

**GIORGIO GASPARRI**

---

# **LA REGOLAZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO**

**FONDAMENTI TEORICI  
E PROSPETTIVE APPLICATIVE  
TRA DIRITTO ED ECONOMIA**



**I SAGGI DI MINERVA BANCARIA**

I SAGGI DI MINERVA BANCARIA

---

**GIORGIO GASPARRI**

# **LA REGOLAZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO**

## **FONDAMENTI TEORICI E PROSPETTIVE APPLICATIVE TRA DIRITTO ED ECONOMIA**

NOVEMBRE 2016



Si ringraziano sentitamente Assoreti Formazione Studi e Ricerche e Assosim che, condividendo le finalità di approfondimento e divulgazione scientifica e di educazione finanziaria, hanno offerto un utile contributo alla pubblicazione del presente lavoro.

# I SAGGI DI MINERVA BANCARIA

L'Istituto di Cultura Bancaria "Francesco Parrillo" è un'associazione sorta a Milano nel 1948. "L'Istituto, escluso qualsiasi fine di lucro, ha per scopo, oltre che provvedere alla pubblicazione della **Rivista Bancaria – Minerva Bancaria**, di promuovere e diffondere la cultura bancaria a mezzo di pubblicazioni o di ogni altro mezzo idoneo" (art. 2 dello Statuto).

Proseguendo nello spirito originario, l'Istituto e l'Editrice Minerva Bancaria, accanto alla pubblicazione della Rivista, la cui linea editoriale è governata autonomamente dal Comitato Scientifico, presieduto dal prof. Giorgio Di Giorgio, hanno avviato le collane "**Quaderni di Minerva Bancaria**", "**Saggi di Minerva Bancaria**" e "**Testi di Minerva Bancaria**", dedicati a monografie e a approfondimenti su temi specifici di interesse del mondo bancario e finanziario.

# Sommario

RAFFAELE LENER

Prefazione ..... VII

MARCO TOFANELLI

Presentazione ..... XIII

**Introduzione** ..... 17

**I - Il mercato e lo Stato** ..... 27

1. La flessibilità polisemica del “mercato”  
e i suoi mutevoli rapporti con l’ordinamento giuridico ..... 27
2. L’evoluzione storica dell’intervento pubblico nell’economia ..... 35

**II - La regolazione economica** ..... 39

1. Il dibattito accademico internazionale  
sulla regolazione delle attività economiche ..... 39
2. Le principali acquisizioni teoriche dell’economia della regolazione ..... 48
  - 2.1 *La Public Interest Theory e i market failures* ..... 48
  - 2.2 *La Private Interest Theory e la Public Choice School* ..... 48
  - 2.3 *La teoria dell’Institutional Economy della regulation* ..... 63

<b>III - La regolazione finanziaria</b> .....	67
1. I fondamenti teorici della regolazione del mercato finanziario e i rischi di <i>regulatory failure</i> .....	67
2. I confini oggettivi del mercato finanziario in senso giuridico e il progressivo sfumare della segmentazione strutturale del mercato finanziario in senso economico .....	85
<b>IV - Profili teorici e applicativi nell'ordinamento italiano e dell'Unione Europea</b> .....	95
1. I principali obiettivi del sistema di regolazione del mercato finanziario nel contesto dell'ordinamento giuridico italiano e dell'Unione Europea .....	95
2. Il problematico inquadramento della potestà regolatoria della CONSOB nel sistema delle fonti del diritto.....	115
3. Le forme di esercizio dell'attività regolatoria di competenza della CONSOB nel raccordo tra la legge sul procedimento amministrativo e la legge per la tutela del risparmio.....	131
4. Il <i>rule-making model</i> affermatosi nella nuova architettura europea della supervisione finanziaria.....	155
5. L'impiego delle tecniche di analisi della regolazione nell'ESMA e nella CONSOB.....	175
<b>Riferimenti bibliografici</b> .....	203
<b>Riferimenti giurisprudenziali</b> .....	249

# Introduzione

*«Finance, suitably configured for the future, can be the strongest force for promoting the well-being and fulfillment of an expanding global population – for achieving the greater goals of the good society»*

R. J. SHILLER, *Finance and the Good Society*, Princeton, 2012

## **Le debolezze del quadro regolatorio evidenziate dall'attuale crisi economico-finanziaria**

Gli anni recenti stanno conoscendo una profondissima crisi che, dopo aver sconvolto la stabilità dei sistemi economico-finanziari, sta mettendo a dura prova l'ordine giuridico dei mercati internazionali<sup>1</sup>.

Le turbolenze della crisi hanno colpito in maniera più virulenta gli Stati Uniti, il Regno Unito, la Spagna e l'Irlanda, oltre a vari Paesi dell'Europa

---

<sup>1</sup> Cfr. ALPA,  *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2009, I, 86.

centrale e orientale: dopo un *boom* del credito e dei prezzi degli immobili, tali Paesi hanno attraversato un tracollo del mercato delle abitazioni e una crisi bancaria che sono sfociati in una vera e propria “recessione patrimoniale”<sup>2</sup>. Un altro gruppo di Paesi, comprendente Francia e Germania, è stato colpito più indirettamente, soprattutto attraverso esposizioni finanziarie verso il primo gruppo<sup>3</sup>. Un terzo gruppo di Paesi – comprendente la maggior parte delle economie emergenti, gli esportatori di materie prime, come Australia e Canada, e i Paesi nordici – è stato coinvolto solo di riflesso.

Il nostro Paese, dal canto suo, pur non avendo risentito di tracolli interni o di esposizioni transfrontaliere eccessive, ha tuttavia dovuto far fronte all’effetto frenante di più lungo periodo, riconducibile a un debito pubblico elevato, a una prolungata carenza di domanda connessa alla bassa evoluzione demografica e a inefficienze strutturali presenti da tempo.

Anche se la crisi non ha avuto lo stesso impatto in tutti i Paesi, le proporzioni che la caratterizzano e la recessione economica che vi si ricollega la rendono, ciò nonostante, la più drammatica del dopoguerra<sup>4</sup> e, a nove anni dal suo culmine, il settore finanziario è ancora alle prese con le sue ricadute.

Le crisi, peraltro, sono parte integrante e non evitabile del nostro processo di sviluppo<sup>5</sup> e, come la letteratura economica ha evidenziato attra-

2 L’espressione “recessione patrimoniale” (*balance sheet recession*) è utilizzata da BORIO, *The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?*, in *BIS Working Papers*, n. 395, 2012, per indicare una contrazione del prodotto associata a una crisi finanziaria dopo un *boom* finanziario.

3 In particolare, in Austria, Francia, Germania e Svizzera le banche sono state sottoposte a tensioni, a causa delle loro esposizioni transfrontaliere.

4 Si vedano, in tal senso, le conclusioni del 78° *Annual Report* del 2008 della Banca dei Regolamenti Internazionali, secondo cui «*the current market turmoil in the world’s main financial centres is without precedent in the postwar period*», e le considerazioni presenti nell’84° *Annual Report* del 2014 della medesima Istituzione, secondo cui «*the Great Financial Crisis (...) that erupted in August 2007 and peaked roughly one year later marked a defining moment in economic history. It was a watershed, both economically and intellectually: we now naturally divide developments into pre- and post-crisis. It cast a long shadow into the past: the crisis was no bolt from the blue, but stemmed almost inevitably from deep forces that had been at work for years, if not decades. And it cast a long shadow into the future: its legacy is still with us and shapes the course ahead*».

5 Cfr. CIPOLLETTA, *Analisi storica delle crisi del XX e del XXI secolo*, in AA.VV., *Profili di gestione delle crisi. Il mercato, le imprese, la società*, a cura di Patalano e Santini, Padova, 2013, 59; KINDLEBERGER, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crisis*, New York, 1978, trad. it. *Storia delle crisi finanziarie*, Bari, 1991. Per l’affermazione secondo cui la storia del diritto dell’economia e delle banche del Novecento è ricca di leggi

verso un'analisi storica, esse rappresentano una costante del capitalismo moderno<sup>6</sup>. Considerando, poi, che la frequenza tradizionale del ciclo economico varia da uno a otto anni, mentre i cicli finanziari più rilevanti per le crisi bancarie e le distorsioni nell'allocazione delle risorse macroeconomiche durano fra i dieci e i venti anni<sup>7</sup>, è senz'altro ipotizzabile che l'economia mondiale sia costretta a faticare ancora a lungo prima di uscire completamente dal cono d'ombra della nuova "Grande Crisi"<sup>8</sup>.

Molto è stato scritto sulle numerose cause che l'hanno determinata, sin dal suo scoppio nel 2007<sup>9</sup>. La maggior parte dei contributi sul tema, al di là

---

«figlie di crisi e di carenze ordinarie», a cominciare dalla prima legge bancaria italiana del 1926-27 e dal roosveltiano "Securities Exchange Act of 1933", fino a giungere al *Sarbanes-Oxley Act (SOX)* statunitense del 2002 e alla l. 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. legge per la tutela del risparmio), cfr. CERA, *Crisi finanziaria, interventi legislativi e ordinamento bancario*, in AA.Vv., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa - Amoroso - Antonucci - Conte - Pellegrini - Sepe - Troiano, Padova, 2010, II, 1195.

- 6 Cfr. COLOMBINI - CALABRÒ, *Crisi finanziarie. Banche e Stati. L'insostenibilità del rischio di credito*, Torino, 2011; ROUBINI - MIHM, *La crisi non è finita*, Milano, 2010, 25; REINHART - ROGOFF, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, 2009; COOPER, *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Petersfield, 2008. A suo tempo, un ex ministro del Tesoro statunitense ha rilevato che le crisi avutesi negli anni novanta, periodo di massima espansione del capitalismo contemporaneo, sono state ben sei: Messico (1995), Thailandia, Indonesia e Corea del Sud (1997-1998), Russia (1998) e Brasile (1998-1999): cfr. SUMMERS, *International financial crises: causes, prevention, and cures*, in *Am. Ec. Rev.*, 90, 2000, 2, 1 ss.
- 7 La misurazione della durata dei cicli indicata nel testo si deve a DREHMANN - BORIO - TSATSARONIS, *Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!*, in *BIS Working Papers*, n. 380, 2012. La letteratura sui cicli economici è, in realtà, assai vasta. Molti, infatti, hanno cercato di spiegare come e perché lo sviluppo di un'economia non avvenga mai in modo lineare e continuo, ma sia caratterizzato da periodi di accelerazione della crescita a cui seguono periodi di rallentamento o di vera riduzione della ricchezza.
- 8 Per qualificare l'attuale crisi finanziaria globale si fa comunemente ricorso all'aggettivo "grande", finora utilizzato per indicare la depressione che colpì il mondo negli anni 1929-1933 e che contribuì non poco ai drammatici sconvolgimenti che condussero alla seconda guerra mondiale. Cfr. PATALANO - SANTINI, *Considerazioni conclusive*, in AA.Vv., *Profili di gestione delle crisi*, cit., 461.
- 9 Tra le numerosissime analisi disponibili si vedano, *inter alia*, EICHENGREEN, *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses-and Misuses-of History*, Oxford, 2015; WOLF, *The Shifts and the Shocks: What We've Learned - and Have Still to Learn - from the Financial Crisis*, New York, 2014; ADMATI - HELLWIG, *The Banker's New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Oxfordshire, 2013; FRIEDMAN, *What Caused the Financial Crisis?*, Philadelphia, 2011; FRIEDMAN - KRAUS, *Engineering the Financial Crisis. Systemic Risk and the Failure of Regulation*, Philadelphia, 2011; DAVIES, *The Financial Crisis: Who is to Blame?*, Cambridge, 2010; ALLEN - CARLETTI, *An overview of the crisis: causes, consequences and solutions*, in *Int. Rev. Fin.*, 1, 2010, 1 ss.; BORIO, *The Financial Turmoil of 2007. A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*, in *BIS Working Paper*, n. 251, 2008; DELL'ARICCIA - IGAN - LAEVEN, *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, in *IMF Working Paper*, n. 106, 2008; ACHARYA - RICHARDSON, *Restoring financial stability: How to repair a failed system? An independent view from New York University Stern School of Business*, New York, 2008; ONADO, «Smoke gets in your eyes». *L'innovazione finanziaria e l'informazione: storie di «fallimenti» del mercato e dei regolatori*, in *AGE*, 2013, 1, 35 ss.; ID., *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, 2009, 70 ss.; MICOSI, *Etimologia della crisi finanziaria*, in *Note e St. Assonime*, Roma, 22 ottobre 2008. Per una peculiare prospettiva cfr. MER-



delle difficoltà macroeconomiche o delle peculiari problematiche geopolitiche delle singole compagini statuali, condivide, nel complesso, le conclusioni del G20 di Pittsburgh<sup>10</sup> e del cosiddetto Rapporto “de Larosière”<sup>11</sup>, entrambi risalenti al 2009. In sintesi, le entità regolate – banche, imprese di investimento, società di revisione, organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e relative società di gestione – hanno contribuito ad aumentare i rischi presenti sul mercato e i regolatori non hanno esercitato al meglio i poteri loro affidati, forse anche a causa dei condizionamenti subiti dall’industria dei servizi finanziari, animata da influenti *players* polifunzionali di livello globale<sup>12</sup>.

A complicare un quadro già intricato hanno, inoltre, incisivamente contribuito, tra i molti, almeno altri tre fattori<sup>13</sup>. In primo luogo, l’affermarsi di nuovi intermediari non bancari, non assoggettati, quindi, alla relativa disciplina prudenziale, i quali, ciò nondimeno, si sono comportati *ad instar* delle banche, ma con una ben più alta propensione al rischio: i fondi speculativi, noti anche come *hedge funds*<sup>14</sup>. In secondo luogo, il proliferare di

---

ZAGORA - TRAVAINI - PENNATI, *Colpevoli della crisi? Psicologia e psicopatologia del criminale dal colletto bianco*, Milano, 2016.

10 Si veda il “*Leaders’ Statement*” del Summit del G20 di Pittsburgh, secondo cui «*major failures of regulation and supervision, plus reckless and irresponsible risk taking by banks and other financial institutions, created dangerous financial fragilities that contributed significantly to the current crisis*». Il testo integrale del documento è reperibile sul sito web [www.g20.org](http://www.g20.org).

11 Secondo il *Report*, datato 25 febbraio 2009, dell’*High Level Group on Financial Supervision in the EU*, presieduto da Jacques de Larosière de Champfeu (già direttore del Fondo Monetario Internazionale e Governatore della Banca di Francia), «*l’attuale crisi è il risultato della complessa interazione di fallimenti del mercato, squilibri finanziari e monetari mondiali, regolamentazione inappropriata, vigilanza inefficace e insufficiente sorveglianza macroprudenziale*».

12 Cfr. ZATTI, *La vigilanza tra regolamentazione e controllo. Contributo allo studio della regolazione del mercato mobiliare*, Padova, 2012, 61. Secondo la tassonomia basata sugli eventi, proposta da REINHART - ROGOFF, *op. cit.*, la crisi del 2007/2008, analogamente a quella del 1929, appartiene al tipo delle crisi bancarie, in quanto generata da un prolungato deterioramento nella qualità degli attivi degli istituti finanziari, cui ha fatto seguito la chiusura, la fusione, l’acquisizione o l’aiuto pubblico su larga scala a un importante istituto finanziario (o gruppo di istituti), segnando l’inizio di una serie di operazioni analoghe per altri istituti finanziari. In un’audizione presso la Camera dei Deputati risalente al 10 gennaio 2012 il Presidente dell’*European Banking Authority (EBA)* ha affermato, in proposito, che «*l’interazione tra squilibri macroeconomici, politiche monetarie accomodanti, innovazione finanziaria, incapacità da parte degli operatori di attribuire un prezzo corretto ad attività finanziarie troppo complesse, crescita incontrollata della leva finanziaria hanno giocato un ruolo chiave e hanno consentito che fenomeni di instabilità inizialmente circoscritti si propagassero a livello globale*».

13 Cfr. PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca borsa*, 2010, 2, 1, 209 ss.

14 Gli *hedge funds* si caratterizzano, rispetto ai fondi comuni tradizionali, in quanto mirano a ottenere un

prodotti finanziari strutturati<sup>15</sup>, tanto complessi da risultare comprensibili solo ai *designers* (o *financial architects*) che li hanno generati<sup>16</sup> e alle agenzie di *rating* chiamate dal relativo emittente a rilasciare un (*solicited*) *rating* sull'affidabilità dell'emittente stesso<sup>17</sup>. In terzo luogo, l'espandersi di sedi di negoziazione (*trading venues*) opache, alternative ai mercati regolamentati, con le connesse incertezze derivanti dall'invisibilità delle condizioni di scambio, sotto il profilo della mancanza di informativa *pre-trade* sui prezzi (*price discovery*) e sui volumi delle transazioni: si tratta delle cosiddette *dark pools of liquidity*, piattaforme di *trading* spesso organizzate sotto forma di *multilateral trading facility* (*MTF*), che agiscono come *price-taker*, consentendo, cioè, la conclusione di operazioni a prezzi determinati presso altre *trading venues* (ad esempio, il mercato regolamentato di riferimento)<sup>18</sup>.

Alla molteplicità delle chiavi di lettura proposte<sup>19</sup>, di cui si è dato som-

---

rendimento positivo assoluto, cioè non correlato all'andamento (positivo o negativo) dei mercati finanziari. Per realizzare tale obiettivo essi fanno ricorso, tra l'altro, a strategie di vendita allo scoperto e all'utilizzo di strumenti finanziari derivati. Sono estremamente significativi, sul punto, i dati riportati dalla stampa finanziaria, secondo cui i primi dieci *hedge funds* al mondo realizzano più profitti di quelli conseguiti dalla prime sei banche al mondo, con la differenza che gli *hedge funds* impiegano, ciascuno, poche centinaia di addetti, contro il milione di addetti impiegato complessivamente dalle prime sei banche: cfr. MACKINTOSH, *Investing stars lead bumper year for hedge funds*, in *Financial Times*, 1° marzo 2011.

- 15 Per l'affermazione secondo cui una delle cause della crisi sarebbe da rinvenirsi proprio nell'incapacità della regolazione di tenere il passo con strumenti finanziari sempre più innovativi, come quelli derivati, cfr. ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca impr. soc.*, 2009, 5 ss.
- 16 Cfr. KAT, *Structured equity derivatives: the definitive guide to exotic options and structured notes*, Chichester, 2001.
- 17 È appena il caso di osservare che il problema del conflitto d'interessi è fisiologicamente immanente alla fattispecie descritta, essendo l'agenzia di *rating* che riceve l'incarico (di norma, strutturata nella forma di società di capitali) remunerata proprio dall'impresa sulle cui condizioni finanziarie è chiamata a esprimere il giudizio. Cfr. CARRIERO, *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di "rating"*, in *Eur. dir. priv.*, 2012, 3, 875 ss.
- 18 Le indicate condizioni di mancata trasparenza informativa prenegoziale sono possibili in quanto i *dark pools* beneficiano di apposite esenzioni concesse dalla Direttiva n. 2004/39/CE (c.d. MiFID) in relazione a particolari volumi di negoziazione.
- 19 Cfr., in senso critico, TONOLETTI, *Il mercato come oggetto della regolazione*, in *Riv. reg. merc.*, 2014, 1, 18, secondo cui «questa sicurezza sulle cause della crisi finanziaria appare per certi versi inspiegabile, perché, se le criticità erano davvero tanto evidenti, non si riesce a comprendere come esse non possano essere state viste chiaramente prima della crisi. Il contrasto tra la cecità pre-crisi e la chiara visione post-crisi è troppo netto per non far sorgere il dubbio che anche ora si continui a procedere senza tener conto (non importa se più o meno consapevolmente) delle determinanti effettive di questo genere di mercati». Per una critica all'uso opportunistico dei continui riferimenti alla funzione ammaestratrice della crisi finanziaria, cfr. ENRIQUES - BENGZEN, *The 'Argumentum a Crise': So Powerful, So Prone to Misuse*, in *Oxford Business Law Blog*, 8 giugno 2016, reperibile al seguente link web: <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/06/argumentum-crise-so-powerful-so-prone-misuse>.

mariamente conto poc'anzi, ha corrisposto la varietà delle ricette per uscire dalla crisi, suggerite da studiosi e addetti ai lavori<sup>20</sup> in vista della creazione di un mercato efficiente, in cui stabilità, trasparenza e correttezza dei comportamenti siano in grado di innescare un nuovo processo virtuoso di sviluppo, così da restituire al mercato la fiducia gravemente pregiudicata<sup>21</sup>.

La pressante esigenza di fronteggiare adeguatamente le nuove emergenze poste dalla crisi finanziaria ha, in particolare, rappresentato l'occasione per imporre un maggiore sforzo di comprensione della struttura interna e del funzionamento del sistema finanziario e dei suoi legami con il resto dell'economia<sup>22</sup>, nonché per rifocalizzare l'attenzione degli economisti e dei *policy makers* sui rischi sistemici e su politiche e regolazioni utili a contenerli e gestirli.

L'analisi della genesi e delle dinamiche della crisi ha, quindi, consentito di individuare le inadeguatezze delle norme prudenziali e delle pratiche di vigilanza vigenti e di comprendere la limitatezza dell'apparato teorico che le aveva sostenute nel trentennio precedente<sup>23</sup>. In una logica essenzialmente

---

20 Cfr., *ex multis*, PARTNOY, *Financial Systems, Crises, and Regulation*, in AA.Vv., *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di Moloney - Ferran - Payne, Oxford, 2015, 68 ss.; AMATO - FORQUET, *Lezioni dalla crisi*, Roma - Bari, 2013; KRUGMAN, *Fuori da questa crisi, adesso!*, Milano, 2013; MARCON - PIANTA, *Sbilanciamo l'economia: una via d'uscita dalla crisi*, Roma - Bari, 2013; TEMIN - VINES, *The leaderless economy: why the world economic system fell apart and how to fix it*, Princeton, 2013; AMATO - FANTACCI, *Fine della finanza: da dove viene la crisi e come si può pensare di uscirne*, Roma, 2012; DI TARANTO, *Lezioni dalla crisi: dai sistemi economici alla globalizzazione sistemica*, Roma, 2012; GIANNULI, *Uscire dalla crisi è possibile: riformare la finanza, promuovere l'eguaglianza, ripensare la globalizzazione*, Milano, 2012; AA.Vv., *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, a cura di Napolitano, Bologna, 2012; REICH - SALVATI - MATALDI, *Aftershock: il futuro dell'economia dopo la crisi*, Roma, 2012; SOROS, *La crisi globale e l'instabilità finanziaria europea*, Milano, 2012; SPENCE - GALIMBERTI - CUCCHIANI, *La convergenza inevitabile: una via globale per uscire dalla crisi*, Roma - Bari, 2012; FILOSA - MAROTTA, *Stabilità finanziaria e crisi: il ruolo dei mercati, delle istituzioni e delle regole*, Bologna, 2011; BROWN, *Beyond the crash. Overcoming the first crisis of globalization*, London, 2010; SHILLER, *The subprime solution. How today's global financial crisis happened and what to do about it*, Princeton, 2008.

21 Per la considerazione secondo cui il bene pubblico "fiducia" costituisce il vero motore dello sviluppo virtuoso dei mercati, cfr. GRAZIADEI, *Investitori e fiducia*, in AA.Vv., *I fondamenti cognitivi del diritto: percezioni rappresentazioni comportamenti*, a cura di Caterina, Milano, 2008, 81.

22 Secondo PRESTI, *op. cit.*, 208, costituisce nozione oramai largamente condivisa che, negli ultimi anni, il sistema finanziario, non allocando nel modo migliore le risorse e non gestendo i relativi rischi, abbia smesso di essere al servizio dell'economia reale, con ciò chiaramente tradendo la sua missione.

23 In questo senso, cfr. GUALANDRI - NOERA, *Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale*, in AA.Vv., *Lo stato della finanza*, a cura di Bisoni - Gualandri - Landi - Lusignani, Bologna, 2014, 15. Di «vero e proprio smottamento delle istituzioni economico-finanziarie moderne» parla SARTORI, *Informazione economica e*

correttiva dell'azione pubblica, le autorità dei Paesi con mercati più evoluti sono state sollecitate a valutare l'efficacia della loro azione, le carenze dei rispettivi assetti organizzativi, la capacità di intercettare tempestivamente le anomalie, la necessità di accrescere l'efficacia dell'approccio *risk-based* di pianificazione della vigilanza e l'adeguatezza delle risorse umane e tecnologiche impiegate per presidiare i processi innovativi<sup>24</sup>.

Sul piano più strettamente giuridico, la crisi finanziaria ha evidenziato i molteplici limiti del preesistente quadro disciplinare e l'incapacità dei meccanismi di vigilanza pubblica di prevenire gli eccessi di una finanza sempre più creativa e sofisticata, contrapponendovi adeguate misure a tutela degli investitori e, dunque, in ultima analisi, della stabilità stessa dei mercati<sup>25</sup>. In particolare, è pressoché unanime il convincimento che diritto pubblico e diritto privato, unitamente ai rispettivi apparati di *enforcement*, seppure accomunati dall'obiettivo ultimo dell'integrità del mercato, non siano stati in grado di assicurare effettività alle regole del gioco e adeguata tutela agli interessi coinvolti<sup>26</sup>.

La salvaguardia del risparmio – interesse pubblico di diretta ascendenza costituzionale nel nostro Paese e presupposto fondamentale di un mercato finanziario efficiente – ha finito col subire, in conseguenza delle turbolenze della crisi, straordinari contraccolpi e costituisce circostanza universalmente nota che solo se i risparmiatori si sentono adeguatamente protetti si affacciano con fiducia al mercato dei capitali e sono disposti a scambiare la loro ragionevole aspettativa alla restituzione e alla massima remunerazione

---

*responsabilità civile*, Padova, 2011, 9. Per un utile riferimento interdisciplinare si veda BLUNDELL-WIGNALL et al., *Current Issue in Financial Markets: the Crisis and Policy Challenges*, in *OECD Financial Markets Trends working paper*, 2008.

24 Cfr. CONTI, *Dialettica tra Autorità e stakeholders nei controlli*, Intervento al 4° Incontro *Compliance "Il sistema dei controlli aziendali: alla ricerca di una governance"*, Roma, 6 giugno 2008.

25 Cfr. ALPA, *op. cit.*, 87. Secondo ORTINO, *Oggetto e metodo del diritto dell'economia*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, cit., 76, la «crisi ha messo in luce le fragilità dell'economia finanziaria globale e la conseguente inadeguatezza del relativo quadro normativo ed istituzionale».

26 Cfr. SARTORI, *op. cit.*, 10; DOWD - HUTCHINSON, *Alchemists of loss. How modern finance and government intervention crashed the financial system*, Chichester, 2010; FRATIANNI, *Financial Crises, Safety Nets and Regulation*, in *Riv. it. ec.*, 2, 2008, 169 ss.

del capitale investito contro la domanda di liquidità dell'industria finanziaria<sup>27</sup>.

Se, dunque, a livello macroeconomico, i meccanismi di mercato e gli assetti di governo del sistema finanziario non sono stati in grado di prevenire e contrastare squilibri di portata sistemica, anche la regolazione e la supervisione finanziaria non sono esenti da responsabilità: in alcuni casi, infatti, hanno sostenuto fattori all'origine dell'instabilità e, in altri casi, si sono mostrate incapaci di limitarne gli effetti<sup>28</sup>, sopraffatte da eventi economici di portata globale più rilevanti e determinanti delle stesse regole giuridiche, ancorché di matrice sovranazionale.

Si consideri che, negli anni precedenti la crisi, molti Paesi – in particolare, gli Stati Uniti e il Regno Unito – erano stati interessati da un intenso processo di *deregulation*, il quale, se, per un verso, ha generato innegabili benefici in termini di produttività e di crescita, ha, per altro verso, determinato una sottovalutazione dei possibili fallimenti dei mercati<sup>29</sup>. Si aggiunga che, in molte giurisdizioni, il perimetro della regolazione è risultato inadeguato, in quanto numerose aree di operatività si sono rivelate non presidiate da regole o debolmente vigilate. In particolare, la sottoposizione a regole inadeguate di segmenti rilevanti dell'intermediazione finanziaria, interconnessi con il sistema bancario attraverso operazioni di finanziamento a breve termine, ha favorito l'emersione dello *shadow banking system*: un insieme di intermediari in grado di svolgere attività *de facto* bancarie senza la soggezione ai consueti controlli di vigilanza<sup>30</sup>.

Sebbene, dunque, la complessità dell'attuale crisi economico-finanziaria

---

27 Cfr. DE MINICO, *La Costituzione difende il risparmio*, reperibile sul sito *web* [www.associazionedeicostituzionalisti.it](http://www.associazionedeicostituzionalisti.it).

28 Cfr. TARANTOLA, *Verso una nuova regolamentazione finanziaria*, in *Mondo banc.*, 2011, 52, 1, 15 ss.

29 Cfr. CALABRIA, *Did deregulation cause the financial crisis?*, in *Cato Pol. Rep.*, 4, 2009, 5 ss.

30 Le autorità di regolazione definiscono lo *shadow banking system* come un sistema di intermediazione creditizia costituito da entità e attività, operanti al di fuori del normale sistema bancario, che raccolgono finanziamenti con caratteristiche analoghe ai depositi, realizzano la trasformazione delle scadenze e/o della liquidità, consentono il trasferimento del rischio di credito e usano (direttamente o indirettamente) la leva finanziaria. Si vedano, in proposito, la Comunicazione della Commissione UE al Consiglio e al Parlamen-

impedisca ogni tentativo di esaustiva trattazione in questa sede, può, tuttavia, quantomeno osservarsi che essa ha consentito di apprezzare, in tutta la loro tragica evidenza, la fragilità e l'inadeguatezza dei preesistenti meccanismi di regolazione finanziaria, che spesso non sono serviti a mitigare i rischi a cui si sottoponevano, talora del tutto irrazionalmente, gli operatori finanziari e che comunque sono risultati carenti, a fronte dell'erompere di rischi sottratti al raggio d'azione della regolazione, in quanto originati da intermediari o attività finanziarie esclusi dall'ambito della stessa<sup>31</sup>.

Più in generale, la crisi ha fornito importanti spunti di riflessione<sup>32</sup> che inducono a meditare, innanzitutto, sul concetto di "mercato" e sui relativi rapporti con l'ordinamento positivo, dedicando particolare attenzione alle modalità dell'intervento pubblico nell'economia, nei suoi tratti storicamente caratteristici (Cap. I). Allo scopo di meglio comprendere il senso e le implicazioni della regolazione delle attività economiche, appare, quindi, opportuno inquadrare tale fenomeno entro un più vasto orizzonte teorico, soffermando l'analisi sui più significativi risultati scientifici raggiunti nell'ambito dell'economia della regolazione (Cap. II). All'esito di tale esame, il fuoco dell'indagine può spostarsi sulla regolazione del mercato finanziario, procedendo preliminarmente a una delimitazione dell'esatta portata di tale peculiare ambiente economico ed evidenziando, poi, fondamenti e limiti degli interventi pubblici in materia (Cap. III). Alla luce di siffatto percorso argomentativo, potrà utilmente concentrarsi l'attenzione sul terreno più strettamente applicativo, con riferimento al contesto giuridico italiano e dell'Unione Europea, affrontando partitamente i temi relativi alle

---

to Europeo intitolata "Il sistema bancario ombra: affrontare le nuove fonti di rischio nel settore finanziario", COM(2013) 614 final; il "Libro verde della Commissione UE sul sistema bancario ombra" del 5 luglio 2012; nonché FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Scoping the Issues – A Background Note of the Financial Stability Board*, Aprile 2011.

31 Cfr. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012, 132 ss.

32 Per l'affermazione secondo cui le crisi rappresentano grandi opportunità per legislatori, a volte sonnolenti, per apprendere nuove lezioni cfr. VELLA, *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, in *AGE*, 2012, 1, 220; LOHSE - THOMANN, *Are bad times good news for the Securities and Exchange Commission?*, in *Eur. J. Law Ec.*, 2015, vol. 40(1), 33 ss.

finalità del sistema di regolazione del mercato finanziario, all'inquadramento dell'attività regolatoria di competenza della CONSOB nel sistema delle fonti e alle concrete forme di esercizio di tale attività. La disamina potrà, infine, concludersi fornendo una rapida panoramica sul *rule-making model* affermatosi nella nuova architettura europea della supervisione finanziaria e sulle principali tecniche di analisi della regolazione adottate dall'*ESMA* e dalla CONSOB, anche allo scopo di vagliarne l'allineamento rispetto alle migliori prassi internazionali e il grado di armonia con le più accreditate acquisizioni della dottrina specialistica (Cap. IV).