendenza alla deregolamentazione vuol dire tagliarsi fuori dal processo di internazionalizzazione dei mercati. La tendenza alla deregolamentazione, però, si scontra con un'esigenza di **riregolamentazione**, che è dovuta alla necessità, avvertita dagli operatori stessi, che il mercato abbia comunque delle regole, con la particolarità però che questa nuova regolamentazione si va a porre ad un livello diverso dalla regolamentazione precedente travolta dall'innovazione tecnologica.

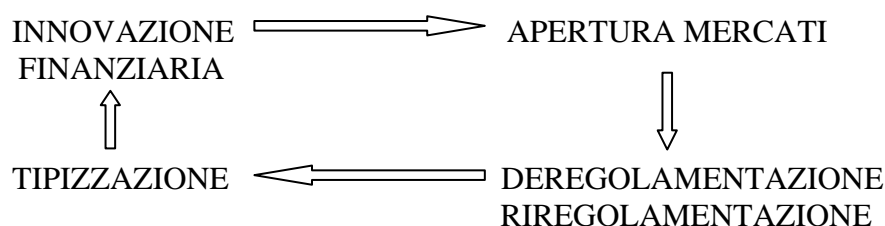
Fig. 3 - Prodotti



Lo stesso fenomeno può essere osservato dal punto di vista dei **prodotti**: l'**innovazione tecnologica** spinge per la **differenziazione** (e, in riferimento al mercato finanziario, intesa come creazione di molteplici prodotti finanziari al fine di rispondere alle più svariate esigenze del risparmiatore, nel tentativo di creare prodotti sempre più competitivi), rompe dei parametri predeterminati, incidendo così sulla **riorganizzazione dei processi produttivi**. Nell'ambito dell'industria meccanica, si pensi al superamento della catena di montaggio e al passaggio alle isole di produzione. La riorganizzazione dei processi produttivi a sua volta provoca una nuova **tipizzazione del prodotto**, in quanto riconoscibile dal risparmiatore "consumatore" il quale deve in un certo qual modo, anche perché vendibile, rispondere a certe caratteristiche che inevitabilmente tendono a tipizzarlo.

E' possibile fondere in un unico schema l'analisi condotta con riferimento prima al mercato e poi al prodotto, ottenendo così quello che si può definire il **ciclo prodotto-mercato** e al contempo applicare questo schema al mercato finanziario.

Fig. 4 - Ciclo prodotto-mercato



L'innovazione finanziaria consiste nella possibilità di individuare nuovi strumenti di comunicazione, è l'applicazione dei circuiti telematici agli scambi finanziari, ossia la possibilità di muovere masse monetarie attraverso un sistema a rete, che consente di spostare un ordine dato sul circuito da un operatore ad un altro. L'innovazione tecnologica, quindi, obbliga **all'apertura dei mercati** e li destruttura, facendo saltare vecchi sistemi di regolamentazione. Si pensi alla borsa, la cui regolamentazione era basata sul controllo del mercato mobiliare come luogo fisico. Si genera così "naturalmente" un processo di **deregolamentazione**, poiché gli operatori del mercato finanziario vengono ad agire in uno spazio vuoto (o quasi) di diritto, sia per quel che riguarda l'attività sia per quel che riguarda i prodotti trattati. Al contempo, proprio a seguito di tale deregulation, gli operatori stessi avvertono l'esigenza di una **riregolamentazione**, che si incentra soprattutto sui prodotti che vengono scambiati sul mercato mobiliare. Si giunge così ad una **tipizzazione dei prodotti**, i quali devono comunque rispondere a determinate caratteristiche previste dalla legge o dalle autorità preposte alla regolamentazione.

CAPITOLO 2

LE TENDENZE DEL MERCATO FINANZIARIO INTERNAZIONALE

1. La concorrenza tra mercati finanziari

Agli inizi degli anni '80 del 1900, il mercato dei valori mobiliari ha, con l'eccezione del mondo anglosassone, scarso rilievo nelle economie finanziarie dei Paesi occidentali. E' dominante, invece, il mercato monetario, ossia il mercato delle intermediazioni bancarie, il quale per altro è abbastanza rudimentale, ancorato sostanzialmente alla funzione tradizionale della banca, la raccolta del risparmio e la gestione di mutui a breve termine. Il mercato obbligazionario, d'altro canto, è poco liquido: solo alla scadenza le obbligazioni possono essere rimborsate, con gli interesse pattuiti, secondo un sistema predeterminato. Il mercato primario dei titoli obbligazionari, invece, è usato soprattutto per il finanziamento del deficit pubblico.

Il mercato azionario, quindi, ha scarso "spessore", e per di più è caratterizzato da una **scarsa trasparenza**, perché l'informazione è limitata, essendo gestito pressoché esclusivamente dagli agenti di cambio, che coltivano rapporti di tipo fiduciario con una clientela piuttosto ristretta. Conseguentemente il mercato è poco affidabile e così sono pochi i risparmiatori interessati ad esso e l'unico soggetto che vi opera è l'investitore informato, il "*wealthy*" (**c.d. investitore esperto**), che ha quella conoscenza del mercato che al piccolo risparmiatore è preclusa.

Questa situazione si modifica rapidamente nel corso degli anni '80 e '90. Il primo punto di attacco è la **posizione di esclusività** di cui gode la categoria degli **agenti di cambio** per le transazioni mobiliari (in Italia tale posizione era sancita dalla L. n. 272/1913).

L'innovazione tecnologica consente di vendere e comprare attraverso circuiti telematici le azioni e le obbligazioni: di fatto non è più necessario, quindi, passare attraverso l'operatore autorizzato, aprendosi così la possibilità ad altri intermediari diversi dagli agenti di cambio di operare nel mercato, scambiando valori mobiliari al di fuori del "recinto", ossia quel luogo della borsa giuridicamente deputato alle contrattazioni. Il limite soggettivo alle transazioni in borsa viene sempre più avvertito non come l'unione di garanzia e di trasparenza, ma come ostacolo allo sviluppo delle contrattazioni finanziarie sul mercato dei valori mobiliari. Lo sviluppo di un sistema telematico in rete, quindi, determina lo svilupparsi del numero degli intermediari.

Questi nuovi operatori nel mercato finanziario devono ancora servirsi degli agenti di cambio se vogliono effettuare le transazioni dei valori mobiliari tipici (azioni e obbligazioni) nei mercati regolamentati, ma tendono sempre più a fame a meno, soprattutto grazie alla **sofisticazione finanziaria**, che produce strumenti non tipici e quindi scambiabili al di fuori dei soliti circuiti. Si instaura così un regime di **concorrenza tra** gli agenti di cambio, che agiscono nel recinto, e **intermediari finanziari** che tendono ad operare sempre sul mercato finanziario ma non sul mercato regolamentato. La crescita del numero degli intermediari finanziari e della loro tipologia non determina solo concorrenza tra i diversi tipi di intermediari, ma anche **concorrenza tra i diversi mercati**, vale a dire tra il mercato regolamentato, in cui operano gli agenti di cambio, e il nuovo mercato sorto grazie all'innovazione tecnologica.

Per la rottura del monopolio degli agenti di cambio preme anche la crescita di ruolo degli investitori istituzionali (**c.d. istituzionalizzazione**, su cui si veda avanti il par. 6), che determina la necessità di adattare il funzionamento del mercato all'ingresso di questi nuovi soggetti.

Negli anni '90 si assiste così alla definitiva scomparsa degli agenti di cambio, sostituiti da intermediari non più persona fisica (Società di intermediazione mobiliare), ponendo le basi per la costituzione di intermediari "polifunzionali". Questi nuovi soggetti, grazie alla rete telematica ed all'innovazione tecnologica, possono operare facendo a meno della presenza fisica in loco nel mercato regolamentato.

2. La sofisticazione finanziaria

La volontà dei nuovi intermediari finanziari di scavalcare l'intermediazione degli agenti di cambio determina la necessità di escogitare prodotti finanziari che non siano né azioni né obbligazioni e quindi siano scambiabili al di fuori dei mercati regolamentati. Si assiste così ad un processo di sofisticazione dei prodotti finanziari, con conseguente maggiore complessità degli stessi anche sotto un profilo giuridico.

La sofisticazione consiste sostanzialmente nel manipolare attraverso complesse tecniche di "ingegneria finanziaria" un prodotto standardizzato in modo da aumentarne il rendimento ed a soddisfare le più svariate esigenze del risparmiatore. Si procede sostanzialmente alla diversa modulazione degli elementi che compongono il rapporto finanziario, vale a dire l'esigibilità, il tempo, il rischio, il tasso d'interesse, per citare solo gli aspetti fondamentali, attraverso un processo

di **cartolarizzazione (securitization)** dando vita così ai **c.d. prodotti derivati**, di cui esempi tipici sono i *futures* e le *options*.

L'option è l'acquisto del diritto di esercitare alla scadenza del contratto la facoltà di: a) consegnare (vendere) o meno il prodotto sottostante (= put); b) ritirare (acquistare) o meno il prodotto sottostante (= call); il venditore dell'opzione, al contempo, si impegna a tenere un comportamento conseguente alla decisione dell'acquirente dell'opzione. Per questo privilegio nella libertà di scelta il compratore paga al venditore un premio al momento della stipula del contratto.

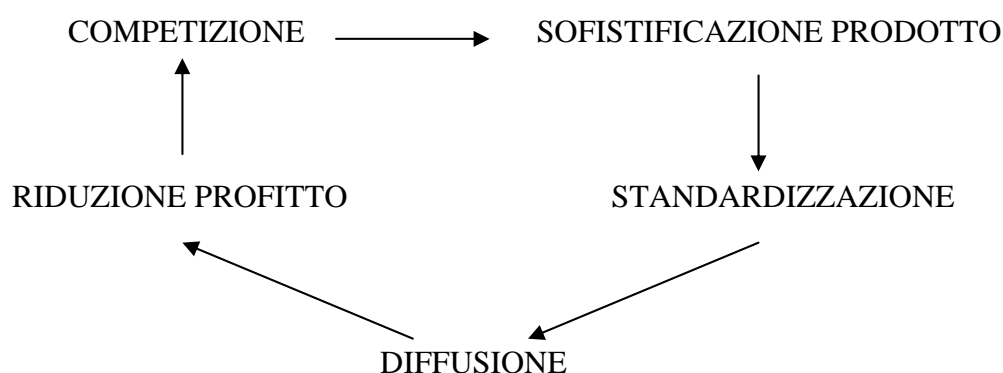
Negli Stati Uniti la facoltà può essere esercitata, fino alla scadenza, in qualsiasi momento, mentre in Europa la facoltà può essere esercitata solo alla data di scadenza. A seconda della misura in cui alla scadenza, o entro la scadenza, il prezzo corrente delle attività finanziarie risulti superiore o inferiore al prezzo base prefissato, l'optante potrà o esercitare l'opzione, sviluppando il contratto di compravendita, ovvero non esercitarla, rinunciando a stipulare il contratto, rimanendo comunque alla controparte il premio.

Per *futures* si intende la compravendita a termine di un prodotto finanziario sottostante. In origine questo strumento veniva utilizzato per le compravendite su merci, versandosi il corrispettivo al momento della vendita per consegne future. Sul mercati finanziari, invece, la consegna è solitamente omessa e alla scadenza l'operazione si regola "per differenziali". Nel caso di futures finanziari, inoltre, il prodotto sottostante può non avere consistenza fisica, potendo trattarsi, ad esempio, di un indice di borsa: in tal caso si parla di hedging. Con i futures, quindi, le parti si obbligano a scambiare, ad una certa data, determinate attività finanziarie, ovvero a versare o riscuotere un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di un importo, cioè, pari alla differenza tra valore convenzionalmente attribuito dalle parti all'indicatore alla data di conclusione del contratto e il valore effettivo dell'indicatore alla data di scadenza.

Lo scopo dell'elaborazione di tali prodotti è la copertura dei rischi derivanti dalle transazioni tradizionali. I primi stock index futures vengono creati negli Stati Uniti agli inizi degli anni '80 allo scopo primario di fornire ai gestori dei fondi di investimento un valido strumento per cautelarsi dai rischi di una maggiore volatilità del mercato azionario, che produce un aumento del rischio di gestione del patrimonio amministrato, non di sviluppare attività di carattere speculativo. La funzione economica del mercato dei futures, anzi, è proprio quello di trasferire il rischio delle variazioni nelle quotazioni dai fund managers agli speculatori. Quello dei futures, quindi, è sostanzialmente un mercato basato su analisi finanziarie di lungo periodo, mentre il mercato

speculativo è caratterizzato dalla possibilità di trarre profitto dalle oscillazioni pilotate nel breve periodo.

Fig. 1 - Effetti sul mercato della concorrenza tra mercati finanziari



La **sofisticazione dei prodotti** produce una nuova **standardizzazione**: un nuovo prodotto creato da un intermediario viene necessariamente **diffuso**, poiché è destinato ad essere collocato tra i risparmiatori, e giunge così a conoscenza degli altri intermediari che possono quindi copiarlo. Una volta copiato e diffuso si perde il monopolio sulla gestione di quel tipo di prodotto, con conseguente **riduzione dei profitti**. Ciò determina un ulteriore aumento della **competizione**, nuova sofisticazione dei prodotti, e così via. Questo processo che ha determinato, attraverso una forte crescita della **competizione** sui mercati finanziari ormai tendenzialmente globalizzati, l'espulsione dal mercato degli intermediari non competitivi, ha portato anche alla **concentrazione dimensionale** degli operatori finanziari.

La globalizzazione, infatti, produce riduzione dei profitti per le attività di intermediazione finanziaria, gli intermediari sono costretti per resistere a questa concorrenza ad adottare strategie di fusione, di concentrazione dimensionale oppure a scavarsi nicchie di specializzazione a seconda delle possibilità concrete che hanno davanti.

3. L'internazionalizzazione

Come si è detto ampiamente nella parte introduttiva, la principale conseguenza dell'innovazione tecnologica è l'**internazionalizzazione** (o globalizzazione) **dei mercati**, che vengono collegati in via telematica ventiquattro ore su ventiquattro, coprendo sostanzialmente tutti i

continenti. Si pensi al Globex, un mercato dei prodotti derivati, futures e options, e di titoli su merci, nato dall'accordo tra il Chicago Mercantile Exchange (CME) e il Chicago Board of Trade (CBOT) da un lato e l'agenzia francese Reuters dall'altro, in modo da consentire il collegamento, sostanzialmente ventiquattro ore su ventiquattro, con il Matif di Parigi. Il Globex è un vero e proprio worldwide electronic trading system, poiché ha terminali di accesso diretto in Tokio, Hong Kong, Ginevra, Amburgo, Londra, Parigi, Chicago e New York e attraverso il sistema in rete offre la possibilità di collegamento indiretto a molti altri intermediari europei.

A seguito dell'internazionalizzazione, quindi, gli emittenti possono collocare i propri titoli su mercati di più Paesi, privilegiandosi per i titoli internazionali le piazze di Londra e New York, mentre gli intermediari acquistano i titoli emessi all'estero per diversificare il rischio, come accade in particolare con la creazione dei fondi di investimento in titoli esteri. Gli intermediari finanziari hanno così la possibilità di prestare i propri servizi in una pluralità di Paesi, e soprattutto si sviluppa l'operato dei grossi istituti di consulenza finanziaria (si pensi a tutte le privatizzazioni in corso, ove si riscontra la presenza di consulenti finanziari, c.d. advisors, ossia grossi intermediari presenti sul mercato internazionale, che attraverso la loro conoscenza delle piazze consentono un migliore collocamento del prodotto).

L'internazionalizzazione provoca una concorrenza non solo tra mercati, ma anche **tra sistemi normativi**. L'accesso ai mercati regolamentati, infatti, reso difficile, lungo, e costoso dalla necessità di ottenere provvedimenti autorizzatori sia per operare in essi sia per introdurre nuovi prodotti finanziari, viene aggirato attraverso la individuazione di centri c.d. off-shore, quali ad esempio le Bahamas, ossia luoghi geografici privi di una regolamentazione in materia o comunque privi di una regolamentazione sufficientemente efficace, dove è possibile ricevere ordini e intervenire sui mercati locali proprio grazie ai nuovi strumenti tecnologici. È un'attività svolta fuori dalla regolamentazione, per cui questi centri off-shore fanno concorrenza ai sistemi normativi regolamentati determinando al contempo una **modificazione dei flussi finanziari**, poiché il risparmio tende a spostarsi fuori dai mercati regolamentati a causa degli alti costi di intermediazione.

Si determina così la necessità di deregolamentare i mercati nazionali. In Italia, ad esempio, per quel che riguarda il mercato dei valori mobiliari si assiste al passaggio da un sistema di regolamentazione basato sul controllo delle attività di borsa, ossia di quelle attività che si svolgevano esclusivamente intorno al "recinto", ad un sistema di regolamentazione e controllo basato sulle transazioni di valori mobiliari, quindi anche quelle che avvengono al di fuori della

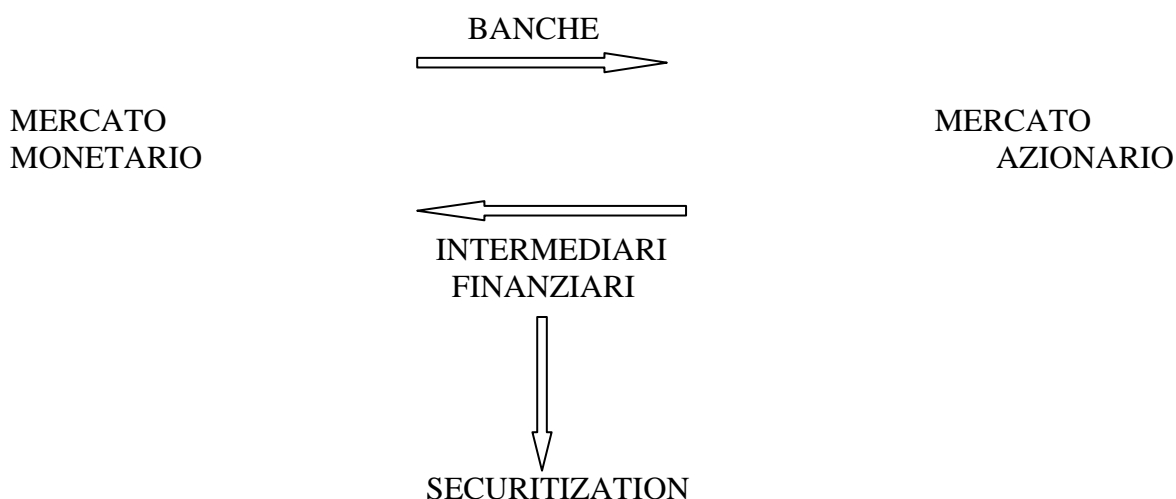
borsa, e ciò a partire dalla L. n. 281/1985 e con una notevole accelerazione con la L. n. 1/1991 (c.d. legge SIM) e con il decreto legislativo n. 415/96 (c.d. decreto EUROSIM).

Il processo di deregolamentazione ha coinvolto anche la materia della gestione dei mercati regolamentati, che, come vedremo in seguito, si è passati da un modello organizzativo di tipo pubblicistico ad un modello di tipo privato. I mercati, oggi, sono affidati alla gestione di società private che provvedono anche all'autoregolamentazione, mentre agli organi pubblici hanno compiti di "supervisione" al fine di garantire la trasparenza e la correttezza delle transazioni.

La deregolamentazione si realizza sia tra i singoli comparti del mercato finanziario sia nello stesso segmento di mercato per ogni tipo di prodotto. Il risultato è l'**omogeneizzazione del mercato finanziario**; che da essere tradizionalmente diviso nel mercato monetario, nel mercato assicurativo e nel mercato mobiliare, tende a perdere questa tripartizione, perché nel concetto di valore mobiliare vengono ad essere ricondotti, attraverso un processo di **cartolarizzazione**, prodotti tipici fino a qualche tempo prima dell'attività bancaria e assicurativa. Questa tendenza all'omogeneizzazione del mercato finanziario è chiaramente visibile, per quel che riguarda l'ordinamento giuridico italiano, nella nuova legge bancaria (T.U. n. 385/1993) ove, nel riconoscere alle banche la facoltà di svolgere attività finanziarie distinte da quella tradizionale di raccolta del risparmio e dell'erogazione del credito a breve, si prende atto della necessità di abbattere i confini canonici per consentire al sistema bancario italiano di reggere la concorrenza internazionale.

4. La disintermediazione

Fig. 2 - Integrazione del mercato finanziario



L'integrazione del mercato finanziario genera un processo di cartolarizzazione dei prodotti tipici del mercato monetario e di quello assicurativo, come si è accennato nel paragrafo precedente. In particolare nell'attività bancaria la *securitization* assume la veste di sostituzione del tradizionale finanziamento attraverso prestiti con il reperimento di fondi attraverso l'emissione di valori mobiliari collocati presso gli intermediari finanziari istituzionali e i risparmiatori. L'attività bancaria di raccolta del risparmio al fini dell'erogazione del credito, funzione istituzionale dell'ordinamento creditizio non avviene più soltanto attraverso il contratto di deposito bancario, che in molti Paesi - come l'Italia - è peraltro anche costoso per le banche a seguito di vincoli di carattere amministrativo, ma attraverso la cartolarizzazione di un rapporto di carattere obbligatorio, distinto dal tradizionale deposito bancario, che assume autonomia rispetto al rapporto sottostante e può essere collocato sul mercato e ceduto, creando così il c.d. **certificato di deposito**.

Sempre ad un processo di securitization si deve la comparsa di strumenti attraverso i quali le imprese saltano l'intermediazione bancaria e si rivolgono direttamente al risparmiatori per ottenere prestiti: i **commercial papers**.

Il crescente rilievo dei rapporti di mercato ai fini di finanziamento delle imprese determina la progressiva erosione della posizione di centralità del mercato monetario nell'ambito dei mercati finanziari (c.d. **disintermediazione**). Ciò non determina però una perdita di centralità del sistema bancario all'interno del sistema finanziario, ma soltanto dell'intermediazione creditizia da esso gestita. E' sempre la banca, infatti, a farsi promotrice di forme alternative di intermediazione, soprattutto con la costituzione di fondi di investimento e l'esercizio di attività c.d. parabancarie (leasing e factoring), e più tardi, negli anni '80, con l'adozione generalizzata del modello di banca universale.

La disintermediazione genera così il fenomeno della **titolarizzazione**, ossia l'assunzione di incidenza crescente dei valori mobiliari nel mercato finanziario.

5. L'asimmetria informativa

In materia di negoziazioni di valori mobiliari un aspetto di principale importanza è **l'informazione**. Quando gli operatori dispongono di una assoluta omogeneità di informazioni sui valori mobiliari oggetto di scambio sul **mercato**, questo si dice **perfetto**.

Tutti gli operatori devono essere in grado di conoscere con certezza le intenzioni operative di ciascuno degli altri investitori e non devono avere il potere di determinare con il proprio intervento variazioni delle quotazioni tali da influenzare l'intero andamento del mercato.

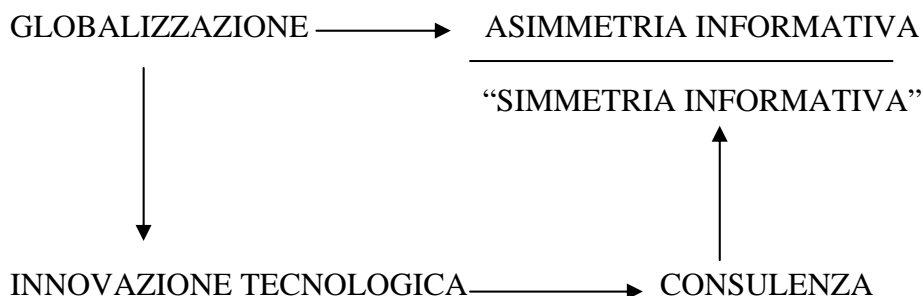
Nella realtà operativa, però, non è dato riscontrare mercati perfetti, poiché non si determina mai la contemporanea presenza delle condizioni richieste, non avendosi mai una distribuzione uniforme delle informazioni tra i vari investitori, sia perché non tutti gli operatori possono avere accesso alla totalità delle informazioni sia perché comunque le informazioni disponibili hanno un costo che non tutti gli investitori possono sostituire. La mancata distribuzione uniforme delle informazioni tra gli investitori conduce alla c.d. **asimmetria informativa**, che determina quindi una posizione di vantaggio di determinati operatori e che è comunque un dato costante.

La globalizzazione dei mercati, per cui le transazioni non sono più concentrate in luoghi predeterminati e si accelerano le transazioni grazie all'utilizzo degli strumenti telematici per mettere in contatto domanda e offerta, accentua il problema dell'asimmetria informativa: il risparmiatore non è in grado di valutare da solo quale sia l'investimento finanziario più conveniente e deve quindi rivolgersi necessariamente a chi ha quel patrimonio di conoscenze tecniche, che normalmente è il prodotto di complesse analisi finanziarie, che consente la **redditività dell'investimento**, e questi soggetti sono gli intermediari.

Ad attenuare il fenomeno dell'asimmetria informativa ha contribuito in modo determinante l'**innovazione tecnologica**, attraverso la crescita del servizio di consulenza in rete e quindi di una maggiore diffusione di informazioni a disposizione dei risparmiatori. Si pensi alla diffusione del servizio di "*trading on line*" che permette al risparmiatore di operare su strumenti finanziari su tutti i mercati regolamentati, attraverso la rete telematica (internet) senza l'intervento dell'intermediario .

Affinchè il risparmiatore possa decidere autonomamente e nel miglior modo possibile come impiegare le proprie risorse ha continuamente bisogno di essere informato. Tutto ciò ha generato una competizione tra gli erogatori del servizio di "*trading on line*" nel fornire la più possibile informazioni e consulenza

Fig. 3 – L'asimmetria informativa



6. L'istituzionalizzazione

La crescita del ruolo degli intermediari finanziari deriva, quindi, soprattutto dall'affermarsi di una esigenza degli investitori, che implica anch'essa una conoscenza approfondita non solo dei mercati in generale e dei diversi prodotti, ma anche delle previsioni sull'andamento di questi mercati e dei singoli prodotti, quanto meno per il medio termine: la garanzia di ottenere la **massimizzazione dei rapporto rischio-capitale investito**.

Ciò, infatti, si può ottenere solo con il passaggio attraverso operazioni di investimento e disinvestimento su diversi mercati e prodotti finanziari, in strategie molto complesse, che non sono gestibili ma neanche immaginabili dal singolo risparmiatore.

Un terzo fattore che determina la crescita del ruolo degli intermediari finanziari e una "ricerca" dell'intermediario istituzionale da parte dell'investitore è il **diverso atteggiarsi dell'intermediario** stesso sul mercato. Gli intermediari, infatti, tendono sempre più ad abbandonare la veste di brokers, ossia di soggetti che si limitano a fare incrociare domanda e offerta, per diventare *dealers*. Questi sono intermediari che, detenendo uno stock di titoli, nell'operare per conto proprio, sono in grado di assicurare la **liquidità dell'investimento**,

garantiscono cioè la possibilità di disinvestire rapidamente a costi ridotti. Questo cambio di veste giuridica, da mediatore a commissionario, è funzionale **all'aumento di spessore del mercato finanziario**. Inoltre, l'intermediario finanziario di una certa dimensione è in grado di garantire non solo la liquidità dell'investimento del singolo risparmiatore-cliente, ma la **liquidità del mercato** per

un determinato prodotto finanziario, è cioè in grado di fare il prezzo di quel prodotto su quel mercato, e quindi è sempre in grado di comprarlo e venderlo. Questo tipo di intermediario viene detto *market maker*.

E' bene chiarire che questi intermediari non garantiscono la redditività dell'investimento, ma solo la possibilità di dismettere in qualsiasi momento l'investimento in quel determinato titolo.

Alla categoria degli investitori istituzionali appartengono gli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM), categoria che assume veste unitaria sulla base della normativa comunitaria, ma che annovera al suo interno soggetti che tra loro si distinguono a secondo della struttura giuridica ossia a seconda che la partecipazione sia al capitale della struttura della società gerente il patrimonio in valori mobiliari, come nel caso delle SICAV, ovvero che la partecipazione sia solo al fondo gestito, che costituisce giuridicamente un patrimonio distinto da quello della società che lo gestisce, quale il caso dei fondi di investimento aperti e chiusi.

Sulle forme di mercato e sugli intermediari si veda oltre il cap. 4.

7. La deregolamentazione

I mutamenti strutturali dei mercati finora analizzati producono modifiche nella regolamentazione. Alla tendenza alla *deregulation*, a seguito della crescita della competizione tra mercati e tra intermediari, si contrappone un'esigenza di individuare nuovi assetti normativi capaci di tutelare gli interessi primari della stabilità del mercato finanziario e della correttezza degli operatori oltre che di una trasparenza nei mercati.

Le due opposte tendenze verso la **deregolamentazione** e la **regolamentazione**, tra mercato non regolamentato e mercato regolamentato, tendono sempre più a scomparire con l'affermarsi del processo di **globalizzazione** anche a **livello normativo**. Questo processo è chiaramente visibile con lo sviluppo di **accordi internazionali** in materia di controllo dei mercati finanziari, per il momento soprattutto su base locale, come è il caso dell'Unione Europea.

E' questo il fenomeno che si può definire di **riposizionamento della vigilanza**. Soprattutto nel settore mobiliare, l'apertura dei mercati provoca uno spiazzamento delle autorità di vigilanza, che sono abituate ad intervenire sulla borsa e sul mercato nazionale, determinando così una deregolamentazione. Per poter svolgere il ruolo istituzionale di garantire la trasparenza del mercato, ma anche per garantire i loro poteri, le autorità passano da un controllo della borsa ad un controllo

dei mercati mobiliari in genere. Si assiste così ad un processo di **riregolamentazione**, che si sviluppa in due direzioni.

Da un lato, si instaura un regime di **vigilanza locale-decentrata**, ossia un processo di **autoregolamentazione**: le regole di funzionamento del mercato vengono dettate direttamente dai soggetti interessati, sul presupposto che sono essi stessi quelli che hanno il maggior interesse a garantire l'affidabilità del mercato, poiché se esso non è affidabile, i risparmiatori non sono stimolati a rivolgersi agli intermediari per potervi operare

L'autoregolamentazione, del resto, è stato il principio fondamentale che ha retto i mercati finanziari al momento della loro costituzione e che ha retto fino a pochi anni or sono il mercato londinese che, come si vedrà nel capitolo successivo, era basato sul *gentleman agreement* e sul controllo che gli agenti di cambio operavano su loro stessi.

Dall'altro lato, la seconda tendenza in materia di ri-regolamentazione è data dalla creazione di un **controllo a carattere globale** attraverso **accordi internazionali**, in base ai quali si stabilisce che gli intermediari finanziari, pur operando su mercati diversi da quello nazionale, sono comunque soggetti al controllo dell'autorità di vigilanza del Paese in cui si sono costituiti come intermediari.

La tendenza attuale in materia di regolamentazione del mercato mobiliare, quindi, è quella **ad incrociare due modalità di controllo**: sui comportamenti degli operatori dei mercati finanziari, l'autoregolamentazione sul mercato locale, e il controllo delle autorità di vigilanza del Paese di provenienza sugli operatori esteri. E, proprio a seguito del processo di omogeneizzazione del mercato finanziario, questa tendenza riguarda tutti i comparti del mercato, sia l'attività bancaria sia quella assicurativa, oltre alla legislazione in materia di valori mobiliari. Queste tendenze determinano una **perdita di rilievo della funzione statutale** come centro di controllo del mercato finanziario.

CAPITOLO 3

LE TENDENZE DEL MERCATO FINANZIARIO EUROPEO

1. Il mercato europeo

L'adattamento del mercato finanziario europeo alle tendenze esaminate nel capitolo precedente si innesta in un **processo di continuità/innovazione**: ogni sistema nazionale si evolve senza soluzione di continuità rispetto al proprio assetto precedente.

In Europa è possibile individuare sostanzialmente due tipologie di mercati finanziari: un **sistema orientato al mercato**, ossia volto a valorizzare la transazione diretta sul mercato finanziario, quale il sistema anglosassone, e un **sistema orientato agli intermediari**, in cui il ruolo principale è svolto non dalle transazioni sul mercato, bensì dalla funzione giocata dall'intermediario finanziario, e quindi sostanzialmente in primo luogo dalla banca.

2. Il sistema orientato al mercato

I sistemi orientati al mercato si sono evoluti attraverso un processo di **specializzazione continua**: nella misura in cui cresceva la tipologia e i livelli quantitativi delle transazioni finanziarie, nascevano nuovi soggetti che si specializzavano in un determinato tipo di operazione. In questo sistema esiste la banca "pura", ossia la banca che si limita alla sua funzione istituzionale di raccolta del risparmio e di erogazione del credito a breve termine, gli intermediari che agiscono sul mercato borsistico, e si configurano come intermediari puri (*broker*), e operatori nel mercato delle assicurazioni.

La logica di un mercato così differenziato e specializzato è quella di **evitare i conflitti di interesse** e in questo modo di garantire una migliore cura degli interessi del cliente. Se si è specializzati in un certo tipo di transazioni, infatti, si tende ad annullare il rischio di conflitto di interessi con altre gestioni finanziarie (ved. par. 5 cap. 4). Se gli intermediari presenti sul mercato mobiliare si configurano come *dealers*, ossia effettuano transazioni per conto proprio, detenendo un certo pacchetto di titoli, tenderanno a fini di liquidità, quando entrano in contatto con il cliente, a vendere le proprie azioni piuttosto che quelle che sono in quel momento più convenienti sul mercato. Evitare una posizione di conflitto di interessi vuol dire affidare all'intermediario mobiliare

il compito di acquistare e vendere esclusivamente per conto del cliente, senza poter detenere titoli in proprio, ossia essere un *broker*. Così è garanzia di neutralità nei confronti della allocazione del surplus monetario prevedere che la banca debba limitarsi all'intermediazione creditizia e non possa svolgere attività di intermediazione mobiliare, per eliminare alla radice il rischio che essa tenda a privilegiare il deposito.

La specializzazione, inoltre, favorisce i sistemi di **autoregolamentazione** del mercato, che vedono il potere regolamentare e di controllo accentrato di fatto nelle mani dei diversi organismi di categoria.

La tendenza alla specializzazione, tipica dei mercati finanziari molto sofisticati e dove sia presente un mercato mobiliare di un certo spessore, a un certo punto entra in contrasto con la tendenza a livello internazionale alla globalizzazione dei mercati e quindi anche alla integrazione dei diversi segmenti del mercato finanziario, favorita dal processo di *securitization* esaminato nel capitolo precedente. **L'omogeneizzazione** dei mercati spiazza gli operatori specializzati, che lavorando su una sola tipologia di prodotti finanziari sono esposti alla concorrenza dei nuovi intermediari che si affacciano sul mercato globalizzato, i quali, invece, intervenendo su diversi rami del mercato finanziario, possono meglio ripartire i rischi di gestione e soprattutto hanno una migliore conoscenza del mercato stesso. Il limite principale della specializzazione, infatti, è dato dal fenomeno **dell'asimmetria informativa**, già analizzato nel capitolo precedente, per cui l'operatore specializzato non è in grado di capire l'andamento complessivo del mercato, ma può operare solo strategie di nicchia. Ciò porta alla c.d. **trappola della specializzazione**: ove vi sia un processo di adattamento estremamente specializzato, al momento in cui c'è una modificazione del contesto ambientale, la "specie" non sopravvive, poiché non ha capacità di adattamento. Ciò è evidente soprattutto negli anni '70, caratterizzati da forte instabilità economica e dall'introduzione nel sistema economico di variabili esogene.

Gli intermediari finanziari dei sistemi così strutturati, quali in Europa quello inglese, dove il mercato finanziario si caratterizza storicamente per il suo elevato grado di segmentazione spontanea, senza cioè la presenza di normative volte a disciplinare l'ambito di operatività degli intermediari, per poter sopravvivere hanno dovuto ristrutturarsi. Si assiste così ad un processo di modificazione del sistema dei valori mobiliari che inizia negli Stati Uniti e si conclude con il *Financial Service Act* del 1986 in Gran Bretagna, dove si adotta il modello della plurifunzionalità degli interventi (c.d. *Big Bang*).

L'ingresso sempre più rilevante nel mercato dei titoli determina la **centralità della banca commerciale** nei diversi comparti del mercato finanziario a seguito della sua rilevante capacità di raccolta del risparmio presso il pubblico.

3. I sistemi orientati agli intermediari

Il mercato finanziario nel continente, invece, è caratterizzato da un **ruolo tradizionalmente egemone della banca**, che, imponendosi nelle transazioni finanziarie in genere, tende a far privilegiare agli investitori il deposito bancario. In tal modo, il grosso delle transazioni, in termini di volumi, è costituito dall'attività bancaria tradizionale. Con la nascita di un mercato finanziario più sviluppato e sofisticato, soprattutto negli anni '80, questo sistema tende a differenziarsi per adattarsi ai mutamenti imposti dal processo di globalizzazione. La banca non è più un soggetto adeguato a far fronte al crescere di dimensioni quantitative e qualitative del mercato mobiliare. L'adattamento, che quindi riguarda principalmente il sistema creditizio, nell'Europa continentale si attua secondo due schemi fondamentali.

Uno schema che si sviluppa in Francia e poi in Italia è quello **della banca commerciale**: l'adattamento avviene attraverso un processo di **gemmazione di attività di tipo specialistico** collegate all'intermediario bancario. Emergono così nuove attività nel settore dell'intermediazione finanziaria, ad esempio gli O.I.C.V.M., gestiti o costituiti da società il cui capitale appartiene ad una banca, così come la gran parte delle società di intermediazione mobiliare fanno capo ad una holding bancaria. Questo processo di adattamento, che fa perno sullo sviluppo di una holding bancaria, che ha società figlie operanti sui diversi settori del mercato finanziario, necessita la revisione del principio fondamentale che aveva retto il sistema bancario nell'Europa latina a partire dalla crisi dell'economia mondiale che ebbe inizio con il crollo della borsa di *Wall Street* nel 1929, vale a dire la **separazione tra attività bancaria e attività speculativa**. La legislazione successiva a questi eventi (in Italia si veda la L. banc. del 1936) sancisce che il sistema bancario debba limitarsi esclusivamente alla raccolta del risparmio e all'erogazione del credito a breve, per evitare che attraverso le partecipazioni incrociate e le esposizioni finanziarie a lungo termine con le imprese, la banca potesse entrare in crisi strutturale, provocando così una crisi sistemica, come era avvenuto nel 1929, quando le banche, a seguito del ritiro dei depositi da parte dei loro clienti, presi dal panico per la perdita del valore della moneta, non furono in grado di smobilizzare i loro investimenti a lungo

termine né a far rientrare i crediti nei confronti del sistema industriale, essendo così costrette a "fallire".

Se le cause e il processo di adattamento appaiono gli stessi rispetto al sistema anglosassone, la differenza è data dal fatto che mentre in Inghilterra si torna indietro da un processo di **specializzazione**, nei paesi dell'Europa latina le specializzazioni operative vengono create partendo dalla posizione egemone della banca commerciale con la creazione del **gruppo polifunzionale** (che in Italia prende consistenza a partire dalla L. n. 218/1990, c.d. legge Amato).

4. Segue. Il sistema tedesco

Nell'Europa continentale l'unico sistema che non deve adattarsi è quello tedesco, poiché aveva conservato, nonostante la crisi economica degli anni 1929-30, il modello della **banca universale**, ossia quella banca che interviene in tutti i settori del mercato, può operare direttamente in borsa, detiene partecipazioni azionarie nel settore industriale e svolge attività di erogazione del credito sia a breve che a lungo termine.

La banca universale quindi, presenta il grossissimo vantaggio della **conoscenza del mercato nella sua interezza**, oltre alla conoscenza dei suoi singoli comparti: conosce tutti i clienti, sia le famiglie, da cui raccoglie il risparmio, sia le imprese, cui non solo può erogare crediti a lungo termine, ma in cui può detenere partecipazioni azionarie. La banca tedesca, inoltre, ha maturato già esperienza come operatore sul mercato finanziario estero, per cui rappresenta non solo un punto di appoggio per il sistema commerciale e industriale tedesco sui mercati non nazionali, ma anche un consulente finanziario per quegli stessi mercati che per esperienza ben conosce. Questa eccezionale forza operativa spiega perché il sistema bancario tedesco sia fortissimo.

Il modello della banca universale, però, presenta anche vistosi limiti. In primo luogo, questo modello di banca è **vulnerabile nei confronti delle crisi sistemiche**: se si crea un contrasto tra le allocazioni finanziarie a breve termine e quelle a lungo termine, la banca rischia di finire sull'orlo del *crack* finanziario, come accadde negli anni 1929-30. Ciò spiega perché la Germania sia così preoccupata dalla stabilità dei cambi e sia portata a creare una cornice rigida a tutela dell'inflazione, dovendo garantire un grado di stabilità all'investitore di lungo periodo, che però necessita anche di una grande stabilità politica e istituzionale, che il sistema costituzionale tedesco è in grado di offrire.

Altro limite di questo tipo di sistema è la **tendenza a non produrre innovazione finanziaria**, poiché esso tende piuttosto a privilegiare il capitale di debito. La scelta su come diversificare gli

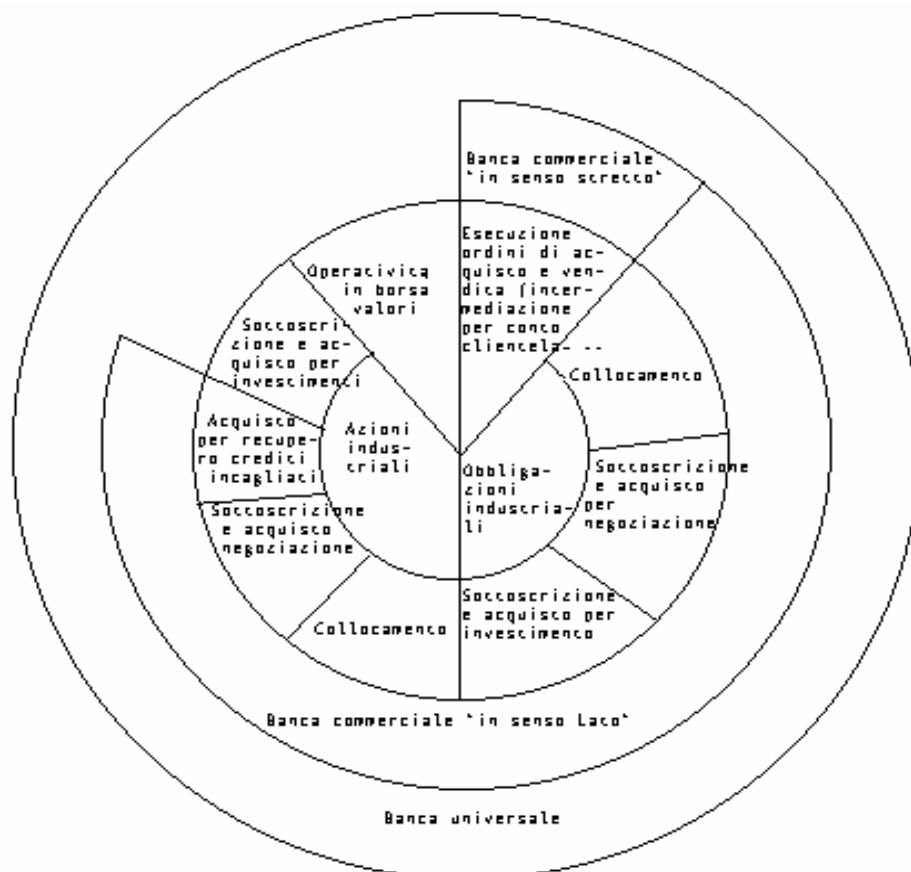
investimenti del cliente, infatti, è effettuata dalla banca: il risparmiatore normalmente si limita a consegnare il proprio surplus monetario ad uno sportello e consegue già un buon livello di rendimento dal semplice deposito bancario (notevolmente migliore rispetto a quello garantito, ad esempio, in Italia) grazie alla stabilità dei tassi passivi relativamente bassi. Il costo dell'intermediazione di questo operatore è basso, quindi dal punto di vista del mercato, è un operatore efficiente che remunera i depositi e non fa pagare troppo l'accesso al credito. Avendo il mercato dell'intermediazione monetaria un basso livello di costo, i mercati finanziari alternativi hanno uno spazio oggettivamente limitato, perché la loro appetibilità è data proprio dall'offerta di rendimenti maggiori rispetto al settore bancario. Al contempo, dal punto di vista dell'impresa, chi ha bisogno di capitale da investire, invece di emettere azioni, può chiedere alla banca mutui a tassi relativamente bassi. A ciò si aggiunga la componente di rischio presente in questi altri tipi di investimento, che contribuiscono a favorire la propensione verso il sistema bancario.

Questi fattori hanno determinato una **ridotta dimensione dei mercati mobiliare in Germania**. La stessa acquisizione di partecipazione da parte delle banche ammonta ad una quota del tutto modesta dell'attivo (5% ca.) oltre a riguardare solo le poche grandi banche commerciali, quelle che stando al quadrante sotto riportato sono le uniche a potersi qualificare come banca universale in senso proprio, mentre le banche radicate sul territorio regionale svolgono pressoché esclusivamente attività creditizia tradizionale ed obbligazionaria (vale a dire emissione di certificati di deposito).

Anche il **mercato obbligazionario** tedesco vede un ruolo dominante del sistema bancario, a differenza degli altri Paesi europei, Italia e Francia in testa, dove a partire dagli anni '70, con notevole incremento negli anni '80, si ha una massiccia presenza dello Stato in qualità di emittente titoli obbligazionari, generalmente per far fronte agli impegni di spesa. In Germania, invece, il modesto disavanzo pubblico ha determinato una minima diffusione di innovazioni a livello di valori a reddito fisso.

Si spiegano così le **minori innovazioni normative in materia di mercati finanziari** nell'ordinamento tedesco man mano che si espandeva il processo di globalizzazione dei mercati. Solo recentemente sia per la preoccupazione che la Germania rimanesse fuori dal circuito delle grosse piazze finanziarie, sia per la spinta del processo di integrazione comunitaria (vedere paragrafo successivo), il Governo tedesco ha dovuto affrontare il problema del sottodimensionamento del mercato dei capitali.

Fig. 1 – Il quadrante delle banche.



5. La libera circolazione dei capitali

Nel sistema finanziario europeo il processo di adattamento è accelerato dalla presenza del mercato unico costituito con il Trattato di Roma istitutivo della Comunità Economica Europea (CEE), che nelle intenzioni dei padri fondatori doveva essere **mercato unico** delle merci, dei servizi e dei capitali. Per quanto riguarda in particolare quest'ultimo, gli artt. 67 e seguenti del Trattato CEE prevedono la **libertà delle transazioni finanziarie di carattere autonomo**, cioè non collegate alla consegna delle merci, alla retribuzione per la prestazione di servizi e per l'esecuzione dei lavori (di cui invece si occupa l'art. 106, c.d. libera circolazione dei pagamenti).

Pur previsto dal Trattato di Roma, lo spazio finanziario europeo non ha trovato immediata realizzazione. Ciò è stato dovuto principalmente all'inciso contenuto nell'art. 67 che prevede la

realizzazione della libera circolazione dei capitali “nella misura necessaria al buon funzionamento del mercato comune”, inciso del tutto assente dalle altre norme che sanciscono i diritti fondamentali della comunità. Ciò testimonia una certa cautela, come del resto ha avuto modo di rilevare la Corte di Giustizia delle Comunità (sn. 11 novembre 1981, causa 203/80, caso Casati), secondo la quale la collocazione dell'art. 67 del Trattato nel titolo sulla “libera circolazione delle persone, dei servizi e dei capitali” della parte seconda sul “fondamenti della Comunità”, non mette in discussione che la libera circolazione dei capitali costituisca “una delle libertà fondamentali della Comunità”, ma sottolinea come essa si distingua rispetto alle altre libertà dello stesso titolo a causa degli “**stretti legami**” che lo spostamento di capitali presenta **con la politica economica e monetaria degli Stati membri**.

La Corte osserva come “nella fase attuale non si può escludere che l'assoluta libertà di qualsiasi movimento di capitali possa compromettere la politica economica di questo o quello Stato membro e provocare uno squilibrio della sua bilancia dei pagamenti, pregiudicando così il buon funzionamento del mercato comune”. La graduale eliminazione delle restrizioni alla libera circolazione dei capitali, che doveva avvenire attraverso direttive del Consiglio dei Ministri delle Comunità (art. 69), rimase così bloccata per ragioni essenzialmente politiche. Nelle parole della Corte si legge chiaramente l'idea politica dei Paesi membri, che ritenevano che per poter costruire un mercato unico finanziario era necessario raggiungere prima la convergenza delle politiche economiche e di bilancio degli Stati membri, in modo che non si determinasse uno squilibrio tra le economie nazionali, che producesse una convenienza per gli investitori con conseguente drenaggio delle risorse finanziarie verso il mercato più efficiente o verso il sistema industriale più remunerativo.

6. Segue. L'Atto Unico Europeo

Nel 1986 i Paesi membri prendono atto che la convergenza delle politiche economiche non è stata attuata, ogni Stato continua ad avere la propria politica di bilancio, quindi sussistono differenti tassi di inflazione, differenti deficit pubblici e differente risulta lo spessore del mercato mobiliare. A ciò si aggiunga l'incombere della concorrenza internazionale a seguito del processo di internazionalizzazione innescato dall'evoluzione tecnologica negli anni '80, per cui, qualora il sistema finanziario europeo non si fosse unificato, avrebbe perso la sfida della **globalizzazione**, anche perché proprio la **rivoluzione telematica** rendeva sempre **più facile lo spostamento di**

capitali a livello mondiale. Questi due fattori portarono al cambiamento di strategia della Comunità operato con l'Atto Unico Europeo (AUE), con il quale vengono rovesciati i termini con cui fino ad allora era stato impostato il problema: la liberalizzazione dei capitali va considerata il prius a cui non potrà non seguire la convergenza delle politiche economiche, poiché la possibilità di libero spostamento dei capitali avrebbe costretto gli Stati nazionali ad escogitare un sistema virtuoso di adattamento per evitare che ciò si ripercuotesse in un danno per i singoli Stati membri.

Con la direttiva del Consiglio 24 giugno 1988 n. 361 si sancisce una **liberalizzazione completa dei movimenti di capitali** con effetto dal 1° luglio 1990 per otto membri (prevedendosi in un secondo tempo la realizzazione per Spagna, Irlanda, Grecia e Portogallo). In particolare, l'Allegato 1 elenca le operazioni finanziarie che devono ritenersi liberalizzate. Questa normativa, per molti versi ancora di principio, viene in seguito ad essere completata da numerose misure concernenti la liberalizzazione dei servizi finanziari: l'adozione della seconda direttiva in materia bancaria 15 dicembre 1989 n. 646 (recepita in Italia con D. Lgs. n. 481/1992), in cui si sancisce in materia di vigilanza il principio dell'*home country control* e soprattutto si sposa tendenzialmente il modello della banca universale; la direttiva n. 91/96 nel settore assicurativo e nel settore dei valori mobiliari, la direttiva 93/22 del 10 giugno 1993.

7. L'evoluzione del mercato mobiliare europeo

La direttiva CEE n. 93/22 in materia di servizi di investimento nel settore dei mercati mobiliari, entrata in vigore nel 1996, disciplina, al fine di stabilire un **livello di armonizzazione minimo**, sia le regole relative al rilascio dell'autorizzazione ad operare alle imprese di investimento sia l'attività di intermediazione in sé. L'elenco delle attività soggette al procedimento di armonizzazione, che quindi definisce anche l'ambito di applicazione della direttiva, è in allegato alla stessa. In realtà, già prima del 1993 la cit. direttiva in materia bancaria liberalizza l'attività di intermediazione per le banche, nel senso che a seguito dell'autorizzazione unica esse possono svolgere le attività elencate in allegato, tra cui anche quelle di intermediazione mobiliare. Tale armonizzazione, però riguarda soltanto i servizi prestati dalle banche, dalle loro filiali e dalle società nate a seguito del processo di gemmazione di cui si è detto, con esclusione quindi di quelli prestati da soggetti esterni a holding bancarie. La dir. 93/22, invece, mira a realizzare un'armonizzazione minimale delle legislazioni nazionali garantendo così la **compiuta attuazione dei principi della libera prestazione di servizio e della libertà di stabilimento nel settore dei servizi di**

investimento mobiliare. L'intermediario è autorizzato a svolgere le attività indicate dal Paese in cui si è costituito come tale, purché sempre secondo le regole prescritte dalla direttiva stessa, può liberamente operare nell'intero territorio comunitario sulla base di tale autorizzazione (c.d. **passaporto europeo**), sia direttamente attraverso la costituzione di filiali o agenzie in loco sia indirettamente tramite succursali, pur dovendo comunque rispettare le norme di interesse generale emanate dai singoli Stati membri.

La direttiva in materia di servizi di investimento mobiliare, però, non si limita ad armonizzare le regole sulla costituzione ed autorizzazione delle imprese di investimento, ma disciplina anche le attività di intermediazione e l'accesso ai mercati regolamentati. I controlli sono esercitati dalle autorità del Paese di origine per quanto attiene al rispetto dei requisiti di stabilità e delle regole prudenziali (*home country control*), mentre sono esercitati dalle autorità del Paese ospitante per quanto attiene alle **regole di comportamento** applicandosi la **normativa dello Stato ospitante** in attesa di una futura armonizzazione. In ogni caso, le attività svolte nello Stato ospitante non possono violare norme adottate da quest'ultimo per motivi di interesse generale.

Queste disposizioni si applicano anche alle banche autorizzate a svolgere attività di intermediazione mobiliare (art. 2, co. 1).

Per concludere questa analisi sull'evoluzione del mercato europeo non si può non far riferimento al Trattato di *Maastricht*, che peraltro ha sostituito le norme del trattato CEE in materia di libera prestazione di servizi finanziari a partire dal 1° gennaio 1994 con le nuove disposizioni degli artt. 73 B-73 G. Il Trattato sull'U.E. stabilisce espressamente che gli obiettivi delle Comunità devono essere perseguiti attraverso la **instaurazione del mercato comune e dell'unione economica e monetaria**.

Il nuovo trattato prevede inoltre che le politiche comuni, puntualmente indicate nel trattato istitutivo, siano attuate nell'ambito di una politica economica fondata sullo stretto coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri, sul mercato interno e sulla definizione di obiettivi comuni, e condotta conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza. Le nuove disposizioni sulla libera circolazione dei capitali, in particolare l'art. 73 B, sono ispirate ad un concetto di **liberalizzazione più estesa**, poiché concepita non solo in rapporto con gli Stati membri, ma anche con i Paesi terzi, giungendo così ad un recepimento normativo completo del processo di **internazionalizzazione**.

CAPITOLO 4

LA REGOLAMENTAZIONE DEL MERCATO MOBILIARE

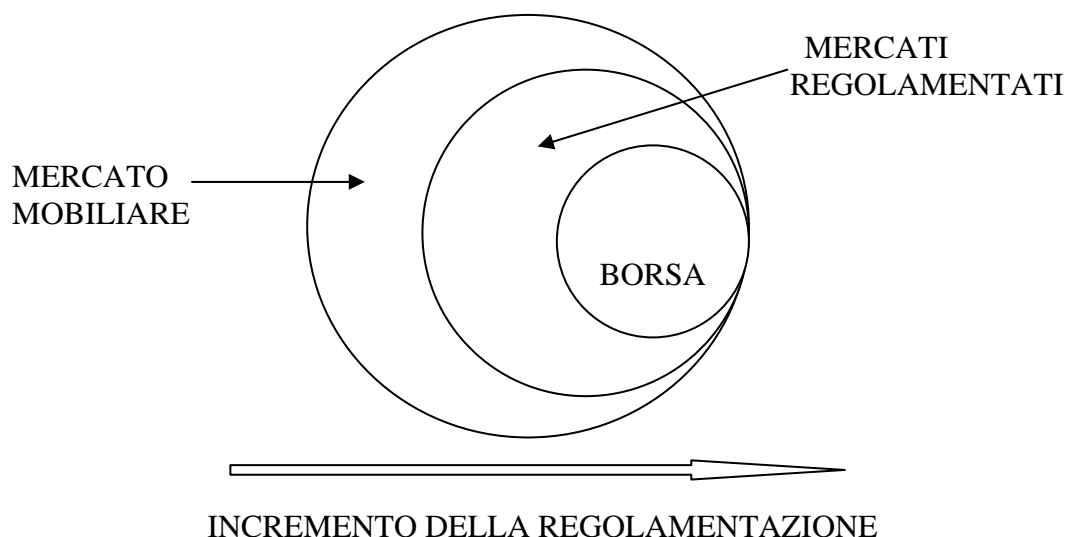
1. Mercato mobiliare e mercati regolamentati

Come dovrebbe essere emerso da quanto detto in precedenza, quando si parla di mercato mobiliare non si fa riferimento esclusivamente alla borsa, la quale a sua volta oggi è solo uno dei mercati regolamentati, tra i quali occupa indiscutibilmente una posizione di rilievo per la sua funzione economica e quindi giustificando la tendenza ad una maggiore regolamentazione rispetto agli altri mercati regolamentati.

Il **mercato mobiliare**, come si è visto nel cap. 1, è quel mercato che ha ad oggetto i **valori mobiliari**, ossia tutti quei particolari strumenti finanziari dotati di un elevato grado di trasferibilità, che non sono solo quelli oggetto di transazioni nei mercati regolamentati.

Quando si parla di regolamentazione del mercato mobiliare, quindi, si fa riferimento a tutta la disciplina che ha come presupposto l'esistenza di un valore mobiliare (si veda, ad esempio, in Italia la disciplina in materia di sollecitazione all'investimento). **I mercati regolamentati**, invece, sono quei mercati fatti oggetto di un'attività di regolamentazione, non necessariamente di tipo pubblicistico, che detta i requisiti perché un titolo possa essere negoziato in tale mercato, requisiti di tipicità del titolo stesso e requisiti **di trasparenza** e di **stabilità patrimoniale**, ed eventualmente di **redditività, dell'emittente**. Al suo interno una posizione privilegiata occupa il mercato dei titoli azionari, alla quale è dedicata una regolamentazione più capillare soprattutto sotto il profilo dei requisiti di ammissione del titolo alla negoziazione, normalmente più rigorosi. Si riscontra, qui l'incremento di regolamentazione man mano che dal più generale concetto di mercato mobiliare si passa a quello di mercati regolamentati per giungere infine alla borsa.

Fig. 1 - Mercato mobiliare



Scopo primario della regolamentazione del mercato mobiliare, sia esso strutturato come mercato di *brokers*, di *dealers*, ad asta, che richiedano la presenza di uno o più *market makers*, è di evitare che si disarticoli in uno o più mercati regolamentati e in un mercato “parallelo”. Per ottenere la c.d. **concentrazione delle contrattazioni** nel mercato è necessario sottoporre a regolamentazione in primo luogo, **tutti i prodotti**, sia quelli in circolazione sia quelli che il processo di innovazione finanziaria potrebbe in futuro produrre; in secondo luogo, **tutti gli intermediari**, riservando lo svolgimento dell’attività di intermediazione mobiliare, in tutte le sue forme, solo a soggetti autorizzati perché in possesso dei requisiti previsti. Sottoponendo gli operatori ad un regime pubblicistico di autorizzazione, li si sottopone anche all’obbligo di conformarsi alle modalità di svolgimento delle singole attività imposte dall’autorità preposta alla regolamentazione e vigilanza del mercato.

E’ necessario, inoltre, regolare le **diverse forme di mercato**, ossia prevedere più mercati, con requisiti di accesso e negoziazione diversi, in modo da garantire che ciascun titolo venga negoziato nel segmento più opportuno e ad ogni segmento di essere regolato tenendo conto delle sue caratteristiche peculiari.

2. L'oggetto dell'attività di intermediazione mobiliare

Le transazioni sul mercato mobiliare possono avere ad oggetto sia titoli rappresentativi di un rapporto di partecipazione diretta nell'attività di gestione di colui che recepisce fondi nel mercato (ad es. l'azione), sia titoli che incorporano o semplicemente documentano un rapporto di debito/credito tra emittente o intermediario e investitore (ad es., l'obbligazione), sia più in generale tutti gli strumenti nati dal processo di sofisticazione e innovazione finanziaria, attraverso il processo di *securitization* e che abbiano raggiunto il necessario livello di tipizzazione.

Requisito essenziale perché un **valore mobiliare** possa dirsi tale, infatti, è la **negoziabilità**, e perché tale requisito sussista è necessario che uno strumento finanziario sia stato tipizzato, attraverso una fonte normativa o primaria (come nel caso di azioni ed obbligazioni) o regolamentare (come *futures* e *options* con il reg. Banca d'Italia cit. e warrants con il reg. Consob n. 4088/89) o anche attraverso un meccanismo di autoregolamentazione da parte degli operatori stessi. La tipicità, quindi, è il presupposto indispensabile della negoziabilità. La necessaria tipizzazione degli strumenti finanziari per ricondurli nella nozione di valore mobiliare, e quindi per assoggettarli alla corrispondente normativa, pone il serio problema di un vuoto di normazione per tutto l'atipico. Ciò spiega poiché in materia di regolamentazione si è dettata una definizione di strumento finanziario talmente ampia ed elastica da risultare omnicomprensiva e rimettere alla normazione di rango regolamentare la individuazione di strumenti che abbiano raggiunto un certo grado di tipicità.

3. L'oggetto ed i fini della regolamentazione

Lo sconvolgimento delle classificazioni tipiche e l'introduzione di forme di **commissione delle attività** nei tre settori tradizionali del **mercato finanziario** ha determinato la necessità di una **riregolamentazione** (ved. cap. 2).

Le opzioni in sede di regolamentazione del mercato finanziario possono essere sostanzialmente tre:

- 1) sottoporre allo stesso tipo di regolamentazione tutti e tre i comparti del mercato (vale a dire regole uguali per banche, assicurazioni e intermediari mobiliari);
- 2) regolare separatamente ciascun comparto, permettendo agli intermediari di operare solamente in un comparto;
- 3) regolare le singole attività tipiche, permettendo a diversi intermediari di svolgerle.

La tendenza attuale, riscontrabile a livello comunitario (dir. CEE n. 22/1993), e confermata in Italia dalla attuale normativa (si veda il d.lgs n. 58/1998) è quella a regolamentare le singole attività tipiche di intermediazione mobiliare e consentire di svolgerle a tutti o solo ad alcuni degli intermediari dei tre settori, normalmente individuando anche i requisiti perché tali soggetti possano essere ammessi a svolgere tali attività. La regolamentazione delle attività tipiche di intermediazione, quindi, normalmente ha come pendant la regolamentazione dei requisiti soggettivi ed oggettivi per rivestire la qualifica di intermediario autorizzato ad operare in quel settore del mercato, rimettendo la verifica della sussistenza di tali requisiti all'autorità preposta a quello specifico settore ovvero all'autorità unica preposta a tutto il mercato finanziario. Al provvedimento di tipo autorizzatorio, inoltre, normalmente si accompagna un provvedimento di tipo dichiarativo (iscrizione in un albo), che sostanzialmente ha la funzione di sottoporre l'intermediario ai poteri di vigilanza e regolamentari dell'autorità pubblica.

Due sono le opzioni che è possibile seguire nel prevedere la **vigilanza** del mercato finanziario, poiché o si attribuisce il controllo su tutti e tre i settori ad uno stesso soggetto ovvero si possono individuare tre distinte autorità preposte ai singoli settori, siano essi regolamentati in modo uniforme o meno.

Le istanze cui normalmente risponde la regolamentazione degli intermediari e/o delle attività sono, in primo luogo, quella di garantire la **correttezza dell'intermediario**, che nel caso del mercato mobiliare è l'obiettivo primario, proprio perché sussiste un rapporto di tipo fiduciario il cliente, per cui è necessario evitare il contrasto fra gli interessi dell'investitore e quelli dell'intermediario; in secondo luogo, la **trasparenza del mercato**, dettando regole dirette a prevenire comportamenti fraudolenti o manipolativi del mercato, quali quelle presenti in molti ordinamenti in materia di insider trading; e solo in subordine, la **stabilità**, ossia la garanzia di solidità patrimoniale dell'intermediario.

4. Segue. La stabilità

Il problema della stabilità si pone in modo diverso a seconda delle attività esercitate dall'intermediario e comunque rimane in secondo piano, a differenza di quanto accade in materia di intermediari creditizi e assicurativi, dove la prevenzione dell'instabilità patrimoniale è l'essenza stessa del controllo realizzato attraverso la c.d. vigilanza prudenziale, ossia l'intervento dell'autorità di vigilanza nel merito della gestione aziendale dell'intermediario.

Se l'intermediario svolge esclusivamente **attività di negoziazione per conto terzi** (*broker* o rappresentante all'asta), l'unico rischio corso è quello **dell'inadempimento del suo cliente** e quindi sostanzialmente di ricavare dalla vendita forzata dei titoli una somma tale da non coprire il prezzo pagato più i costi (c.d. **credit risk** o rischio di contropartita). A garantirsi da tale rischio è però sufficiente la **capitalizzazione minima** richiesta all'intermediario per poter operare e la previsione di **coefficienti (o ratios)** di liquidità, oltre alla istituzione dei fondi di garanzia (si veda in Italia l' art. 18 D.lgs n. 58 del 1998 e per gli intermediari esteri l' art. 60).

Ove l'intermediario svolga attività di negoziazione in proprio (*dealer* o *underwriter*), al **credit risk** si aggiunge il rischio di una diminuzione brusca del valore dei titoli in portafoglio (c.d. **position risk**), a tutela del quale vengono generalmente imposti **indici di patrimonializzazione** proporzionali all'ammontare e alla composizione del portafoglio dell'intermediario.

Nel caso in cui l'unica attività svolta sia quella di **consulenza**, il problema della stabilità sostanzialmente non si pone.

L'attività di gestione, invece, è ritenuta meritevole di particolari cautele di tipo patrimoniale, poiché con essa l'impresa di intermediazione raccoglie ingenti volumi di risparmio, considerato oggetto di tutela pubblicistica particolarmente rafforzata in tutti gli ordinamenti. In realtà, l'impresa che svolge esclusivamente attività di gestione non è soggetta al *position risk*, poiché nella gestione il rischio di svalutazione del portafoglio titoli è trasferito integralmente al gestito, poiché il gestore è obbligato a restituire non l'ammontare versato, ma esclusivamente il controvalore dei titoli in portafoglio al momento del rimborso. A differenza dell'attività creditizia, dove la banca deve restituire la somma versata più gli interessi, e dove quindi per garantire la restituzione è necessario un controllo di tipo prudenziale, nell'attività di gestione il controllo deve riguardare piuttosto la **correttezza della gestione**: le regole di condotta dettate scongiurano l'avventatezza dell'investimento.

5. Segue. La correttezza. Il conflitto di interessi

Lo scopo principale della regolamentazione delle attività di intermediazione mobiliare è quello di garantire la correttezza degli operatori, a cui vengono imposti una serie di **obblighi di disclosure**, ossia di manifestazione di tutti gli elementi in cui vi sia un contrasto tra gli interessi dell'intermediario e quelli dell'investitore, in modo che quest'ultimo possa, nel decidere di

concludere il contratto, essere consapevole della non neutralità della controparte. Si distingue tra conflitto di interessi intrinseco e conflitto di interessi estrinseco.

Il conflitto di interessi intrinseco consiste nella contrapposizione che si verifica normalmente in un rapporto contrattuale in cui una delle parti è obbligata a svolgere una prestazione nell'interesse dell'altra, che è sempre presente come potenziale, ma che può essere presente in concreto ove l'incaricato tenda ad operare in modo da perseguire il maggior utile possibile per sé piuttosto che il miglior servizio per la controparte.

Con **conflitto di interessi estrinseco** si indica il fenomeno per il quale l'intermediario che svolga contemporaneamente più attività di intermediazione mobiliare può perseguire un interesse diverso da quello che perseguirebbe nel caso di compimento esclusivo di una sola attività di intermediazione: si pensi all'esempio classico del contemporaneo svolgimento dell'attività di consulenza e a quello di negoziazione in proprio. Per evitare il verificarsi di questo tipo di conflitto si possono utilizzare due modalità:

1) **la specializzazione funzionale**, per cui gli intermediari che svolgano determinate attività non possono svolgerne altre, prevedendosi cioè la possibilità di ottenere l'autorizzazione solo per una delle attività regolamentate;

2) **la trasparenza di ruolo**, obbligandosi l'intermediario ad evidenziare nel rapporto contrattuale l'attività svolta, comunicando al cliente gli eventuali conflitti di interesse presenti in quella operazione e usando forme contrattuali tipizzate dall'autorità di controllo.

Generalmente a ciò si accompagna l'imposizione di una **separatezza** sotto il profilo **contabile e organizzativo delle singole attività**: l'impresa di intermediazione deve dotarsi di una struttura organizzativa in grado di garantire che l'impresa possa svolgere le diverse attività di intermediazione in modo che risultino del tutto separate tra loro e vi sia una sostanziale autonomia decisionale tra i dipendenti preposti ai vari settori (c.d. *chinese walls*). Tale separatezza, però, rischia di rimanere sul piano esclusivamente formale, per cui l'imposizione di obblighi di *disclosure* deve ritenersi comunque il sistema migliore.

La recente tendenza degli intermediari alla **polifunzionalità** rende difficile la specializzazione funzionale e rende preferibile la trasparenza di ruolo, vale a dire scegliere come soluzione al conflitto la **prevenzione**. Questa è la tendenza attualmente prevalente in sede di regolamentazione nei vari ordinamenti nazionali, ma anche a livello di accordi internazionali (si veda, a livello locale, la dir. CEE n. 22/93).

6. Le forme organizzative del mercato

Sia il mercato primario che quello secondario possono diversamente strutturarsi a seconda delle caratteristiche dei titoli e/o degli emittenti. E' possibile individuare le seguenti forme di organizzazione:

1) **mercato a ricerca autonoma**, ossia la forma elementare del mercato, in cui ciascuna delle parti sopporta il costo della individuazione e della contrattazione con la controparte. In questo modo si attecchiscono i mercati secondari caratterizzati da un volume estremamente scarso di contrattazione e i mercati primari in cui l'emittente provveda direttamente al collocamento dei titoli emessi;

2) **mercato di brokers**, in cui cioè sono presenti degli intermediari, i *brokers* appunto, che hanno il compito di far incrociare domanda e offerta, la cui funzione economica, quindi, è quella di abbattere i costi, anche in ordine di tempo, di una autonoma individuazione della controparte negoziale, attraverso il principio delle economie di scala, dietro corrispettivo di una "commissione". Sotto il profilo giuridico questi soggetti possono essere qualificati come mediatori (art. 1754 cod. civ.). Questa forma di organizzazione si riscontra soprattutto nei mercati ove vi sia un ridotto numero di contrattazioni, di valore unitario estremamente elevato, che non determinano la convenienza dell'intermediario alla negoziazione in proprio;

3) **mercato di dealers**, vale a dire mercati in cui operano intermediari che detengono uno stock di titoli ed operano in proprio, potendo garantire così agli investitori che si rivolgono loro la **liquidità di portafoglio**, ossia la possibilità di una rapida liquidazione delle loro posizioni. Essi giuridicamente sono dei **commissionari**, ed ovviamente il prezzo da loro applicato è tanto più tendente al prezzo perfetto quanto maggiore è la concorrenza tra i *dealers*.

Il mercato si strutturerà come mercato di *dealers* ove gli intermediari valutino l'esistenza di una **convenienza**, ossia prevedano che giungano sistematicamente richieste di negoziazione di titoli e possano lucrare un profitto dalla differenza tra il prezzo di acquisto e quello di vendita dei titoli detenuti. Il profitto dei *dealers* è il costo, in termini economici, di un certo livello di liquidità del mercato.

Per ragioni di economie di scala, i *dealers* tendono a specializzarsi in alcuni titoli, impegnandosi pubblicamente a comprarli e a venderli per un determinato periodo di tempo alle condizioni rese note, e non più in base ad un giudizio di convenienza effettuato affare per affare. In tal caso gli intermediari prendono in nome di *market makers*;

4) **mercati ad asta**, dove si ha l'individuazione automatica sia della controparte sia del miglior prezzo disponibile, convogliando in un unico "luogo" i vari flussi, massimizzando così le

possibilità di incontro tra le controparti. Perché un mercato si strutturi ad asta è necessario un flusso abbondante e sistematico di ordini di taglio omogeneo.

L'asta può essere **semplice**, ove riguardi solo il lato della domanda, come nel caso del mercato primario (in particolare quello dei titoli di Stato), o **doppia**, ossia riguardi sia il lato della domanda che quello dell'offerta.

L'asta organizzata, in cui è presente un banditore che coordina e rende note le entità e le condizioni degli ordini di segno opposto, in modo da permettere agli operatori di individuare la controparte disposta a contrattare alle condizioni più appetibili, può adottare due differenti modalità tecniche:

a) **asta a chiamata**: il banditore, ad un certo momento del giorno, invita tutte le parti interessate a trattare un certo titolo. Dopo aver sentito tutte le proposte provenienti dal mercato, il prezzo viene fissato al livello che soddisfa tutta la domanda e l'offerta, prezzo che si applica però a chi è disposto ad acquistare ad un prezzo più elevato; b) **asta continua**: i prezzi si formano man mano che per ogni ordine in arrivo si trovi un ordine di segno opposto e un prezzo di equilibrio. E' questo il sistema oggi utilizzato in Italia nel mercato unico nazionale, poiché le tecnologie informative hanno reso possibile un'organizzazione di tal genere, che per altro consente di tendere alla formazione di un mercato perfetto.

Nei mercati organizzati ad asta operano, quando l'asta è andata, **i rappresentanti all'asta**, che letteralmente "gridano" le proposte contrattuali per conto dei loro clienti. A differenza del broker, che è un mandatario incaricato di ricercare la controparte negoziale attraverso una trattativa privata, il rappresentante all'asta, in realtà, non ha poteri negoziali che vadano oltre l'individuazione della parte disposta a contrattare alle condizioni comunicategli.