



ANDREA PERRONE

Il diritto del mercato dei capitali



GIUFFRÈ EDITORE

PRESENTAZIONE

Wise parents do not hesitate to learn from their children. La famosa osservazione di Guido Calabresi vale, analogicamente, anche per gli insegnanti: le domande degli studenti, le discussioni in classe, le sorprese che alcune spiegazioni possono riservare, sono una formidabile compagnia per chiarire le idee e approfondire la conoscenza. Così, bastano poche lezioni in un'aula universitaria per capire che un'adeguata comprensione del diritto del mercato dei capitali non può prescindere da una realistica percezione dei problemi regolati e delle dinamiche da cui originano le scelte normative. Allo stesso modo, sono sufficienti pochi minuti con una platea di operatori del settore per realizzare come sia urgente che le regole, spesso troppo analitiche e in continua evoluzione, siano costantemente ordinate a sistema.

Le pagine che seguono provano a fare tesoro di oltre un decennio di insegnamento, in un momento di particole delicatezza per il diritto europeo del mercato dei capitali. Le crisi economiche di inizio millennio hanno dimostrato con chiarezza l'insufficienza di una disciplina di mercato non accompagnata da regole giuridiche che realizzino un equilibrato temperamento degli interessi in gioco. Nondimeno, il relativo processo normativo è ancora ampiamente *in progress*. Nel massiccio intervento regolamentare che ha caratterizzato le recenti politiche dell'Unione europea è, certo, rinvenibile la volontà di superare le rigidità del finanziamento bancario alle imprese e di consentire una remunerazione del risparmio idonea a soddisfare le crescenti esigenze previdenziali. L'effettiva capacità della disciplina armonizzata nel realizzare gli scopi perseguiti non pare, tuttavia, affatto sicura: la persistente difficoltà della ripresa economica e l'esito della recente consultazione referendaria nel Regno Unito sono indici drammatici di un assetto ancora incompiuto. Di qui l'utilità di un approccio critico e sistematico alle regole sul mercato dei capitali: che consideri con realismo il processo politico sottostante le norme e, nel contempo,

discuta la conformità della disciplina vigente a canoni di efficienza e di giustizia.

Concepito come testo di riferimento per lo studio universitario, questo libro vorrebbe essere utile anche a quanti lavorano nel settore: a chi lo fa quotidianamente, come i responsabili delle funzioni di controllo negli intermediari finanziari, i funzionari delle autorità di vigilanza e i professionisti specializzati; e a chi si avvicina al diritto del mercato dei capitali in modo più occasionale, come spesso accade per giudici e avvocati. L'aggiornamento dei riferimenti normativi è al 30 giugno 2016, quando già si annunciano ulteriori mutamenti delle regole primarie e secondarie. Per la natura delle cose, il lavoro per la seconda edizione incomincia, quindi, il giorno dopo aver licenziato la prima. Commenti e segnalazioni di errori saranno di aiuto alle edizioni che verranno.

* * *

Il doveroso ringraziamento a chi ha reso possibile questo libro coincide con il riconoscimento di una lunga storia di amicizia: con i miei maestri, Francesco Realmonte, Giuseppe Portale, Pietro Abbadesse e Aldo Dolmetta; e con i miei studenti che, da laureati, hanno contribuito al lavoro di redazione: Danilo Semeghini, Stefano Valente, Edoardo Grossule, Tommaso Vessio, Edoardo D'Ippolito, Matteo Musitelli, Virgilio Sollima, Francesca Canzani, Andrea Guadagnino, Enrico Restelli, Luca Astorri, Matteo Arrigoni e Matteo Berti. Il libro è dedicato a loro e a tutti gli studenti incontrati in questi anni.

Milano, 4 luglio 2016

PARTE I
**IL MERCATO DEI CAPITALI
E LA SUA DISCIPLINA GIURIDICA**

Termine estratto capitolo

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*,

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'allocazione 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

CAPITOLO III

LE CARATTERISTICHE DEL DIRITTO DEL MERCATO DEI CAPITALI

1. Il diritto del mercato dei capitali

Il mercato dei capitali è l'oggetto di una disciplina giuridica assai articolata. Il rapporto tra unità in *surplus* e unità in *deficit* — che l'ordinamento vigente identifica, rispettivamente, come *investitori* ed *emittenti* — è, in quanto tale, regolato da norme di *diritto privato*: diritto delle obbligazioni, con riferimento ai profili contrattuali e di responsabilità; diritto societario con riguardo agli assetti organizzativi degli emittenti, le cui azioni siano oggetto di investimento e, per conseguenza, quotate in mercati regolamentati. Nel contempo, la possibilità che i rapporti tra privati generino esternalità negative a detrimento dell'intero sistema finanziario giustifica un complesso apparato di *regole pubblicistiche*, talora immediatamente riferite alle medesime fattispecie regolate dalle previsioni privatistiche. Così, norme di diritto amministrativo disciplinano l'autorizzazione all'esercizio di attività rilevanti per la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario, la vigilanza pubblica su intermediari, emittenti e società preposte alla gestione delle strutture di *trading* e *post trading*, le sanzioni per la violazione delle norme primarie; mentre disposizioni penali presidiano i comportamenti di particolare gravità e rilevanza.

Il complesso di disposizioni così descritto presenta alcune caratteristiche comuni. Il diritto del mercato dei capitali si configura, anzitutto, con un mercato tratto di *specialità* rispetto al diritto comune — civile, societario e amministrativo — di riferimento. Al pari di altre branche del diritto dell'economia — e, in particolare, del diritto bancario e assicurativo —, si connota, altresì, per la presenza di autorità di vigilanza, alle quali è affidato un complesso di poteri sullo svolgimento delle attività proprie del mercato dei capitali, nonché la predi-

sposizione per via regolamentare della analitica disciplina che dettaglia le norme primarie, secondo una scelta di *delegificazione* delle disposizioni di settore. Il vigente diritto del mercato dei capitali è, infine, un diritto di *derivazione europea*.

Per l'importanza che rivestono per comprendere e interpretare le norme positive, a ciascuna di tali caratteristiche occorre dedicare un breve approfondimento.

2. Un diritto speciale

Essendo destinate a regolare fattispecie di carattere generale, le norme di diritto comune possono risultare non adeguate alle peculiarità del mercato dei capitali. Si pensi, per esempio, al rapporto tra intermediario e investitore che precede la decisione di investimento da parte di quest'ultimo: se certamente la fattispecie può essere ricondotta alla disciplina delle trattative precedenti la conclusione del contratto *ex art. 1337 c.c.*, assai chiara appare, nel contempo, la possibile sproporzione tra l'essenzialità della previsione codicistica e la complessità della situazione da regolare.

Un primo aspetto di tale sproporzione è collegato, più in particolare, alla possibile difficoltà di declinare la norma di diritto comune nelle specificità della fattispecie concreta. Utilizzando una categoria propria della scienza economica, ciò equivale a dire che il diritto comune è "incompleto": le relative norme non identificano *ex ante* in modo univoco la regola da valere nelle singole fattispecie concrete che potrebbero essere ricondotte alla sua fattispecie astratta. Per altro verso, l'assetto di interessi sottostante la previsione del diritto comune può non coincidere con quello della situazione da regolare. Si consideri, ancora una volta, l'esempio del rapporto precontrattuale tra investitore e intermediario: accanto all'interesse di ciascuna parte alla correttezza nella fase precontrattuale, presidiato dalla norma codicistica, nel mercato dei capitali sussiste l'ulteriore interesse a evitare le esternalità negative a detrimento dell'intero sistema che il comportamento scorretto di un intermediario può determinare. In tale ipotesi, una norma di diritto comune capace di presidiare gli specifici interessi coinvolti nel mercato dei capitali può mancare *tout court* o, pur esistendo, può prevedere soluzioni non adeguate al problema da

risolvere, con la conseguenza di potersi configurare, in entrambi i casi, l'esistenza di una lacuna.

2.1. *La necessità di norme che rimedino alle insufficienze del diritto comune*

La disciplina speciale del mercato dei capitali è diretta a rispondere a entrambi i problemi. Sotto un primo profilo, le norme possono essere funzionali a colmare le lacune del diritto comune mediante la previsione di istituti *ad hoc*. Si è già visto (*supra*, cap. II, n. 2.1.1.), per esempio, come la disciplina sui requisiti prudenziali o la riserva di attività rispondano al problema generato dalle esternalità che tipicamente caratterizzano l'intermediazione finanziaria; in mancanza di norme specifiche, tale problema rimarrebbe insoluto.

Alla medesima logica rispondono le norme che disciplinano in modo più adeguato alle urgenze del mercato dei capitali fattispecie alle quali pur sarebbe applicabile il diritto comune. Si pensi, per esempio, alla norma che, come si vedrà (*infra*, parte II, cap. II, n. 3.1.1.), subordina l'offerta al pubblico di strumenti finanziari al previo controllo del bilancio dell'emittente da parte di una società di revisione. Al problema connesso alla falsità delle informazioni diffuse risponderebbero, di per sé, la disciplina civilistica della responsabilità civile e le previsioni penali in materia di truffa. La circostanza, tuttavia, che in tal caso l'intervento normativo appronti soltanto un rimedio *ex post* può rendere preferibile una strategia normativa *ex ante* diretta a interdire la condotta illecita: nella prospettiva di salvaguardare la fiducia degli investitori nel buon funzionamento del mercato dei capitali, un intervento preventivo risulta, infatti, assai più adeguato di un rimedio destinato a operare dopo che il fatto pregiudizievole sia già avvenuto.

2.2. *Standards e rules nella disciplina del mercato dei capitali*

In altri casi il diritto speciale del mercato dei capitali rimedia all'"incompletezza" del diritto comune.

A fronte delle numerose peculiarità che connotano il mercato dei capitali, il diritto comune applicabile tende a coincidere con le norme di portata più generale, che un diffuso approccio di teoria generale sinteticamente identifica come "*standards*": solo disposizioni di portata

generale sono in grado di ricomprendere ipotesi concrete caratterizzate da un elevato grado di specificità. Così, nell'esempio del rapporto tra intermediario e investitore precedente la decisione di investimento, la possibilità di sussumere le numerose variabili del caso concreto nella previsione dell'art. 1337 c.c. dipende dall'ampiezza della fattispecie prevista dalla norma (= lo svolgimento delle trattative e la formazione del contratto) e dalla presenza di un precetto formulato in termini di clausola generale (= il dovere di comportarsi secondo buona fede). In un simile contesto, la determinazione della regola da valere nel caso concreto è, di necessità, rimessa al soggetto chiamato ad applicare la norma e, quindi, normalmente, al *giudice* e alla sua discrezionalità. Proprio tale momento di discrezionalità può, tuttavia, diventare problematico: precomprensioni, errori nella percezione del sostrato economico, argomentazioni basate sul "senno di poi" — se non addirittura abusi — sono possibilità che una realistica considerazione del fenomeno non consente di escludere, così rendendo manifesti i limiti strutturalmente propri di una disciplina per *standards*.

La necessità di limitare l'*incertezza* che discende dalla "incompletezza" degli *standards* del diritto comune, la possibilità di ridurre i *costi di applicazione* delle norme — tanto nella prospettiva "privata" della *compliance* con la disciplina vigente quanto sotto il profilo "amministrativo" della sua attuazione coattiva —, nonché l'influenza di una concezione liberale di matrice anglosassone, che tende a ritenere giuridicamente dovuto soltanto ciò che è specificamente disciplinato, contribuiscono, pertanto, a spiegare la diffusa scelta di regolare il mercato dei capitali con norme specifiche dirette a "completare" un diritto comune altrimenti "incompleto". Nella terminologia di teoria generale norme dettagliate nella descrizione della fattispecie e del conseguente effetto giuridico sono identificate come "*rules*". Così, per esempio, in luogo della generale previsione dell'art. 1337 c.c., al rapporto tra intermediario e investitore precedente la decisione di investimento l'ordinamento italiano dedica un nutrito complesso di disposizioni (artt. 26-42 Regolamento Consob, 29 ottobre 2007, n. 16190: d'ora in poi, "Regolamento Intermediari"): in tal modo, per i destinatari della disciplina è più facile identificare la condotta dovuta; per il giudicante è più agevole applicare le previsioni vigenti; per il sistema nel suo complesso è meno costoso l'intervento, pur necessario, del diritto.

CAPITOLO I

RICORSO AL MERCATO DEI CAPITALI
E STRATEGIE NORMATIVE**1. Asimmetrie informative, *agency problems* e modelli giuridici**

Il ricorso di un emittente al mercato dei capitali dipende, in modo cruciale, dal superamento delle asimmetrie informative che strutturalmente sussistono tra unità in *deficit* e unità in *surplus*. Come già discusso in termini generali (*supra*, parte I, cap. I, n. 2.2.), rischi di azzardo morale, fenomeni di selezione avversa e *agency problems* possono, infatti, distorcere, se non addirittura impedire, l'incontro tra domanda e offerta di capitale.

A fronte del fallimento del mercato determinato dalla presenza di asimmetrie informative, l'intervento del diritto contribuisce a rimediare al problema, secondo una strategia normativa che si orienta in una duplice direzione. Per un verso, il diritto può imporre agli emittenti un obbligo di informazione, così da colmare o, quantomeno, ridurre l'asimmetria informativa patita dagli investitori e, in tal modo, consentire a questi ultimi scelte di investimento informate. Tale strategia normativa viene sinteticamente identificata con l'espressione disciplina di *trasparenza* (o *disclosure*) e per molto tempo è stata considerata la chiave di volta per la disciplina giuridica del mercato dei capitali. Nelle parole del famoso aforisma di Louis Brandeis (1856-1941), giudice della Corte Suprema degli Stati Uniti, «la luce del sole è il miglior disinfettante; la luce elettrica è il poliziotto più efficiente».

Sotto un diverso profilo, l'intervento del diritto può contribuire a mitigare gli *agency problems* che affliggono l'investimento nell'emittente, così da ridurne i relativi costi. A tal fine, norme giuridiche possono regolare direttamente il rapporto tra *principal* e *agent* (per esempio, imponendo all'*agent* un determinato obbligo di comportamento) oppure realizzare una particolare allocazione del potere, at-

tribueno al *principal* specifiche prerogative (per esempio, il diritto di revocare l'*agent*) o incentivando una determinata condotta da parte dell'*agent* (per esempio, mediante la correlazione della sua remunerazione all'utilità generata per il *principal*). Poiché la gran parte degli emittenti sono imprese organizzate in forma societaria, la disciplina degli *agency problems* nel contesto del mercato dei capitali è tradizionalmente identificata con l'espressione *governo societario* (o *corporate governance*).

La vigente disciplina degli emittenti può essere ricondotta, ultimamente, a regole di trasparenza o di governo societario. Come già ricordato nella prima parte, la finalità di efficienza, che pur consente di fondare le singole soluzioni normative, non è, tuttavia, in grado di esaurire la giustificazione delle norme: soprattutto con riguardo alle norme di *corporate governance*, le esigenze di efficienza si accompagnano alle istanze di giustizia commutativa e distributiva che informano l'ordinamento positivo, in un contesto particolarmente sensibile alle dinamiche politiche che caratterizzano il processo di formazione e applicazione delle norme.

2. La disciplina di trasparenza

La presenza di asimmetrie informative in ordine alle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari oggetto di investimento comporta effetti differenti a seconda che si consideri il mercato primario o quello secondario.

Nel mercato primario la principale conseguenza della presenza di asimmetrie informative sono fenomeni di selezione avversa. Nell'impossibilità di identificare con precisione rischio e rendimento di un determinato strumento finanziario, gli investitori tendono, infatti, a richiedere un corrispettivo più elevato, comprensivo anche della remunerazione per tale incertezza. Per conseguenza, l'emittente si trova costretto ad aumentare gli interessi promessi sugli strumenti di debito o a diminuire il "prezzo" degli strumenti di capitale sottoscritti (*underpricing*). Così, il costo del capitale risulta maggiore rispetto a quello che sarebbe corretto e come tale eccessivo rispetto al progetto imprenditoriale da finanziare.

Il fenomeno è più complesso nel mercato secondario. In tale

contesto, l'asimmetria informativa tra emittente e investitori incide sulle dinamiche negoziali tra gli investitori che partecipano al mercato. A fronte della possibilità che la controparte disponga di maggiori informazioni sullo strumento finanziario oggetto di negoziazione, così da conseguire un maggiore profitto a scapito del suo *partner* contrattuale, ciascun investitore può essere indotto a proteggersi da tale rischio diminuendo (o aumentando) il prezzo al quale è disposto a comprare (o a vendere). Tale strategia di negoziazione, tuttavia, allarga la forbice tra il prezzo offerto e quello domandato (*bid-ask spread*) e riduce il numero di negoziazioni. Di qui una diminuzione della liquidità del mercato e, pertanto, una richiesta di maggior remunerazione del capitale da parte degli investitori. Ancora una volta, quindi, il costo del capitale per l'emittente risulta più elevato di quanto sarebbe necessario e progetti imprenditoriali altrimenti efficienti rischiano di essere abbandonati perché troppo onerosi.

2.1. *L'informazione al mercato dei capitali*

Al fallimento del mercato così descritto consente di porre rimedio la disciplina di trasparenza. La diffusione di informazioni relative all'emittente e allo strumento finanziario oggetto di investimento permette, infatti, di mitigare, se non addirittura eliminare, gli effetti dell'asimmetria informativa e in tal modo ridurre il costo del capitale per l'emittente. Nel mercato primario la disciplina di trasparenza favorisce l'ottimale allocazione delle risorse; nel mercato secondario, "livella il campo di gioco" per gli investitori, così da aumentare la liquidità del mercato e ridurre il costo del capitale.

Sotto un ulteriore profilo, la diffusione di informazioni sull'emittente e sullo strumento finanziario oggetto di investimento produce effetti positivi sulle decisioni dei soggetti preposti alla gestione dell'impresa: in un contesto trasparente, i *managers* sono indotti a scelte gestionali più meditate e dispongono di spazi assai minori per eventuali comportamenti opportunistici. Pertanto, il rischio di condotte improprie tende a diminuire, con una conseguente riduzione del costo del capitale.

Naturalmente, la disciplina di trasparenza non è priva di svantaggi. Dalle regole di *disclosure* discendono, infatti, costi diretti (si pensi, per esempio, ai costi di preparazione, verifica e diffusione delle informa-

zioni, ovvero ai costi opportunità per gli adempimenti richiesti dalla *disclosure*) e costi indiretti (si consideri, per esempio, la potenziale perdita di un vantaggio competitivo conseguente alla diffusione di informazioni rilevanti per i concorrenti). Per elementari considerazioni di economie di scala, tali costi sono particolarmente onerosi per gli emittenti di minori dimensioni.

2.2. È necessario un obbligo legale di trasparenza?

La considerazione dei benefici offerti agli emittenti dalla trasparenza e, nel contempo, la consapevolezza dei relativi costi sollevano la questione sulla necessità di un obbligo legale di trasparenza. Se la diffusione delle informazioni è decisiva per evitare fenomeni di selezione avversa e per ridurre il costo del capitale, non potrebbe essere sufficiente lasciare agli emittenti la decisione sul livello di trasparenza da adottare? Un incentivo di mercato potrebbe assolvere alla medesima funzione di un generale obbligo legale di informazione, ogni qual volta il beneficio della *disclosure* per l'emittente risultasse superiore al relativo costo. Tanto più che i costi di *compliance* costituiscono una barriera all'ingresso e, pertanto, la relativa disciplina favorisce gli *incumbents* a detrimento dei *newcomers*.

La risposta al problema può essere ricavata applicando le indicazioni del teorema di Coase (*supra*, parte I, cap. II, n. 2.3.1.) e considerando, quindi, il livello dei costi di transazione rilevanti. In linea generale, un meccanismo di *disclosure* affidato al mercato presenta costi di transazione assai ingenti: soprattutto in presenza di un elevato numero di investitori, un accordo su quantità e qualità delle informazioni da diffondere, modalità della *disclosure* ed eventuali sanzioni per un difetto di informazione adeguata risulta così costoso da rendere impraticabile la negoziazione. Per altro verso, i limiti cognitivi degli investitori, soprattutto se non qualificati, costituiscono, a loro volta, un rilevante costo di transazione che si oppone a una pura soluzione di mercato. Non possono, tuttavia, essere escluse ipotesi nelle quali i costi di transazione siano più ridotti. Si consideri, per esempio, un prestito obbligazionario offerto in sottoscrizione esclusivamente a un numero ridotto di SGR specializzate: in tal caso, l'autonoma capacità di tali investitori di valutare la proposta dell'emittente potrebbe rendere superfluo l'adempimento degli obblighi legali di informazione al mer-

CAPITOLO II

LA DISCIPLINA DI TRASPARENZA

1. L'informazione al mercato primario

Secondo quanto fatto palese dalla tradizionale espressione « appello al pubblico risparmio », utilizzata nella rubrica del Titolo II, Parte IV, TUF dedicato alla disciplina dell'informazione al mercato primario, l'accesso al mercato dei capitali costituisce un'operazione “di massa”, con la quale un emittente si rivolge indistintamente al pubblico dei potenziali investitori. Come ripetutamente sottolineato nelle pagine precedenti, tale operazione risulta connotata da una significativa asimmetria informativa tra emittente e investitore, che la disciplina vigente è orientata a ridurre.

Le norme positive di rango primario e secondario sono in gran parte di derivazione europea, trovando la loro fonte nella Direttiva Prospetti, come modificata dalla Direttiva 2010/73/UE. Alcuni aspetti di maggiore dettaglio sono direttamente disciplinati dal Regolamento (CE) n. 809/2004 (d'ora in poi, “Regolamento Prospetti”), da ultimo modificato dal Regolamento delegato (UE) n. 301/2016.

1.1. *L'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita*

La disciplina dell'informazione al mercato primario ha come propria fattispecie di riferimento il fenomeno che il gergo della finanza chiama *initial public offering* (spesso indicato con l'acronimo “IPO”), più analiticamente precisato dal diritto vigente con la nozione di « offerta al pubblico di prodotti finanziari » (art. 1, co. 1, lett. *t*, TUF).

Nella prospettiva di una maggiore tutela dell'investitore, la fattispecie normativa è formulata ricorrendo a *standards* con un forte carattere di inclusività. Da un lato, infatti, in luogo della abituale categoria dello « strumento finanziario », l'*oggetto* dell'offerta è iden-

tificato con « prodotti finanziari », che, come già ricordato (*supra*, parte I, cap. I, n. 4.4.), comprendono gli strumenti finanziari e « ogni altra forma di investimento di natura finanziaria, [esclusi] i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari » (art. 1, co. 1, lett. *u*, TUF: per esempio, le polizze assicurative a contenuto finanziario). Per altro verso, l'*offerta* è definita come « ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti, così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati » (art. 1, co. 1, lett. *t*, TUF).

Nella legge manca, di contro, una puntuale identificazione degli elementi che conferiscano carattere *pubblico* all'offerta. Per opinione diffusa, nondimeno, un'offerta può essere considerata pubblica quando è indirizzata a una pluralità di destinatari non identificabile *ex ante* (nelle tradizionali espressioni del diritto civile, *ad incertam personam*). Una simile nozione non appare, tuttavia, particolarmente dirimente, potendosi identificare ipotesi (per esempio, un'offerta in opzione di azioni di nuova emissione agli azionisti di una determinata società), nelle quali i destinatari dell'offerta sono già determinati, sia pure *per relationem*, e, tuttavia, nessun dubbio sussiste sull'esigenza di protezione degli investitori che giustifica l'applicazione della disciplina. Più persuasivo appare, pertanto, l'approccio — rintracciabile in alcuni orientamenti dell'autorità di vigilanza — che identifica come essenziale l'esistenza di condizioni contrattuali standardizzate e la connessa impossibilità, da parte del potenziale aderente, di pattuire condizioni diverse da quelle originariamente previste. La possibilità per l'oblato di negoziare un differente assetto contrattuale può, infatti, considerarsi indicativo di un'autonoma capacità dell'investitore di valutare la proposta dell'emittente, così da rendere meno necessario, per le ragioni già discusse in precedenza, un obbligo legale di informazione.

Da ultimo, al fine della sussistenza di un'offerta pubblica i prodotti finanziari debbono essere di nuova emissione. Si parla, in tal caso, di *offerta pubblica di sottoscrizione*. Anche prodotti finanziari già emessi possono, tuttavia, formare oggetto di offerta pubblica, così da essere assoggettati alla disciplina dell'informazione al mercato primario. Come si ricava *a contrario* dalla norma che esenta dalla disciplina in esame i prodotti finanziari negoziati in un mercato secondario destinatario di

una disciplina di trasparenza orientata alla corretta formazione dei prezzi (art. 205 TUF), il medesimo problema di superamento delle asimmetrie informative sollevato dall'offerta pubblica di sottoscrizione si pone quando prodotti finanziari già emessi siano offerti sul mercato dei capitali "per la prima volta" (si pensi, per esempio, all'offerta pubblica di vendita avente per oggetto azioni di una società in mano pubblica che viene privatizzata). All'identità delle norme corrisponde, tuttavia, una terminologia differente, che riflette le peculiarità della fattispecie: anziché di offerta al pubblico di sottoscrizione, si parla di *offerta al pubblico di vendita*; invece che come emittente, il destinatario della disciplina è individuato come *offerente*.

1.2. *Il procedimento di offerta al pubblico di valori mobiliari*

Il ricorso al pubblico degli investitori comporta costi di transazione e rischi di selezione avversa particolarmente elevati. Soprattutto nel caso di offerta al pubblico di valori mobiliari, in particolare di azioni e obbligazioni, il gran numero di controparti da ricercare e i costi necessari per l'elaborazione delle informazioni diffuse in virtù della disciplina di trasparenza rendono decisiva per il buon fine dell'offerta al pubblico la presenza di uno o più intermediari, tradizionalmente identificati come sottoscrittori dello strumento finanziario offerto. Mediante la prestazione di uno specifico servizio di investimento, denominato *collocamento* (art. 1, co. 5, lett. c e c-bis, TUF), l'intermediario assolve a una pluralità di funzioni: assiste l'emittente o l'offerente nella definizione di tempi e modalità dell'offerta; come intermediario reputazionale, segnala con la sua presenza la qualità del prodotto finanziario offerto; provvede al *marketing* dell'offerta, in particolare reperendo gli investitori di maggiore rilevanza.

Qualora l'offerta al pubblico si svolga, come è assai frequente, "a prezzo aperto" (*open price*) e, quindi, senza la preventiva determinazione del "prezzo" dello strumento finanziario offerto, l'intermediario che presiede al collocamento (c.d. responsabile del collocamento o *underwriter*) concorre, altresì, in maniera determinante alla fissazione del prezzo mediante il c.d. metodo del *bookbuilding*. Individuato, d'intesa con l'emittente o l'offerente, un iniziale intervallo di valori (c.d. "forchetta"), il responsabile del collocamento provvede a raccogliere le manifestazioni di interesse a carattere non vincolante di investitori

istituzionali, ai quali è riservata una parte consistente dell'offerta al pubblico. In ragione delle indicazioni di quantità e prezzo ricevute dagli investitori istituzionali, il responsabile del collocamento è, così, in grado di identificare il prezzo che riscuote il consenso del mercato e, su questa base, indicare all'emittente il prezzo definitivo dell'offerta al pubblico.

Ulteriormente, l'*underwriter* assicura la diffusione degli strumenti finanziari tra il pubblico, di regola attraverso l'organizzazione di un gruppo coordinato di intermediari (c.d. consorzio di collocamento), che spesso si impegna ad "assorbire" gli strumenti finanziari offerti: sottoscrivendo o acquistando in proprio nella prospettiva di una "rivendita" al pubblico (c.d. *sottoscrizione con assunzione a fermo*); ovvero con la prestazione di una garanzia di sottoscrizione o acquisto degli strumenti finanziari non collocati (c.d. *sottoscrizione con assunzione di garanzia*).

2. Il prospetto informativo e la disciplina dell'offerta

Lo strumento tradizionalmente utilizzato per l'informazione al mercato primario è il prospetto informativo. Come si vedrà, tuttavia, tale strumento non è né l'unico né, probabilmente, il più importante per assicurare la corretta formazione dei prezzi dei prodotti finanziari offerti agli investitori.

2.1. Il prospetto informativo

A norma dell'art. 94, co. 1, TUF, « coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto ». Il prospetto — prosegue l'art. 94, co. 2, TUF — « contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente, [nonché] sui prodotti finanziari e sui relativi diritti ». A norma dell'ultima parte dell'art. 94, co. 2, TUF, infine, « il prospetto contiene, altresì, una nota di sintesi, la quale, concisamente e con linguaggio non tecnico, fornisce le informa-

CAPITOLO III

LE REGOLE DI GOVERNO SOCIETARIO

1. Diritto del mercato dei capitali e regole di *corporate governance*

La disciplina vigente sul governo societario delle società che ricorrono al mercato dei capitali risulta l'esito di un processo articolato e non sempre lineare.

In un contesto, come quello italiano, caratterizzato da società a proprietà concentrata e, quindi, dalla presenza di *agency problems* soprattutto tra maggioranza e minoranza, all'origine dei primi interventi normativi di *corporate governance* si colloca la consapevolezza della particolare rilevanza, per il funzionamento del mercato dei capitali, di regole di organizzazione capaci di tutelare gli azionisti di minoranza. Di qui l'introduzione di norme di diritto societario all'interno di un provvedimento, quale il TUF, orientato alla disciplina del mercato dei capitali. Lo stretto collegamento funzionale tra assetto corporativo e tutela degli investitori giustifica l'originaria delimitazione della disciplina agli emittenti con strumenti finanziari quotati. Tale perimetro è stato, tuttavia, superato con la riforma organica delle società di capitali del 2003. Alcune strategie normative introdotte dal TUF per regolare gli *agency problems* tra maggioranza e minoranza (per esempio, l'azione sociale promossa dalla minoranza) sono state estese, in modo generalizzato, alle società di capitali *tout court*, salva la distinzione, quanto ai requisiti di accesso ai rimedi, tra società "chiuse" e « società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio » (= gli emittenti quotati e le società emittenti di azioni « diffuse fra il pubblico in maniera rilevante »: art. 2325-bis, co. 1, c.c.). A questa stregua, fonte delle regole di governo societario è, in primo luogo, il codice civile.

Gli scandali finanziari di inizio millennio e la conseguente reazione normativa, di cui la l. 262/05 costituisce la più articolata espressione, hanno riproposto il TUF come *sedes materiae* per regole di governo

societario funzionalmente orientate al mercato dei capitali e, pertanto, nuovamente riferite, « salvo che sia diversamente specificato », alle sole « società per azioni quotate » (art. 119 TUF). Nella stessa direzione si è collocata la normativa di recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti (c.d. Direttiva *Shareholders' Rights*: d'ora in poi, "SHRD"), meno concentrata sugli *agency problems* tra maggioranza e minoranza, quanto, piuttosto, orientata a potenziare l'esercizio del diritto di voto, in particolare nella prospettiva di un rafforzamento del ruolo degli investitori istituzionali. Pur presentando un più debole collegamento con il TUF, alla stessa logica di funzionalità alle specifiche esigenze del mercato dei capitali risponde, infine, il Codice di Autodisciplina promosso da Borsa Italiana s.p.a. (d'ora in poi, "Codice di Autodisciplina"): destinato all'adesione volontaria da parte delle società quotate nei relativi mercati regolamentati, secondo un meccanismo legale di pubblicità che richiede, tuttavia, di motivare « le ragioni dell'eventuale mancata adesione » (art. 123-*bis*, co. 2, lett. *a*, TUF: c.d. *comply or explain*).

Alla luce di un simile regime, sembra, pertanto, possibile ricostruire un sistema delle regole di governo societario nella specifica prospettiva del mercato dei capitali e della sua disciplina. Alla sua illustrazione sono dedicate le pagine che seguono, unitamente alla discussione dello strumento di *governance* tradizionalmente considerato come l'emblema del mercato dei capitali: le offerte pubbliche di acquisto.

2. Le norme a tutela delle minoranze

Le strategie di *governance* dirette a mitigare l'*agency problem* tra maggioranza e minoranza derivante dalla concentrazione della proprietà azionaria possono assumere una pluralità di forme.

2.1. La disciplina degli organi di gestione

Una prima modalità di intervento si concentra su elezione e composizione dell'organo amministrativo. Muovendo dalla realistica presa d'atto che l'obbligo codicistico di perseguire l'interesse sociale non costituisce un baluardo sufficiente per impedire una gestione dell'impresa nel prevalente interesse del socio di controllo, il diritto

vigente impone, nel contempo: il sistema del c.d. *voto di lista*, così da assicurare agli azionisti una rappresentanza proporzionale nel consiglio di amministrazione (art. 147-ter, co. 1, TUF); la necessaria presenza di uno o più *amministratori indipendenti* (art. 147-ter, co. 4, TUF); e, con norma in deroga al sistema proporzionale e unica a livello di comparazione giuridica, il vincolo che almeno uno degli amministratori sia espresso «dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti» e non sia collegata in alcun modo alla lista di maggioranza (c.d. *amministratore di minoranza*: art. 147-ter, co. 3, TUF).

La previsione imperativa di meccanismi di elezione e di requisiti soggettivi che impediscono di affidare la gestione dell'impresa unicamente ad amministratori riferibili al socio di controllo può, in concreto, avere effetti assai differenti. L'individuazione dei requisiti di indipendenza con riferimento all'assenza di correlazioni oggettive di tipo familiare e finanziario, ma non anche sociale, e l'attribuzione del potere di nomina al socio di maggioranza, sono, infatti, aspetti del regime vigente potenzialmente in grado di indebolire *de facto* l'indipendenza, in assenza di vincoli adeguati di moralità, professionalità e reputazione personale. Di contro, anche la semplice presenza di un amministratore di minoranza alle riunioni del consiglio, con la conseguente possibilità di accedere alle informazioni condivise in tale sede, può costituire un ostacolo a scelte gestionali in pregiudizio dell'interesse sociale, essendo, altresì, ipotizzabili forme "attive" di coalizione tra amministratore di minoranza e amministratori indipendenti, che possono essere rafforzate da previsioni normative (per esempio, come vedremo, in materia di operazioni con parti correlate) o scelte di autodisciplina (per esempio, in ambito di remunerazione del *top management*).

L'attribuzione di particolari prerogative alle minoranze solleva, naturalmente, il problema della puntuale identificazione delle soglie di possesso azionario rilevanti. A ciò provvede, in virtù del rinvio contenuto nell'art. 147-ter, co. 1, TUF, l'art. 144-quater Regolamento Emissioni. Salva la minore percentuale prevista dallo statuto, la quota minima di partecipazione al capitale necessaria per la presentazione delle liste di candidati è diversificata a seconda della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari, con la conseguenza di assegnare alla soglia del 2,5% prevista dall'art. 147-ter, co. 1, TUF la sola funzione di norma di chiusura. Per le società cooperative la misura del

capitale è determinata dagli statuti anche in deroga ai criteri di computo stabiliti dall'art. 135 TUF (art. 147-ter, co. 1, TUF). Parimenti puntuale è l'intervento per assicurare che le liste di minoranza non siano collegate « in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti » (così l'art. 147-ter, co. 3, TUF, secondo modalità più dettagliatamente regolate dall'art. 144-*quinquies* Regolamento Emittenti). Il necessario possesso, da parte di tutti gli amministratori, dei requisiti di onorabilità analiticamente stabiliti dal regolamento emanato dal Ministro della giustizia ai sensi dell'art. 148, co. 4, TUF (art. 147-*quinquies*, co. 1, TUF) mediante l'identificazione di circostanze ostative (art. 2, d.m. 30 marzo 2000, n. 162) permette, infine, pur nei limiti propri di una disciplina per *rules*, di porre un'ulteriore barriera a un esercizio non adeguato del potere di gestione.

Nei sistemi alternativi di amministrazione e controllo le regole appena esaminate sono in gran parte derogate. Nel sistema monistico, la necessità, di diritto comune, che almeno un terzo dei consiglieri siano in possesso dei requisiti di indipendenza (art. 2409-*septiesdecies*, co. 2, c.c.) sorpassa la previsione sulla necessaria presenza di amministratori indipendenti, che l'art. 147-ter, co. 4, TUF dichiara, coerentemente, inapplicabile. Rimane rilevante, invece, la disposizione sull'amministratore di minoranza, che l'art. 147-ter, co. 3, TUF richiede, tuttavia, abbia anche i requisiti di indipendenza, essendo chiamato dall'art. 148, co. 4-ter, TUF a presiedere il comitato per il controllo sulla gestione. Assai più marcata è la deroga applicabile al sistema dualistico, con riferimento al quale l'art. 147-*quater*, co. 1, TUF si limita a richiedere la necessaria presenza di un consigliere indipendente nel caso di consiglio « composto da più di quattro membri ».

2.2. *Le operazioni con parti correlate*

Oltre a vincolare l'assetto organizzativo dell'organo di gestione, l'intervento normativo per la riduzione degli *agency problems* può incidere anche sul concreto esercizio del potere di amministrazione. Più in particolare, nella prospettiva di prevenire l'estrazione di benefici privati del controllo da parte del socio di maggioranza, il diritto vigente sottopone le operazioni potenzialmente rischiose a regole stringenti dirette ad assicurare « la trasparenza e la correttezza sostanziale e

CAPITOLO I

LA DISCIPLINA GENERALE DELL'INTERMEDIAZIONE

1. Gli intermediari nel diritto del mercato dei capitali

Il funzionamento del mercato dei capitali dipende in modo cruciale dalla presenza di intermediari. Come discusso in precedenza (*supra*, parte I, cap. I, nn. 3.2.1. e 3.2.2.), senza il loro intervento costi di transazione e asimmetrie informative ostacolerebbero la relazione tra investitori ed emittenti, così da precludere il trasferimento diretto di risorse monetarie da unità in *surplus* a unità in *deficit*. Si è parimenti già visto (*supra*, parte I, cap. I, nn. 3.2.1. e 4.3.) come gli intermediari possano operare tanto a livello del rapporto individuale tra investitore ed emittente quanto a livello aggregato: nel primo caso, collegando unità in *surplus* e unità in *deficit* mediante la prestazione di *servizi di investimento*; nel secondo, raccogliendo il risparmio dagli investitori per una sua gestione “in monte” nell’interesse di tutti i partecipanti, mediante la prestazione del servizio di *gestione collettiva del risparmio*.

Servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio pongono all’ordinamento giuridico una pluralità di problemi. Numerose sono, anzitutto, le ipotesi di fallimento del mercato idonee a giustificare un intervento del diritto: le possibili esternalità negative connesse all’insolvenza e all’azzardo morale dell’intermediario; le asimmetrie informative, dalle quali è connotato il rapporto tra prestatore del servizio e investitore; la natura di bene pubblico della fiducia nel corretto svolgimento dell’attività di intermediazione (*supra*, parte I, cap. II, nn. 2.1.1. e 2.1.2.). Nel contempo, la disciplina giuridica è in grado di incidere in modo assai significativo sugli interessi individuali di intermediari e investitori: di qui un rilevante problema di giustizia commutativa e distributiva, potenzialmente esposto, nella sua soluzione da parte dell’ordinamento positivo, all’intervento dei portatori organizzati di interessi particolari (*supra*, parte I, cap. II, nn. 3. e 4.).

Tali profili sono rinvenibili con chiarezza nel diritto vigente, che prevede regole funzionali al contenimento delle esternalità negative (c.d. disciplina prudenziale o *prudential regulation*) e norme dirette ad assicurare trasparenza e correttezza dei comportamenti (c.d. disciplina a tutela degli investitori o *protective regulation*). Al primo ambito appartengono le previsioni che disciplinano «il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari» (art. 5, co. 2, TUF); al secondo le norme che riguardano «la trasparenza e la correttezza dei comportamenti» (art. 5, co. 3, TUF). In entrambi i casi, la prospettiva individuale si collega con un più ampio obiettivo di tipo macroeconomico: il perseguimento di un sistema finanziario stabile, ben funzionante e competitivo, nel quale la fiducia sia adeguatamente salvaguardata (art. 5, co. 1, lett. *a*, *c* e *d*, TUF). Sia pur meno visibili, sussistono, per altro verso, disposizioni orientate alla specifica protezione di interessi individuali: accanto al ricorrente criterio della «tutela degli investitori» (artt. 5, co. 1, lett. *b*; 6, co. 2; 51, co. 2, lett. *b*; 52, co. 3-*bis*, TUF), particolare rilevanza assumono il vincolo per i prestatori dei servizi di investimento a «servire al meglio gli interessi dei clienti» (art. 21, co. 1, lett. *a*, TUF) e il dovere per le SGR, le Sicav e le Sicaf di operare «nell'interesse degli Oicr gestiti [e] dei relativi partecipanti» (art. 35-*decies*, co. 1, lett. *a*, TUF).

Le specifiche caratteristiche dei servizi di investimento e della gestione collettiva del risparmio giustificano la presenza di un duplice sistema di regole, modellato sulle peculiarità di ciascuna attività. Non manca, tuttavia, un nucleo di disciplina comune, di carattere prevalentemente prudenziale, che regola l'accesso al mercato, la vigilanza pubblica sulla prestazione dei servizi e gli interventi per la gestione di possibili criticità.

La disciplina generale dell'intermediazione costituisce, in larga parte, l'esito del recepimento della disciplina europea. Al fine di favorire un mercato unico dei capitali, nei servizi di investimento come nella gestione collettiva del risparmio le regole vigenti sul prestatore dell'attività si conformano alla tradizionale tecnica di integrazione europea fondata sui principi di armonizzazione e mutuo riconoscimento (*supra*, parte I, cap. III, n. 4.2.). Più in particolare, la presenza di una disciplina armonizzata in materia di accesso all'attività e di vigilanza pubblica consente di contemperare le esigenze del mercato unico

europeo con il necessario rispetto delle regole previste da ciascuno Stato membro per rimediare ai fallimenti del mercato: in presenza di autorizzazione e vigilanza da parte dello Stato membro di appartenenza, l'attività può essere prestata in ogni altro Stato dell'Unione europea (c.d. *passaporto europeo*), così consentendo dinamiche concorrenziali capaci di favorire l'integrazione del mercato.

2. L'accesso all'attività

In deroga ai principi generali sulla libertà di impresa, la prestazione dei servizi di investimento e la gestione collettiva del risparmio sono attività soggette a un *regime vincolato*. Diretta a correggere le inefficienze nell'allocatione delle risorse potenzialmente generate da un'indiscriminata dinamica di mercato, la relativa disciplina costituisce, nel contempo, una barriera all'ingresso, con possibili conseguenze di giustizia distributiva per *incumbents* e *newcomers* (*supra*, parte I, cap. II, n. 3.2.), delle quali occorre essere consapevoli per un'adeguata comprensione delle norme vigenti. Nel contempo, il sistema del mutuo riconoscimento attribuisce all'intermediario, cui sia stato consentito l'accesso all'attività, la possibilità di operare nell'intera Unione europea senza necessità di ulteriori autorizzazioni, fatti salvi gli opportuni adattamenti richiesti per il coordinamento nello svolgimento dell'attività di vigilanza.

2.1. La riserva di attività

Nella prospettiva di evitare che comportamenti di azzardo morale da parte di un intermediario pregiudichino la fiducia degli investitori nel buon funzionamento del sistema (*supra*, parte I, cap. II, n. 2.1.1.), in linea generale il diritto vigente riserva l'« esercizio professionale nei confronti del pubblico » dei servizi di investimento « alle imprese di investimento e alle banche » (art. 18, co. 1, TUF), introducendo limitate deroghe a beneficio delle SGR (art. 18, co. 2, TUF), degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 TUB (art. 18, co. 3, TUF) e dei c.d. consulenti finanziari autonomi (artt. 18-*bis* e 18-*ter* TUF). Analogamente, « l'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio » è riservato « alle SGR,

alle Sicav e alle Sicaf », nonché a soggetti comparabili aventi sede in un altro Stato membro dell'Unione europea o, in determinate ipotesi, anche in uno Stato non appartenente all'Unione europea » (art. 32-*quater*, co. 1, TUF). Presidiano l'effettività di un simile vincolo una severa previsione penale — che sanziona comportamenti di « *abusivismo* » con la detenzione da uno a otto anni e la multa da euro 10.325 a euro a 51.645 (art. 166, co. 1, TUF) — e la possibilità di interventi ispettivi preventivi, su denuncia della competente autorità di vigilanza, nel caso di « fondato sospetto » che una società presti servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio « senza esservi abilitata » (art. 166, co. 3, TUF).

La scelta per una riserva limitata all'ipotesi di « *esercizio professionale* » dei servizi di investimento « *nei confronti del pubblico* » trova agevole spiegazione nella *ratio* della disciplina: un'attività svolta in via occasionale e non rivolta al pubblico degli investitori non determina i rischi di esternalità negative sul sistema che la riserva mira a prevenire. Più complessa è, invece, la puntuale definizione dei requisiti di fattispecie. Un indizio di soluzione è offerto, al riguardo, dalla disciplina secondaria, che esclude la sussistenza di un esercizio professionale e nei confronti del pubblico nel caso, rispettivamente, di « servizi prestati in via occasionale ed accessoria, senza predisposizione di idonei schemi organizzativi per il loro svolgimento » e di « servizi prestati da imprese esclusivamente ad imprese controllanti, controllate ovvero controllate dalla stessa controllante o ad imprese ad essa collegate » (così l'art. 2, co. 1, d.m. 26 giugno 1997, n. 329). Oltre a indicare con chiarezza l'orientamento della disciplina secondaria verso una interpretazione restrittiva delle previsioni di rango primario, entrambe le disposizioni identificano, infatti, criteri sufficientemente precisi per la soluzione della questione: l'assenza di un adeguato assetto organizzativo, nel primo caso; l'esaurimento dell'attività all'interno di un medesimo soggetto economico, nel secondo.

Rimane, peraltro, da spiegare perché nella gestione collettiva del risparmio la riserva sia subordinata all'« esercizio in via professionale » dell'attività, ma non a una prestazione del servizio nei confronti del pubblico. Le caratteristiche della gestione collettiva del risparmio sembrano, per la verità, rendere pleonastica la precisazione sulla necessaria professionalità: diversamente da quanto può accadere per i servizi di investimento, un adeguato assetto organizzativo risulta, infat-