

A. P. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2018 (estratto)

CAPITOLO I IL MERCATO DEI CAPITALI

1. Il sistema finanziario

Nel mondo in cui viviamo nessun agente economico provvede autonomamente al soddisfacimento dei propri bisogni. Al contrario, famiglie, imprese ed enti pubblici concentrano le risorse di cui dispongono nello svolgimento di una specifica attività e conseguono quel che serve al soddisfacimento dei propri bisogni mediante lo scambio delle utilità da loro prodotte con le utilità prodotte da altri consociati.

1.1. *Le caratteristiche fondamentali dell'economia di mercato*

La vita quotidiana è costantemente segnata da tale dinamica. I professori di diritto, per esempio, non dedicano le proprie risorse alla produzione del caffè con il quale cominciano la giornata; piuttosto, si concentrano nello studio e nell'insegnamento della materia di propria competenza, scambiano con altri il loro *expertise* e utilizzano i proventi che ne derivano per un ulteriore scambio con l'impresa che gestisce il bar o il supermercato dal quale acquistano il caffè. Con espressioni di maggior rigore tecnico, gli attuali sistemi economici risultano caratterizzati da *specializzazione produttiva e meccanismo di mercato*.

Per il buon funzionamento del meccanismo di mercato è decisivo poter comparare le utilità oggetto dello scambio e disporre di un adeguato mezzo di pagamento. La difficoltà di identificare a quante tazzine di caffè può corrispondere una lezione di diritto e la circostanza che il gestore di un bar può non avere interesse alcuno alla materia giuridica costituiscono un ostacolo allo scambio che nella maggioranza dei casi sarebbe insormontabile senza la presenza di uno strumento di semplificazione. Consentendo di misurare il valore dei beni e, nel contempo, di fungere da mezzo universale di scambio, la *moneta* permette di conseguire una simile semplificazione. La maggiore diffusione degli scambi in denaro rispetto a quelli in natura segna il passaggio da un'economia primitiva fondata sul baratto all'odierna economia di mercato. In un tale sistema ciascun agente economico si specializza nella

produzione di una determinata utilità - tipicamente: un bene o un servizio - e la scambia con una somma in denaro capace di misurarne il valore e di essere immediatamente impiegata per un ulteriore scambio.

La disponibilità di moneta in capo a ciascun agente economico può, peraltro, essere assai diversa. Per alcuni la quantità di denaro conseguito dallo scambio può eccedere quella che occorre per soddisfare i propri bisogni. Per altri, invece, il denaro a disposizione può essere inferiore al necessario. Con un certo grado di astrazione, si possono, pertanto, distinguere *unità in surplus* e *unità in deficit*: le prime hanno più di quanto spendono; le seconde hanno meno di quanto serve loro. In quest'ultima condizione si trovano tipicamente le imprese e gli enti pubblici; tra la produzione di utilità e il conseguimento del corrispettivo derivante dal loro scambio intercorre, infatti, normalmente, un intervallo temporale che impedisce l'immediata disponibilità delle somme richieste dall'attività produttiva. In modo altrettanto tipico, le unità in *surplus* sono identificabili nelle famiglie, il cui impiego di risorse monetarie è, di regola, inferiore al denaro conseguito, così da poter accantonare come risparmio una quota del proprio reddito. Non mancano, naturalmente, le eccezioni: un'impresa o un ente pubblico, il cui bilancio presenti utili di gestione, è un'unità in *surplus*; così come è un'unità in *deficit* una giovane famiglia, che debba acquistare la prima casa.

1.2. La circolazione del denaro

Il trasferimento dalle unità in *surplus* alle unità in *deficit* consente l'efficiente allocazione delle risorse monetarie in eccesso, permettendo la crescita e lo sviluppo economico. Proprio in ragione della loro specializzazione produttiva, imprese ed enti pubblici sono nelle condizioni migliori per utilizzare le risorse in eccesso secondo modalità idonee a generare ulteriore ricchezza da dividere con le famiglie. Nel contempo, un aumento della capacità produttiva di imprese ed enti pubblici favorisce l'occupazione e aumenta i consumi, così da innescare il circolo virtuoso della crescita e dello sviluppo economico. Si immagini, per esempio, che il risparmio delle famiglie, anziché essere tenuto "sotto il materasso", venga utilizzato per finanziare una *start up* innovativa nella produzione di strumenti meccanici di precisione. Se l'impresa ha buon fine, i ricavi generati dalla *start up* tornano a vantaggio di tutti i soggetti coinvolti: delle unità in *surplus*, che ottengono la restituzione del capitale affidato con un'ulteriore remunerazione altrimenti non conseguibile; delle unità in *deficit*, che percepiscono gli utili dell'attività imprenditoriale come corrispettivo del rischio imprenditoriale assunto; della società nel suo complesso, che beneficia di maggiore occupazione e di aumento dei consumi, a loro volta capaci di generare ulteriore ricchezza.

Nel trasferimento di risorse monetarie dalle unità in *surplus* alle unità in *deficit* l'elemento temporale svolge un ruolo di particolare rilevanza. Per un verso, la disponibilità immediata di una somma di denaro presenta

un'utilità maggiore della medesima disponibilità tra un anno. Pertanto, quando un'unità in *surplus* trasferisce una somma di denaro a un'unità in *deficit* con l'accordo di una restituzione in un momento successivo, la prima si priva dell'utilità di una disponibilità attuale, mentre la seconda beneficia di un'utilità immediata che, altrimenti, non avrebbe avuto. Sotto un diverso profilo, l'intervallo temporale tra il trasferimento del denaro e la sua restituzione espongono al rischio che quest'ultima possa mancare, per il comportamento doloso del debitore o - più normalmente - per il rischio che strutturalmente connota l'attività produttiva in cui le risorse finanziarie sono impiegate (c.d. *rischio di impresa*). Per tali ragioni, l'utilità immediata di cui l'unità in *surplus* si priva e il rischio di mancata restituzione dell'importo trasferito giustificano una remunerazione adeguata che, nella sua forma più semplice, è costituita dall'*interesse*. Maggiore è il costo per l'unità in *surplus* della temporanea rinuncia all'immediata disponibilità del denaro (c.d. *liquidità*) e maggiore è il rischio della mancata restituzione, maggiore sarà il tasso di interesse. Tra utilità della liquidità e costo del denaro, così come tra il rischio di un trasferimento di moneta e il suo rendimento, sussiste, in altri termini, un rapporto di proporzione diretta.

Alla luce delle osservazioni sin qui svolte è, quindi, possibile comprendere che cosa sia il *sistema finanziario* nel contesto di un'economia di mercato: l'insieme di istituzioni e strumenti che consentono il trasferimento delle risorse monetarie dalle unità in *surplus* alle unità in *deficit*, al fine di consentirne un'allocazione efficiente e permettere la crescita e lo sviluppo economico, secondo una pluralità di meccanismi che consentono di remunerare la disponibilità di denaro offerta dalle unità in *surplus* alle unità in *deficit*.

2. Gli ostacoli alla circolazione del denaro

Nel mondo reale, tuttavia, il sistema finanziario si deve misurare con alcuni ostacoli che ne possono compromettere, anche in modo grave, il funzionamento. Tradizionalmente la scienza economica sintetizza tali ostacoli nei concetti di costi di transazione, asimmetrie informative e diversità nelle preferenze.

2.1. I costi di transazione

I costi di transazione identificano un fenomeno facilmente riscontrabile nell'esperienza comune. Al pari di qualsiasi altra attività umana, ogni scambio di utilità economiche – “transazione”, secondo una traduzione letterale e giuridicamente non appropriata dell'espressione inglese “*transaction*” - comporta un insieme di costi necessari alla sua realizzazione. Così, per esempio, l'acquisto di un vestito comporta il costo connesso al tempo impiegato per raggiungere il negozio e identificare il vestito adeguato, il costo derivante

dall'impossibilità di svolgere un'altra attività, in alcuni casi il costo di un paziente ascolto dei consigli poco discreti dei commessi. Identificati come categoria concettuale da Ronald H. Coase (1910-2013), premio Nobel per l'economia nel 1991, i costi di transazione costituiscono l'equivalente economico dell'attrito nel mondo fisico: ampiamente pervasivi, possono essere così alti da ridurre convenienza e frequenza degli scambi economici.

Nel sistema finanziario i costi di transazione necessari per lo scambio tra unità in *surplus* e unità in *deficit* sono tradizionalmente identificati secondo una tassonomia che distingue: *costi di ricerca della controparte*, necessari al fine di identificare l'interlocutore disposto a concludere lo scambio; *costi di negoziazione*, richiesti per la definizione tra le parti dei termini dell'operazione; *costi di redazione del contratto*, sottesi all'opportunità, specialmente urgente nei rapporti di durata, di fissare il contenuto dell'accordo raggiunto; *costi di monitoraggio*, funzionali al controllo sull'esatta esecuzione del contratto. La peculiarità degli scambi del sistema finanziario - in particolare, la loro tendenziale prospettiva di durata e la complessità nel valutare rischio e rendimento del trasferimento di denaro - comporta che tali costi siano, di regola, particolarmente elevati, sino al punto di eccedere i benefici derivanti dallo scambio e di farne venir meno la convenienza per le parti, nonché, come conseguenza, il vantaggio per l'intero sistema economico. Si ipotizzi, per esempio, una società di medie dimensioni che necessiti di alcuni milioni di euro per una campagna pubblicitaria funzionale al lancio di un nuovo prodotto: l'identificazione delle unità in *surplus* a cui rivolgersi, le singole negoziazioni, l'assistenza legale necessaria per un'adeguata redazione del contratto, il monitoraggio sull'utilizzo delle somme trasferite comportano costi pecuniari e dispendio di tempo tali da suggerire a entrambe le parti di rinunciare all'operazione.

2.2. Le asimmetrie informative

Come si è visto in precedenza (*supra*, n. 1.2.), gli scambi del mercato finanziario sono esposti al rischio che le unità in *deficit* non restituiscano alle unità in *surplus* il denaro ricevuto. La puntuale identificazione di questo rischio e la conseguente definizione del rendimento idoneo a remunerarlo dipendono da un complesso di informazioni relative all'unità in *deficit*, alle caratteristiche dell'impiego a cui sono destinate le risorse finanziarie e a numerosi altri fattori di contesto (per esempio, la congiuntura economica o la stabilità della situazione politica di riferimento). La distribuzione di tali informazioni tra unità in *deficit* e unità in *surplus* non è, tuttavia, uniforme; soprattutto con riguardo alle informazioni che concernono l'utilizzo delle risorse monetarie, le unità in *deficit* godono, infatti, abitualmente di una posizione di superiorità informativa rispetto alle unità in *surplus*. Secondo una classica espressione della scienza economica, tra di loro sussiste una situazione di *asimmetria informativa*.

Comune a numerosi altri contesti economici (si pensi, per esempio, al mercato delle assicurazioni o a quello delle auto usate), nel sistema finanziario la presenza di asimmetrie informative può comportare conseguenze particolarmente gravi.

2.2.1. *L'azzardo morale*. - Facile da intuire è, in primo luogo, la possibilità che l'unità in *deficit* approfitti dell'asimmetria informativa a detrimento dell'unità in *surplus* (c.d. *comportamento opportunistico*): giocando sull'inferiorità informativa di quest'ultima, la prima può riuscire a ottenere risorse monetarie che altrimenti non sarebbero state trasferite. Ben noto alla storia universale del commercio, dove da sempre il venditore scaltro cerca di ingannare il compratore inesperto, e al diritto penale, che riconduce la fattispecie al delitto di truffa (art. 640 c.p.), un simile comportamento viene identificato dal gergo degli economisti con la locuzione "*moral hazard*", abitualmente tradotta in italiano con l'espressione - invero non del tutto propria - di "azzardo morale".

Oltre a essere riprovevole da un punto di vista etico, l'azzardo morale realizzato abusando della propria posizione di superiorità informativa produce - in una prospettiva economica - effetti di rilevante inefficienza. Così, per esempio, l'amministratore di una società decotta, che convince un gruppo di risparmiatori a finanziare un progetto di rilancio senza dichiarare l'effettiva situazione in cui versa la società, determina con il suo comportamento un'inefficiente allocazione delle risorse; in mancanza dell'azzardo morale, il risparmio delle unità in *surplus* sarebbe stato destinato a un impiego caratterizzato da effettive finalità produttive, così da comportare un aumento di benessere per tutti i soggetti coinvolti.

2.2.2. *Gli agency problems*. - Il problema del *moral hazard* assume un carattere specifico quando il soggetto in posizione di superiorità informativa sia nelle condizioni di influire sulla realizzazione degli interessi del contraente. Tale situazione trova il suo archetipo nel contratto di mandato (nella terminologia del diritto anglosassone: *agency*), nel quale, appunto, il mandatario (*agent*) è chiamato a realizzare con il suo comportamento l'interesse del mandante (*principal*) mediante il compimento di uno o più atti giuridici rispetto ai quali dispone di maggiori informazioni. Generalizzando il concetto, la scienza economica identifica come *agency relationships* le ipotesi connotate dalle caratteristiche appena descritte e incentra la propria analisi sul possibile incentivo che sussiste per l'*agent* di approfittare dell'asimmetria informativa a suo favore perseguendo il proprio interesse, anziché quello del *principal*.

Tradizionalmente denominate *agency problems*, tali situazioni sono foriere di numerosi costi (c.d. *agency costs*) e possono, pertanto, determinare un'allocazione delle risorse non efficiente. Come è, infatti, facile intuire, il timore di un azzardo morale da parte dell'*agent* può indurre il *principal* a sostenere dei costi per controllare la condotta del primo (c.d. costi di

monitoraggio o *monitoring costs*). Nel contempo, anticipando il possibile sospetto del *principal*, l'*agent* può investire risorse per assicurare l'effettiva corrispondenza del proprio comportamento agli interessi del *principal* (c.d. costi di garanzia o *bonding costs*). Di qui la possibilità che gli *agency costs* complessivi superino i benefici attesi dall'*agency relationship* e che, come conseguenza, un'attività capace di generare benessere non venga intrapresa perché eccessivamente onerosa.

Il problema risulta di particolare rilievo nel sistema finanziario. Ipotizzando un trasferimento di denaro da un'unità in *surplus* a un'unità in *deficit* che prenda le forme di una partecipazione azionaria, il modello *principal-agent* ben si attaglia, per esempio, al rapporto tra azionisti e amministratori e a quello tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza. Tanto gli amministratori rispetto ai soci quanto gli azionisti di maggioranza rispetto a quelli di minoranza sono, infatti, configurabili come *agents* chiamati a realizzare gli interessi del *principal*, con la conseguente possibilità che da tale *agency problem* discendano costi così elevati da far venir meno per il *principal* - e, quando i costi di garanzia sono troppo alti, anche per l'*agent* - la convenienza economica del rapporto.

2.2.3. *La selezione avversa*. - La possibilità che l'unità in *deficit* possa sfruttare la propria superiorità informativa per tenere un comportamento di azzardo morale e la difficoltà per l'unità in *surplus* - proprio in ragione della distribuzione asimmetrica dell'informazione - di stimare la relativa probabilità, possono determinare, da ultimo, il fenomeno che il gergo degli economisti denomina "selezione avversa" (*adverse selection*).

In conformità a un modello elaborato con riferimento al mercato delle auto usate da George A. Akerlof (1940), premio Nobel per l'economia nel 2001, nell'impossibilità di distinguere tra unità in *deficit* "buone" e unità in *deficit* "cattive", le unità in *surplus* hanno come unica forma di difesa contro il rischio di comportamenti opportunistici il ricorso a un generalizzato aumento del corrispettivo richiesto per l'operazione. Chi trasferisce risorse monetarie, in altri termini, si "protegge con il prezzo", secondo una strategia che, proprio in ragione delle asimmetrie informative, riguarda tutte le unità in *deficit* in modo indistinto. Un simile atteggiamento da parte delle unità in *surplus* favorisce, tuttavia, l'uscita dal mercato delle unità in *deficit* "buone": per queste l'aumento del corrispettivo è ingiustificato e rende l'operazione non più conveniente. Nel contempo, la medesima condotta delle unità in *surplus* induce la prevalenza di unità in *deficit* "cattive" che - proprio per il progettato uso opportunistico delle risorse finanziarie - non si curano dell'aumento del corrispettivo. Il conseguente abbassamento della qualità media delle unità in *deficit* ripropone, a sua volta, la dinamica appena descritta, secondo una spirale che, invertendo la funzione selettiva del mercato, comporta la sempre più marcata diffusione delle offerte peggiori, in luogo delle migliori, sino a giungere all'esito finale di un completo collasso degli scambi.

[...]

CAPITOLO II
LA DISCIPLINA GIURIDICA DEL
MERCATO DEI CAPITALI

1. Perché il diritto disciplina il mercato dei capitali?

Come descritto nel capitolo precedente, il mercato dei capitali è un sistema di rapporti contrattuali che - con il decisivo contributo di intermediari e strutture di *trading* e *post trading* - consente un'efficiente allocazione del risparmio. Che cosa giustifica, in un simile contesto, l'intervento del diritto?

In una prospettiva esclusivamente concentrata sull'efficiente funzionamento del sistema, si potrebbe, infatti, ritenere sufficiente il coordinamento realizzato dal meccanismo di mercato. Accordi contrattuali conclusi da controparti libere e capaci - da sé o grazie all'intervento di intermediari - di valutare rischio e rendimento dell'investimento potrebbero bastare per un'efficiente allocazione del risparmio. Del pari, il perseguimento del proprio interesse da parte di unità in *deficit*, unità in *surplus* e intermediari potrebbe fungere da limite a comportamenti impropri: poiché nessuno è disposto a concludere contratti sfavorevoli e con controparti non affidabili, il perseguimento del proprio interesse individuale potrebbe portare a sanzionare la violazione degli accordi e, per converso, incentivare il loro rispetto. In altri termini, la c.d. *disciplina di mercato* (*market discipline*) potrebbe sostituire l'ordinamento giuridico positivo nell'assicurare il rispetto dei vincoli contrattuali.

Un simile approccio risulterebbe, tuttavia, largamente incompleto. Per un verso, è pacifica nella scienza economica la convinzione che il meccanismo di mercato permette un'ottimale allocazione delle risorse solo nel ricorrere di una pluralità di condizioni difficilmente riscontrabili, in modo compiuto, nel mondo reale. Del tutto normale è, piuttosto, rinvenire nel sistema degli scambi una pluralità di imperfezioni, che, con una metafora, la terminologia degli economisti abitualmente identifica come "*fallimenti del mercato*" (*market failures*). Di qui la necessità di un intervento correttivo delle dinamiche di mercato e, quindi, la possibilità di utilizzare il diritto come strumento per favorire soluzioni efficienti. Sotto un diverso profilo, il funzionamento del mercato è inserito in un contesto sociale più ampio, caratterizzato da preferenze individuali e valori condivisi. L'intervento del diritto consente di considerare entrambi gli aspetti: da un lato, riflettendo i singoli interessi particolari coinvolti nel processo di mercato; per altro verso, conformando la materia economica secondo i valori del contesto sociale di riferimento, tra i quali assumono particolare rilievo la giustizia negli scambi e l'equità nella distribuzione delle risorse.

L'intervento del diritto nel mercato dei capitali può, pertanto, giustificarsi alla stregua di ciascuna di queste prospettive: come rimedio ai

fallimenti del mercato, così da conseguire un'efficiente allocazione delle risorse che, altrimenti, non sarebbe realizzata; in quanto esito di una dinamica politica volta a soddisfare interessi particolari; come tentativo di conformare il meccanismo di mercato secondo un criterio normativo che rifletta valori condivisi nel contesto sociale di riferimento.

2. L'approccio economico

Il mercato dei capitali risulta caratterizzato da numerose imperfezioni. Ampio spazio sussiste, pertanto, per un intervento normativo diretto a ristabilire le condizioni necessarie perché il meccanismo di mercato consenta un'efficiente allocazione delle risorse disponibili. Nel contempo, anche le regole giuridiche presentano, a loro volta, delle imperfezioni. L'intervento del diritto è, infatti, sempre costoso: la redazione e l'attuazione coattiva delle norme, le condotte che i consociati devono adottare per la loro osservanza, i vincoli e, per conseguenza, le opportunità che le regole precludono, sono alcuni dei molti costi derivanti dall'introduzione di una disciplina giuridica del mercato. Possibile è, pertanto, che nel loro insieme i costi delle regole ne eccedano i benefici. Al pari del mercato, in altri termini, anche il legislatore può "fallire" (c.d. *regulatory failure*), ponendosi, pertanto, il problema delle condizioni alle quali l'intervento del diritto risulta efficiente.

2.1. Le imperfezioni del mercato dei capitali

La scienza economica identifica tradizionalmente quattro ipotesi di *market failures*, tutte ricorrenti - sia pur in misura diversa - nel mercato dei capitali. Il linguaggio degli economisti parla di esternalità negative, beni pubblici, asimmetrie informative e situazioni di mercato non competitivo.

2.1.1. *Esternalità negative e beni pubblici.* - Come evocato dalla previsione dell'art. 1372, co. 2, c.c. («il contratto non produce effetto rispetto ai terzi che nei casi previsti dalla legge»), normalmente i contratti di scambio esauriscono i loro effetti tra le parti. Quando ciò accade, l'interesse individuale di ciascun contraente e l'interesse generale a un'ottimale allocazione delle risorse vengono a coincidere, secondo l'esito di efficienza che caratterizza il sistema economico di mercato. Così, se uno studente che ha due tranci di pizza ne scambia uno con un compagno che ha due lattine di birra, il contratto realizza, nel contempo, l'interesse di ciascuno studente a un pasto equilibrato e un'allocazione delle risorse migliore di quella precedente lo scambio.

In alcune ipotesi, tuttavia, lo scambio può generare conseguenze nei confronti di soggetti estranei al contratto tra le parti, così determinando una dissociazione tra interesse individuale delle singole parti e interesse generale.

Si immagini, per esempio, un ristorante che offra ai propri clienti un gustoso piatto a base di verze, ma le cui cucine diffondano esalazioni che finiscono per invadere una limitrofa pasticceria. Assai conveniente per le parti, lo scambio tra il ristoratore e i suoi clienti produce, di contro, un pregiudizio per il titolare della pasticceria. In una prospettiva di interesse generale, alla soddisfazione dell'interesse dei singoli contraenti corrisponde, in tal modo, una diminuzione di benessere per il terzo, interessato dalle conseguenze pregiudizievoli dello scambio, ma a questo estraneo. All'opposto, si ipotizzi un imprenditore che organizzi, come misura promozionale della propria attività, uno spettacolo di fuochi d'artificio destinato ai propri clienti, ma che può essere goduto, per le caratteristiche dell'evento, anche da chiunque si trovi nelle vicinanze. Oltre a essere favorevole per le parti, lo scambio tra l'imprenditore e i suoi clienti produce un beneficio anche per tutti gli spettatori "non paganti". In una prospettiva di interesse generale, alla soddisfazione di questi ultimi non corrisponde, in tal modo, per l'imprenditore una soddisfazione altrettanto adeguata: pur conseguendo il "corrispettivo" di una fidelizzazione dei propri clienti, quest'ultimo non riesce a recuperare il costo dello spettacolo dai terzi che pur ne hanno beneficiato. In entrambi i casi, il mercato lasciato a sé stesso non riesce a raggiungere un'allocatione ottimale delle risorse. Perseguendo il proprio interesse individuale, il ristoratore aumenterà, infatti, la produzione della propria specialità, senza curarsi degli effetti pregiudizievoli per la pasticceria. Del pari, nell'impossibilità di recuperare i costi dello spettacolo pirotecnico dagli spettatori "non paganti", l'imprenditore preferirà un'altra forma di spettacolo promozionale, in tal modo privando di un'importante opportunità di lavoro l'organizzatore dei fuochi d'artificio.

La scienza economica identifica entrambe le ipotesi con il termine "esternalità". Nel primo caso, si è in presenza di un'*esternalità negativa*, conseguente alle caratteristiche del bene prodotto; nel secondo, ricorre un'*esternalità positiva*, parimenti derivante dalle caratteristiche del bene (c.d. *bene pubblico*) e, più in particolare, dalla possibilità di un godimento contestuale da parte di più soggetti (c.d. *consumo non rivale*) e dai costi esorbitanti necessari per escludere taluno dal relativo accesso (c.d. *non escludibilità*). Lasciato a se stesso, nel primo caso il meccanismo di mercato ha come esito un eccesso di offerta del bene (*overproduction*): non considerando i costi "sociali" dell'attività, l'offerta risulta dipendere unicamente dai costi "privati" necessari per la produzione; di conseguenza, l'equilibrio di mercato si attesta su di un'offerta di quantità superiore al livello che sarebbe ottimale tenendo conto anche dei costi "sociali". Nel secondo caso viene a determinarsi, all'opposto, un difetto di offerta del bene (*underproduction*): non essendo possibile recuperare i costi per la produzione del bene da quanti ne beneficiano "senza pagare" (c.d. *free riders*), l'offerta risulta inferiore al livello che sarebbe ottimale.

Al fallimento del mercato, che consegue alle esternalità, il diritto può porre rimedio in diversi modi. Nel caso di esternalità negative, può introdurre

misure che impongano di considerare - nel gergo degli economisti: “*internalizzare*” - gli effetti determinati dalla propria attività nei confronti dei terzi, come accade, nel diritto privato, con le regole di responsabilità civile o, nel diritto pubblico, con l'imposizione di un'accisa. In presenza di un bene pubblico, l'intervento del diritto può assumere le forme di strumenti giuridici che sostituiscano un'offerta pubblica del bene a quella privata e limitino il comportamento dei *free riders* (come avviene, per esempio, con un provvedimento di nazionalizzazione dell'esercito accompagnato da una corrispondente imposizione fiscale).

L'insolvenza di Lehman Brothers nel settembre 2008 e la conseguente crisi a livello mondiale dimostrano drammaticamente come nel mercato dei capitali le esternalità negative costituiscano una possibilità assai reale. Un'eccessiva assunzione di rischio da parte di un intermediario e la sua conseguente incapacità di far fronte ai propri debiti può determinare un effetto negativo nei confronti dell'intero sistema finanziario: l'insolvenza di un intermediario mina, infatti, la fiducia nella solvibilità di tutti gli altri, con la possibile conseguenza di un'interruzione del credito che li renda, a loro volta, insolventi (c.d. *rischio sistemico*). La previsione legale di *requisiti prudenziali* (per esempio, l'imposizione di un determinato rapporto tra capitale sociale e volumi di attività) e, più in generale, la *disciplina di stabilità* costituiscono il tradizionale rimedio giuridico a un tale tipo di rischio. Poiché l'intensità dei requisiti di legge tende a crescere con l'aumentare dell'attività, l'intervento del diritto consente di internalizzare i costi da rischio sistemico, che, altrimenti, finirebbero per essere traslati sui terzi: in presenza di requisiti prudenziali, l'intermediario può, infatti, aumentare la produzione di un determinato bene (per esempio, la conclusione di contratti derivati con elevato grado di rischio) soltanto a condizione di vincolare risorse monetarie proprie “a garanzia” dei rischi assunti e, quindi, di sostenere il costo connesso all'impossibilità di impiegare tali risorse per altre finalità produttive.

Analoghe considerazioni valgono con riferimento alle esternalità positive. Nel mercato dei capitali, l'informazione presenta la caratteristica di non escludibilità propria del bene pubblico. Così, per esempio, le indicazioni di investimento contenute nei *reports* dagli analisti finanziari possono circolare all'esterno della cerchia degli utilizzatori “paganti”. Di qui un'insufficiente remunerazione dei costi sopportati per la raccolta dei dati necessari e, pertanto, una *underproduction* di informazioni di qualità che, al contrario, sarebbero assai importanti per il buon funzionamento del mercato dei capitali. La previsione di una *disciplina legale di trasparenza* può consentire il superamento del problema. L'imposizione alle unità in *deficit* di un obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni rilevanti consente, infatti, un abbattimento dei costi necessari per la raccolta delle informazioni, in tal modo “compensando” gli analisti finanziari della minore remunerazione conseguente all'uso dei *reports* da parte di *free riders*.

Anche la *fiducia* di unità in *surplus* e unità in *deficit* negli intermediari partecipa delle caratteristiche dei beni pubblici. Alimentata dagli investimenti in reputazione posti in essere dai singoli intermediari, a livello di sistema la fiducia consente comportamenti di *free riding* in ragione del suo carattere di non escludibilità: come è facile intuire, un intermediario potrebbe approfittare del generale contesto di fiducia per porre in essere comportamenti di azzardo morale, potenzialmente destinati a generare esternalità negative nei confronti di tutti i partecipanti al sistema. Un intervento giuridico, che consenta lo svolgimento dell'attività di intermediazione soltanto a soggetti autorizzati e successivamente controllati da un'autorità pubblica di vigilanza, può permettere di mantenere la fiducia nel sistema: l'introduzione per via legale di una *riserva di attività* "privatizza" il beneficio della fiducia, in tal modo attribuendolo ai soli intermediari che concorrono a generarla.

2.1.2. *Asimmetrie informative e situazioni di mercato non competitivo.*

- Le imperfezioni nel funzionamento del mercato che conseguono alle asimmetrie informative sono già state illustrate nel capitolo precedente (*supra*, cap. I, n. 2.2.). In questa sede occorre solo aggiungere che, in alcuni casi, i problemi conseguenti alla diffusione asimmetrica dell'informazione possono combinarsi con altri *market failures*. Il riferimento è, in particolare, ai comportamenti di azzardo morale, che originano da una situazione di asimmetria informativa, ma possono ulteriormente risolversi in un problema di esternalità. Così, per esempio, l'intermediario che, approfittando della sua superiorità informativa nei confronti dei clienti, collochi presso le unità in *surplus* strumenti finanziari con eccessivo grado di rischio per lucrare ingenti commissioni genera un rischio di selezione avversa che, determinando un'indistinta perdita di fiducia nell'insieme degli intermediari, può essere considerato, nel contempo, un'esternalità negativa a detrimento dell'intero sistema.

Rimane, infine, da considerare l'ultima fonte di *market failures*, costituita dal ridotto livello di concorrenza che può caratterizzare un determinato mercato. L'allocazione ottimale delle risorse realizzata dal meccanismo di mercato presuppone, infatti, condizioni di concorrenza c.d. perfetta. Tali condizioni ricorrono quando nessun partecipante - né dal lato della domanda né da quello dell'offerta - può influenzare con il proprio comportamento il prezzo di equilibrio. Se, invece, per le caratteristiche del bene o altri fattori esterni un simile presupposto risulti mancare, in tutto o in parte, l'equilibrio di mercato si attesta su livelli non ottimali, propri, rispettivamente, delle situazioni di *monopolio* e di *oligopolio*. In tali casi, il perseguimento dell'interesse individuale da parte del monopolista o dell'oligopolista determina livelli di prezzo e di quantità prodotte che non corrispondono all'interesse generale.

La tradizionale risposta giuridica al problema è costituita dai rimedi previsti dal *diritto della concorrenza*. Nondimeno, anche il diritto del mercato dei capitali può contribuire a limitare le inefficienze che conseguono a situazioni di concorrenza imperfetta. Pur presentando, in linea generale, un

maggior livello di concorrenza, il mercato dei capitali conosce, infatti, situazioni di oligopolio specificamente affrontate dalla relativa disciplina. Si pensi, per esempio, alle problematiche connesse alla presenza di intermediari di grandi dimensioni che hanno adottato il modello di banca universale; ovvero al mercato della valutazione sul merito di credito (*rating*) degli strumenti di debito emessi dalle unità in *deficit*, che, imponendo ai fornitori del servizio (c.d. agenzie di *rating*) un rilevante investimento in «capitale reputazionale», presenta significative barriere all'ingresso e, per conseguenza, un mercato carattere oligopolistico. Specifica del diritto del mercato dei capitali è, in tali casi, l'attenzione ai *conflitti di interesse*: in mancanza di un'adeguata disciplina, l'assenza di un elevato livello di concorrenza potrebbe, infatti, comportare abusi a detrimento delle unità in *surplus* e, quindi, perdite di efficienza rispetto alla situazione che sarebbe ottimale.

2.2. I costi dell'intervento del diritto

Per giustificare in termini di efficienza la regolamentazione del mercato dei capitali, la presenza di *market failures* è condizione necessaria, ma non sufficiente. A meno di ipotizzare un intervento del diritto privo di costi - un "*Nirvana approach*", nelle polemiche espressioni del noto economista Harold Demsetz (1930) -, il beneficio apportato dalla disciplina giuridica del mercato deve essere comparato con i suoi costi. In questa prospettiva, una regolamentazione che comportasse costi maggiori rispetto a quelli che discendono dalle imperfezioni del mercato sarebbe un rimedio peggiore del male.

I costi collegati alla disciplina giuridica della materia economica non sono, peraltro, difficili da identificare. Per un verso, alle norme che impongono un determinato comportamento consegue, anzitutto, il costo necessario per il rispetto delle relative previsioni da parte dei destinatari (c.d. *costi di compliance*). Così, per esempio, le regole di trasparenza, a cui si è più volte fatto cenno, impongono alle unità in *deficit* i costi derivanti dalle spese necessarie per un'adeguata comunicazione delle informazioni al pubblico (personale dedicato, consulenze esterne, diffusione in forma cartacea ed elettronica). Da un altro angolo visuale, l'imposizione di un obbligo o di un divieto generano il costo dell'impossibilità di un comportamento alternativo (c.d. *costi opportunità*). Si ipotizzi, per esempio, che una norma vieti in modo assoluto la negoziazione di strumenti derivati a elevato grado di rischio al fine di evitare possibili ricadute dal punto di vista del rischio sistemico. Accanto al beneficio offerto dalla riduzione di possibili esternalità negative, un simile divieto rende, nel contempo, impossibile il trasferimento del rischio che tali strumenti derivati consentirebbero e, quindi, il beneficio di operazioni di copertura. Le sanzioni giuridiche possono, da ultimo, comportare costi connessi alla loro applicazione e all'eccesso di deterrenza (*overdeterrence*) che possono comportare. Così, per esempio, una norma che punisca la diffusione di false informazioni da parte degli amministratori con numerosi anni di

reclusione può, certamente, prevenire condotte illecite, ma comporta, nel contempo, numerosi costi collaterali: il costo amministrativo del processo necessario per l'applicazione della sanzione; il costo delle strutture detentive; il costo opportunità, che discende dalla scelta di numerose persone, pur capaci e corrette, di rinunciare alla carica di amministratore per timore di incorrere in un procedimento penale o, ancor peggio, in una sanzione detentiva conseguente a un errore giudiziario.

2.3. *Le condizioni di efficienza della disciplina giuridica*

La considerazione dei costi connessi alla disciplina giuridica del mercato dei capitali solleva, pertanto, la questione delle condizioni alle quali l'intervento del diritto può essere considerato efficiente.

2.3.1. *Il teorema di Coase.* - La risposta a un simile problema costituisce l'oggetto di un celebre articolo di Ronald Coase, il cui contenuto è stato nel tempo sintetizzato con l'espressione "teorema di Coase". L'idea fondamentale può essere compendiata nell'osservazione che, in *assenza di costi di transazione*, le parti interessate a risolvere un problema della vita sociale potrebbero sempre raggiungere la soluzione più efficiente mediante un accordo tra di loro, indipendentemente dalla regola giuridica applicabile. Si ipotizzi, per esempio, il caso precedentemente illustrato della pasticceria che patisce le esalazioni provenienti dal vicino ristorante e si immagina, altresì, che la soluzione al problema, dal quale deriva per la pasticceria un pregiudizio economico pari a 10.000 euro, possa essere realizzata, alternativamente, dotando la cucina del ristorante di una cappa adeguata ad assorbire le esalazioni per un costo di 3.000 euro, ovvero installando un apposito sistema di condizionamento nella pasticceria per un costo di 5.000 euro. In assenza di costi di transazione, la soluzione più efficiente sarà raggiunta, indipendentemente dalla disciplina giuridica del fenomeno. Qualora, infatti, l'ordinamento giuridico vieti le immissioni che pregiudicano i terzi, il ristoratore provvederà a installare la cappa, in tal modo risolvendo il problema a un costo minore rispetto a quello proprio della soluzione alternativa e del risarcimento del danno. Nel caso in cui, al contrario, il diritto applicabile consideri tollerabili le esalazioni derivanti dallo svolgimento di un'attività produttiva, il pasticcere negozierà con il vicino l'installazione della cappa a sue spese; una simile soluzione è, infatti, la più efficiente rispetto alla più costosa realizzazione del sistema di condizionamento o al pregiudizio economico che, altrimenti, la pasticceria finirebbe per sopportare.

Nel mondo reale, tuttavia, i costi di transazione sono pervasivi e possono, pertanto, comportare soluzioni inefficienti del problema. Si immagina che - per la particolare litigiosità del ristoratore o per la complessità connessa al reperimento della cappa da parte del pasticcere - i costi di transazione relativi all'accordo tra le parti siano particolarmente elevati, per esempio

ammontando a 4.000 euro. Mentre in presenza di una norma che vieti le immissioni il risultato efficiente viene raggiunto, nel caso di un ordinamento che le consenta liberamente i costi di transazione inducono a scegliere la soluzione non efficiente: piuttosto che spendere 3.000 euro per l'installazione della cappa e sopportare costi di transazione per 4.000 euro, il pasticcere preferirà realizzare l'impianto di condizionamento per una spesa di 5.000 euro, secondo un esito che non coincide, tuttavia, con la soluzione efficiente del problema.

Di qui la formulazione conclusiva del teorema di Coase: l'intervento del diritto è efficiente nella misura in cui *elevati costi di transazione* impediscano una negoziazione tra le parti capace di raggiungere la soluzione al problema. In caso contrario, invece, risulta preferibile una soluzione rimessa alla negoziazione tra le parti, capace di rimediare ai *market failures* senza incorrere nei costi connessi all'intervento della regolamentazione.

2.3.2. *Alcune importanti precisazioni.* - Una simile conclusione può, peraltro, essere precisata in una duplice direzione.

Da un lato, la disciplina giuridica può assumere caratteristiche diverse a seconda del livello dei costi di transazione. In presenza di costi di transazione proibitivamente alti, la soluzione efficiente potrà essere raggiunta mediante *norme imperative* che precludano la stessa possibilità di una negoziazione. Così, per esempio, in una prospettiva di efficienza il divieto penale di utilizzare informazioni riservate nelle contrattazioni in un mercato regolamentato (c.d. *insider trading*) può essere giustificato, da un lato, per le esternalità negative che *l'insider trading* comporta in termini di riduzione della confidenza nella correttezza del mercato; e, dall'altro, per gli esorbitanti costi di transazione che accompagnerebbero una soluzione al problema raggiunta per il tramite di una negoziazione tra *l'insider* e tutti gli altri partecipanti al mercato. Nel ricorrere di costi di transazione meno elevati, la soluzione efficiente potrà essere conseguita, invece, introducendo *norme dispositive*, tendenzialmente configurate replicando la soluzione alla quale giungerebbero le parti se fossero nelle condizioni di contrattare senza difficoltà. In tal modo, infatti, l'ordinamento consente alle parti di risparmiare i costi di transazione connessi alla negoziazione, impregiudicata la possibilità di un accordo in deroga, se per le parti i relativi costi sono più bassi del beneficio che ne deriva, così da conseguire una soluzione più efficiente di quella delineata in via generale dalla norma giuridica. Nell'ordinamento italiano, tale impostazione caratterizza, per esempio, la riforma del diritto societario introdotta nel 2003.

Per altro verso, il teorema di Coase presuppone un agente economico sempre capace di identificare la soluzione più idonea a massimizzare il proprio interesse personale e altrettanto capace di agire in coerenza con tale soluzione. Un simile modello di *agente economico "razionale"* non trova, tuttavia, rispondenza nel mondo reale, dove, al contrario, le scelte economiche - secondo le indicazioni della c.d. economia del comportamento (*behavioral*

economics) - sono sistematicamente influenzate da limiti cognitivi e comportamentali. Come dimostrato da numerosi episodi della storia recente - per esempio, la diffusione tra i risparmiatori italiani dei titoli di debito pubblico emessi dalla Repubblica Argentina sul finire del secolo scorso, considerati a basso rischio nonostante il loro elevato rendimento; oppure, l'eccessiva assunzione di rischio che ha caratterizzato il comportamento di molte sofisticate unità in *surplus* sino alla crisi finanziaria globale del 2008 -, gli scambi che hanno luogo nel mercato dei capitali possono presentare significativi ambiti di "irrazionalità". Considerando i limiti cognitivi e comportamentali alla stregua di costi di transazione, in questa prospettiva possono essere configurate come efficienti anche soluzioni giuridiche di tipo "paternalistico" che determinino l'esito desiderato andando oltre - e, se del caso, anche contro - la volontà delle parti. Così, per esempio, la considerazione dei limiti comportamentali delle unità in *surplus* prive di una particolare competenza finanziaria potrebbe portare a vietare scambi relativi a strumenti finanziari, il cui grado di rischio superi una soglia determinata. Modalità e intensità di un simile approccio sono oggetto di un ampio dibattito. Nessun dubbio sembra, tuttavia, potersi nutrire in ordine all'ingresso di tale prospettiva nella riflessione economica sul diritto del mercato dei capitali e, come si vedrà, nelle strategie normative in concreto adottate dall'ordinamento giuridico.

3. La teoria delle scelte pubbliche

Le conclusioni del teorema di Coase e le indicazioni di *behavioral economics* considerano soltanto il profilo dell'efficienza, deliberatamente ignorando, di contro, gli *effetti distributivi* prodotti dalle specifiche scelte giuridiche. Così, mentre è possibile affermare che, in assenza di costi di transazione, la soluzione efficiente può essere raggiunta indipendentemente dalla regola giuridica applicabile, la medesima conclusione non vale in ordine alla distribuzione della ricchezza: nell'esempio precedente, a seconda della regola giuridica applicabile, il costo per l'installazione della cappa graverà, alternativamente, sul ristorante o sul pasticciere.

La capacità delle norme giuridiche di incidere sugli interessi individuali dei destinatari apre, pertanto, la possibilità che questi ultimi provino a condizionare l'intervento del diritto. Da quest'angolo visuale, la risposta alla domanda sulla giustificazione della disciplina giuridica del mercato dei capitali cambia completamente di segno: in luogo di una soluzione a un problema di *interesse generale*, le regole appaiono come l'esito di un processo volto a realizzare l'*interesse particolare* di chi è più capace di influire sul relativo svolgimento.

3.1. Processo politico e gruppi di interesse

Un simile approccio alla disciplina del fenomeno economico e, più in particolare, del mercato dei capitali è stato sviluppato - a partire da un famoso articolo di George J. Stigler (1911-1991), premio Nobel per l'economia nel 1982 - dalla c.d. teoria delle scelte pubbliche (*public choice theory*). In questa prospettiva, i portatori organizzati di interessi particolari (*interest groups*) sono identificati come attori di un processo volto a influenzare la formazione e l'applicazione delle norme giuridiche. Tale processo si avvale delle possibili vulnerabilità dei soggetti istituzionalmente preposti all'esercizio del potere pubblico e funziona soltanto se la distribuzione della capacità di condizionamento è asimmetrica. Così, per esempio, il sostegno a una campagna elettorale può essere "scambiato" con un impegno al perseguimento di uno specifico interesse; o, in modo più sofisticato, l'eventualità di una futura offerta di lavoro da parte di un soggetto regolato può suggerire al funzionario di un'autorità di vigilanza atteggiamenti "benevoli", così da non precludersi futuri sviluppi di carriera. Nel contempo, se il sostegno alla campagna elettorale è offerto da molti portatori di interessi diversi o se numerose ed economicamente comparabili sono le possibilità di lavoro futuro per i funzionari di un'autorità di vigilanza, un meccanismo simile a quello del mercato a concorrenza perfetta tenderà a consentire soluzioni più equilibrate.

Nelle sue forme più radicali, la teoria delle scelte pubbliche giunge a prospettare la c.d. cattura del regolatore (*regulatory capture*) e, quindi, la subordinazione delle scelte normative agli interessi particolari dei soggetti regolati: soprattutto nei settori caratterizzati dalla presenza di rilevanti centri di potere economico, la disciplina giuridica e la sua applicazione rispondono, pertanto, a dinamiche rovesciate rispetto a quanto ci si potrebbe aspettare.

3.2. *Le scelte pubbliche nel diritto del mercato dei capitali*

Applicato al mercato dei capitali l'approccio di *public choice* spiega in termini assai diversi scelte normative altrimenti giustificabili in termini di efficienza. Si considerino, per esempio, la riserva nell'esercizio dell'attività di intermediazione e i costi connessi alla disciplina di stabilità. Nella permanente validità delle considerazioni svolte in precedenza in una logica di rimedio alle imperfezioni del mercato (*supra*, n. 2.1.1.), non può, tuttavia, negarsi che simili misure giuridiche costituiscono una barriera all'ingresso capace di limitare la concorrenza e, come tali, sono più gradite agli *incumbents* di quanto lo siano a chi vorrebbe entrare nel settore (*newcomers*).

Ciò non significa, naturalmente, che il contenuto della disciplina sia determinato *tout court* dagli *incumbents*. La corrispondenza tra effetto economico delle norme e preferenze individuali può, tuttavia, consentire una più consapevole percezione del problema oggetto del processo di formazione e applicazione delle norme. Così, per esempio, il modello di banca universale, la cui adozione è abitualmente giustificata in ragione delle economie di scala e, per conseguenza, della maggiore efficienza che consente, risponde, nel

contempo, all'interesse degli intermediari di più grandi dimensioni a beneficiare di *rendite di posizione*. Di qui la facile spiegazione delle rilevanti resistenze incontrate dalle proposte di ripristino della separazione tra attività bancaria e servizi di investimento, pur fortemente emerse, a livello mondiale, in ragione delle gravi criticità mostrate dal modello nella crisi finanziaria globale del 2008.

4. La prospettiva della giustizia

Un fenomeno economico incentrato sulla circolazione del denaro e caratterizzato da un meccanismo di mercato sembrerebbe intrinsecamente estraneo a istanze di giustizia. La centralità del modello del contratto e, per conseguenza, l'attribuzione alle parti della valutazione sulla congruità dello scambio contrattuale porterebbero, infatti, a escludere la possibilità di sindacare l'accordo raggiunto dai partecipanti al mercato alla stregua di un criterio normativo diverso da quello della volontà libera e consapevolmente formata. In questa logica, per altro verso, un eventuale intervento per un'equa distribuzione delle risorse tra i consociati dovrebbe essere affidato ad altri strumenti del potere pubblico e, in particolare, al prelievo fiscale e alle politiche di *welfare*; un'azione direttamente incentrata sulla disciplina dei rapporti tra privati, di contro, altererebbe il funzionamento del mercato, determinando distorsioni controproducenti per l'intera collettività. Né possono essere ignorate prospettive ancora più crude: smalziti teorici di *public choice* aggiungerebbero che il riferimento alla giustizia è assai spesso strumento retorico per accreditare soluzioni normative funzionali, nella realtà, al perseguimento di interessi particolari.

4.1. Giustizia commutativa e distributiva nel diritto del mercato dei capitali

Istanze di giustizia affiorano, tuttavia, in modo ripetuto nel diritto positivo e nella sua applicazione giurisprudenziale, tanto nella prospettiva di un rapporto di proporzionalità nello scambio (c.d. *giustizia commutativa*), quanto in una logica di adeguata attribuzione delle risorse (c.d. *giustizia distributiva*). Così, per esempio, la disciplina europea in materia di sanzioni amministrative è costantemente ispirata al principio di proporzionalità; o, nel diritto giurisprudenziale italiano, i rimedi privatistici accordati dalle Corti per la violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento tendono a parametrare la tutela delle unità in *surplus* al loro grado di vulnerabilità.

Altrettanto rilevanti sono gli esempi sul versante della giustizia distributiva: la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria (art. 106 TUF); la norma che, nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati alle unità in *surplus* nello svolgimento dei servizi di investimento, pone in capo agli

intermediari l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta (art. 23, co. 6, TUF); e, più in generale, la disciplina dei contratti tra intermediari e unità in *surplus* con ridotta esperienza, tutte dimostrano un intervento del diritto volto a riequilibrare situazioni di marcata disparità tra i soggetti coinvolti e nelle quali l'esercizio libero e consapevole della libertà contrattuale può non essere sufficiente per tutelare la parte debole ed economicamente più vulnerabile. Né mancano orientamenti del diritto giurisprudenziale che lasciano trasparire una marcata opzione distributiva in favore delle unità in *surplus*, non sempre controllata alla stregua del diritto applicabile: la decisione immediatamente successiva al *default* della Repubblica Argentina e di alcune importanti società italiane (c.d. giurisprudenza sul "risparmio tradito") o alcune sentenze nell'ambito del rilevante contenzioso in materia di contratti derivati sono alcuni tra gli esempi di maggiore evidenza.

4.2. *Uno sguardo di sintesi*

Se appare, quindi, meritevole di considerazione in quanto tale, nel confronto con il tradizionale approccio economico e l'impostazione di *public choice* la prospettiva della giustizia appare, altresì, maggiormente capace di consentire soluzioni equilibrate alle problematiche che il diritto del mercato dei capitali è chiamato ad affrontare. Tanto un'attenzione unilaterale alle soluzioni efficienti, quanto *a fortiori* un'esclusiva sottolineatura degli interessi particolari si pongono, infatti, in contraddizione con la coesione sociale di cui pure il mercato ha bisogno per poter funzionare. Nelle acute espressioni di un economista, pur controverso, come Lawrence H. Summers (1954), «l'ironia del sistema di mercato sta nel fatto che, mentre il suo successo dipende dalla capacità di imbrigliare il potere dell'interesse egoistico, la sua sostenibilità dipende dalla disponibilità delle persone a porre in essere comportamenti che non sono egoistici».

In punto di diritto positivo, tale impostazione trova conferma nelle opzioni fondamentali del diritto europeo, nel cui contesto, come si vedrà, si colloca la gran parte della disciplina vigente. Accanto al tradizionale vincolo per gli Stati membri e per l'Unione europea di «agire nel rispetto dei principi di un'economia di mercato aperta e in regime di libera concorrenza, favorendo l'efficiente allocazione delle risorse» (art. 120 Trattato sul funzionamento dell'Unione europea: d'ora in poi, "TFUE"), le recenti modifiche apportate dal Trattato di Lisbona hanno, infatti, introdotto l'ulteriore paradigma di uno «sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata» e «su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale» (art. 3, par. 3, Trattato sull'Unione europea: d'ora in poi, "TUE").

Di qui l'indicazione per il giurista nel senso di una ricostruzione del sistema che coniughi il necessario rispetto dei vincoli di efficienza con le istanze di giustizia commutativa e distributiva che informano l'ordinamento

positivo, nella realistica consapevolezza delle dinamiche politiche che presiedono al processo di formazione e applicazione delle norme. A tale indicazione di metodo farà riferimento, nelle pagine che seguono, la presentazione del diritto vigente.