

1. Premessa: il rilievo del mercato nella teorica dei fenomeni giuridici. Il «mercato» come concetto normativo

Un'indagine volta a cogliere il significato giuridicamente rilevante della locuzione «mercato finanziario» non può che muovere se non da qualche riflessione preliminare sul più generale tema che involge la determinazione, agli effetti giuridici, della nozione di «mercato». Solo definendo cosa sia il mercato *sub specie iuris*, si può, infatti, correttamente impostare lo studio di quel particolare segmento - il mercato finanziario - caratterizzato per la peculiarità dei prodotti che in esso vengono scambiati.

Pur teorizzandosene da tempo la centralità all'interno dell'ordinamento, e pur essendo tale nozione sempre più spesso utilizzata come chiave di lettura e di interpretazione di molteplici istituti¹, nell'ambito delle riflessioni dottrinali è fino ad oggi mancata una compiuta definizione di mercato, né si è riusciti a procedere all'identificazione di un concetto giuridico, dotato di caratteri di generalità e astrattezza.

Ove si indaghi sulle ragioni che hanno ostacolato tale processo di concettualizzazione, non si tarderà ad accorgersi che esse discendono dalla tendenza propria della nostra dogmatica, all'interno di un tipo di discorso articolato secondo il binomio fattispecie-disciplina, a risolvere il ruolo dei concetti giuridici essenzialmente in quello di formule deputate a descrivere, riassuntivamente, le condizioni di rilevanza, appunto giuridica, di un fatto. Più esattamente, ad assegnare ai concetti giuridici il compito di individuare, in termini generali ed astratti, quell'elemento che, nel congegno di ogni norma, costituisce l'antecedente del precetto in essa immanente².

Ragionando secondo questo schema, è stato dunque inevitabile che si presentassero non poche difficoltà nella costruzione del concetto giuridico di mercato. Non solo perché, già al di fuori del discorso giuridico, quello di mercato si pone come un termine evidentemente polisemico, venendo utilizzato ora, in un'accezione più concreta, per identificare tanto una dimensione dello spazio - il luogo, cioè, dove si svolgono le contrattazioni di uno o più beni determinati - quanto le organizzazioni che prestano servizi per favorire le relative negoziazioni, agevolando l'incontro di domanda e offerta e riducendo i cosiddetti costi di transazione; ora, in un senso decisamente traslato, l'insieme delle negoziazioni relative ad un determinato tipo di beni; ora, ancora, in un progresso del processo di astrazione, un'istituzione socio-economica, ovvero il meccanismo che regola la quantità prodotta e offerta di un bene nonché la formazione del prezzo³. Ma anche, e soprattutto, in ragione della circostanza che tale nozione - specie ove assunta negli ultimi due dei significati sopra precisati - non identifica propriamente un tipo di fatto suscettibile di essere pensato come antecedente di una o più disposizioni normative; semmai individua un modo d'essere di una serie di fatti, ovvero l'ordine che caratterizza un insieme di atti e operazioni finalizzati allo scambio di beni o alla prestazione di servizi, i quali, in ragione della loro tipicità e della loro indefinita

¹ Il punto - che era già stato rilevato da CHIOMENTI, *Il titolo di credito (fattispecie e disciplina)*, Milano, 1977, 173 ss. - ben si coglie nell'ambito di quegli studi che si ispirano ai principi elaborati dai teorici dell'analisi economica del diritto: di recente, emblematicamente, per una rilettura, alla luce della nozione di mercato, di tutto il sistema di diritto privato, cfr. COOTER, MATTEI, MONATERI, PARDOLESI e ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999, passim.

² Per un'analisi sul punto, e in particolare per una ricostruzione del valore proprio dei concetti giuridici, nell'approccio consueto degli studi di teoria generale, cfr. IRTI, *Rilevanza giuridica*, in Nss. D.I., XV, 1968, 1094 ss., in specie 1102 ss.; sintetici cenni, in particolare nella prospettiva di definire il concetto giuridico di mercato, ID., *Teoria generale del diritto e problema del mercato*, in *Diritto ed economia (problemi e orientamenti teorici)* (Autori vari), Padova, 1999, 261 ss.

³ Il rilievo è sufficientemente diffuso. In questo senso, ad esempio, CHIOMENTI, op. cit., 177 ss.; SANTINI, *Commercio e servizi*, Bologna, 1988, 47 s.; di recente ancora SCHLESINGER, in *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato* (Autori vari), Bari, 1999, 29 ss.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, 6 ss.

ripetitività, nonché a causa dell'invariabile identità del tipo di conflitto di interessi ad essi sotteso, si presentano suscettibili di apprezzamento e valutazione unitaria.

La circostanza che il mercato si risolva, anche al di fuori del discorso propriamente giuridico, in una nozione, o meglio in un concetto, di carattere sistemico⁴ - in quanto evocativo di una struttura aperta nella quale è suscettibile di confluire una pluralità di fatti, tutti espressivi del medesimo tipo di problema - rende allora produttore per il giurista articolare l'analisi volta a definirne la nozione giuridicamente rilevante abbandonando l'approccio consueto della dogmatica, per accedere ad una prospettiva diversa. Tale constatazione invita, infatti, a prendere atto che quello di mercato è - per utilizzare la celebre distinzione teorizzata da Ascarelli⁵ - non già un concetto propriamente "tipologico", ma essenzialmente "normativo". A prendere atto, in altri e più semplici termini, che quello di mercato è concetto che si presta non tanto ad identificare una tipologia della realtà sociale al fine di determinare l'ambito di applicazione di una disciplina, ma ponendosi piuttosto, sub specie iuris, come concetto che ha la funzione di esprimere, in forma riassuntiva, una determinata normativa. Più esattamente, costituisce un concetto destinato a richiamare un insieme di discipline; vale a dire il complesso di regole e norme che, ora puntualizzando presupposti e condizioni per il loro compimento, ora conformandone il loro contenuto, ora individuando i soggetti legittimati a compierli, dettano i criteri ordinanti degli interessi tipicamente sottesi ad atti e operazioni di scambio di beni. Atti i quali, considerati in una dimensione appunto sistemica, definiscono fenomenologicamente il mercato.

L'accettazione di questa premessa, per cui il mercato si risolve giuridicamente in un concetto dotato di valore scientifico conoscitivo piuttosto che applicativo⁶ - appunto perché utile soltanto al fine di individuare sinteticamente uno statuto normativo di operazioni di scambio di beni o di prestazioni di servizi⁷ -, non è priva di conseguenze. Essa, infatti, implica inevitabilmente che il concetto giuridico

⁴ Per la puntualizzazione di tale concetto, anche alla luce dei contributi epistemologici, cfr. le pagine di BARCELLONA M., *Per una teoria dei beni giuridici*, in *Scritti in onore di G. Auletta*, II, Milano, 1988, 67 ss., in specie 88 ss., e soprattutto ID., *Diritto, sistema e senso. Lineamenti di una teoria*, Torino, 1996, in specie 150 ss. Per un primo tentativo di ricostruire la nozione di mercato in chiave di concetto sistemico cfr. gli interessanti rilievi di SAMBUCCI, *Il contratto dell'impresa*, Roma, s.d. (ma 2000), passim, in specie 100 ss.

⁵ L'idea che sia necessario distinguere, nell'ambito dei concetti giuridici, quelli che servono a identificare gli elementi di una fattispecie (i cosiddetti concetti tipologici) da quelli la cui funzione è di descrivere in forma abbreviata una disciplina (i cosiddetti concetti normativi) è stata proposta da ASCARELLI, *Interpretazione del diritto e diritto comparato*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, ed applicata soprattutto in relazione alle tematiche di diritto cartolare (cfr. ID., *Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del Titolo V Libro IV del nostro codice. Espressione della normativa e tipologia della realtà*, in *Banca borsa*, 1954, ma anche in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 566 ss., in specie 573 ss.).

⁶ Per l'osservazione che i concetti cosiddetti normativi sono destinati ad avere valore essenzialmente, se non esclusivamente, espositivo e didattico cfr. ASCARELLI, *Sul concetto di titolo di credito*, cit., 674. Per un rilievo analogo - con riferimento alla tipologia sopra ricordata dei concetti sistemici (che peraltro non ci sembrano sostanzialmente differenziarsi dai concetti normativi dell'insegnamento ascarelliano, giacché anch'essi, al pari di questi ultimi, sono deputati a indicare in forma unitaria un insieme più o meno vasto di norme) - cfr. BARCELLONA, *Per una teoria*, cit., 88 ss.

⁷ Per una chiara valorizzazione dell'idea che se «il mercato è ordine designato da regole» e se «il contenuto di queste può oscillare dalla semplice delimitazione e protezione di campi di attività sino alla scelta di scopi e al comando di specifici comportamenti» allora ne deve necessariamente conseguire che il mercato altro non è se non «la legge, che lo governa e costituisce», cfr. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998, 3 ss. (in particolare 11 s.), ma anche ID., *Teoria generale del diritto e problema del mercato*, cit., in specie 288, ove si definisce il mercato come «unità giuridica delle relazioni di scambio di un dato bene o di una data categoria di beni». L'illustre autore, per la verità, radicalizza in modo estremo tale posizione arrivando alla conclusione secondo cui il mercato costituisce un *locus artificialis* e non un *locus naturalis*, al punto che la relativa nozione non sarebbe concepibile al di fuori del discorso giuridico, dal momento che là dove non ci sono norme disciplinatrici delle relazioni di scambio non vi sarebbe in realtà mercato.

Tale posizione, pur di estrema suggestione, non può essere condivisa. Soprattutto, quel che non sembra potersi condividere è la negazione che un ordine delle relazioni di scambio, e quindi un mercato, possa darsi anche in difetto di norme di legge, e dunque che ove non ci sia un intervento del legislatore non ci sia mercato. Il punto debole della tesi di Irti ci sembra risiedere, cioè, nella convinzione che l'ordine giuridico si risolva in quello legislativo. Una tesi, quest'ultima, che pare disconoscere due dati di comune esperienza: da un lato, che «il mercato nasce dal basso e non

di mercato non è in realtà unitario. Se si conviene, invero, che mercato è giuridicamente nozione che non ha rilievo tipologico, ma solo normativo, nel senso appena chiarito, il corollario che ne discende è che esso si palesa suscettibile di articolarsi in una pluralità di concetti differenti. Articolazione, questa, che anche sotto il profilo giuridico può essere fondata assumendo come referente la diversa tipologia dei beni scambiati o dei servizi prestati⁸, sempre se ed in quanto le operazioni che li assumano quale oggetto di scambio o di prestazione facciano emergere istanze e interessi meritevoli di considerazione e tutele differenziate⁹, giustificando così la posizione di un complesso di regole e precetti destinati a configurare uno statuto normativo connotato da caratteri di specialità.

2. La pluralità dei «mercati»: il mercato finanziario come «statuto normativo» delle operazioni finanziarie

Calato in questa prospettiva teorica, il concetto di mercato finanziario assume dunque un preciso valore classificatorio. Tale nozione consente, infatti, di individuare il complesso di norme che disciplina le operazioni finanziarie; vale a dire, in un'accezione ancora decisamente atecnica e descrittiva, le operazioni che si risolvono nella destinazione di ricchezza in esubero (risparmio) in impieghi di varia natura, ma tutti accomunati al vertice dalla prospettiva di una valorizzazione della ricchezza investita. Regole e norme le quali appaiono suscettibili di una considerazione distinta rispetto a quelle integranti lo statuto normativo di operazioni di scambio di beni diversi dai prodotti finanziari, ovvero dalla prestazione di servizi diversi da quelli di investimento, in quanto tutte finalizzate a dare risposta ad un medesimo tipo di problema. Vale a dire ad assicurare protezione all'interesse, proprio di chi si risolve al compimento di tali operazioni, all'ottimale allocazione del risparmio investito e che, ove considerato in una prospettiva macroeconomica, assume un rilievo pubblicistico, traducendosi nell'interesse del sistema nel suo complesso a rendere possibile il trasferimento di ricchezza da settori dell'economia in avanzo a quelli in disavanzo, in modo da pervenire così a una equilibrata distribuzione delle risorse¹⁰.

L'istanza emergente nell'ambito delle operazioni finanziarie, per essere soddisfatta, esige peraltro che l'intervento normativo si realizzi a diversi livelli. Essa richiede innanzitutto che sia adeguatamente garantita la possibilità di una scelta consapevole di chi dispone della ricchezza in

può essere creato dall'alto» ovvero che «i mercati si creano e si sviluppano nella realtà economica degli scambi» sicché «compito del legislatore è non già formarli, bensì forgiarli» (così, testualmente, ROSSI G., I mercati dell'investimento fra diritto ed economia, in Riv. soc., 1991, 963 ss., in particolare 969); dall'altro, che le regole finalizzate a ordinare relazioni e rapporti possono esistere anche all'infuori delle norme di legge - si pensi agli usi e alle consuetudini - e che dunque esse possono avere piena vincolatività pur se non promananti dall'Autorità statuale (per tali rilievi cfr. ID., Diritto e mercato, ivi, 1998, 1444 ss.; DRAGHI, in Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato, cit., 81 ss.). Un aspetto, quest'ultimo, che si rivela con particolare chiarezza proprio ove si guardi ai mercati finanziari, i quali, sempre più interessati da processi di delegificazione, dimostrano l'equivocità di un'impostazione che esaurisca il mercato nella «Legge» (se quest'ultima si assume nella sua accezione tecnica).

⁸ Per questa prospettiva cfr. sempre IRTI, L'ordine giuridico, cit., 39, il quale appunto osserva come «le norme [...] non ordinano il mercato ma una 'pluralità di mercati'». Secondo l'illustre autore la decisione di sistema, la scelta politica che fonda il mercato, indica infatti solo criteri generali che tuttavia non sono idonei a regolare i mercati di singoli beni, perché troppo alto è il loro grado di generalità e astrattezza. Di qui, dunque, la necessità di dettagliare tali principi in regole che siano riferite a beni e situazioni determinati e il conseguente corollario dell'esistenza di una pluralità di mercati, «"tanti mercati", insomma, "quanti sono i nuclei di norme"».

⁹ L'idea espressa nel testo - ovvero, per dirla con le parole di IRTI (op. ult. cit., 39 s.), che l'entità giuridica designata dal sostantivo «mercato» non sia destinata a rimanere statica e immutabile al variare del predicato che la qualifica, stante la diversità di bisogni e interessi che vi emergono - si riconduce a quell'impostazione di teoria generale, emblematicamente rappresentata nel celebre saggio di PUGLIATTI, La proprietà e le proprietà (con riguardo particolare alla proprietà terriera), in La proprietà nel nuovo diritto, Milano, 1964, 144 ss., che rivendica la centralità della prospettiva funzionale e teleologica nella costruzione di concetti giuridici.

¹⁰ Pongono l'accento su questo profilo, sulla scia delle riflessioni degli economisti (un esempio delle quali è l'intervento di CHIRICHIELLO, in Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato, cit., 141 ss.), SALANITRO, Società per azioni e mercati finanziari³, Milano, 2000, passim, e soprattutto COSTI, Tutela degli interessi e mercato finanziario, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1999, 769 ss., nonché ID., Il mercato mobiliare, cit., 17 ss.

esuberano (il cosiddetto risparmiatore), e dunque impone la posizione di norme le quali enfatizzano le garanzie di trasparenza in ordine alla destinazione della ricchezza investita e, soprattutto, in ordine a rischi dell'investimento e al grado di possibilità che quell'aspettativa di remunerazione, che qualifica l'operazione come di investimento, possa essere soddisfatta. E ciò perché bisogna tenere conto sia della peculiarità dell'oggetto delle operazioni finanziarie (queste si risolvono, infatti, tendenzialmente non già nell'acquisto di una res, ma di una posizione contrattuale, ovvero di un bene che non sempre è facilmente conoscibile) sia della circostanza che in tale ambito si esaspera quel processo di spersonalizzazione e standardizzazione che connota la maggior parte degli scambi di mercato¹¹.

Ma un simile tipo di intervento - che rientra in una logica più generale di previsione di regole intese a salvaguardare la libera determinazione al contratto (e dunque si iscrive nell'ambito di una tendenza, oggigiorno sempre più ampia e diffusa, a intervenire, in un certo senso ridefinendola, sulla disciplina della contrattazione di impresa) - se è evidentemente necessario per realizzare l'obiettivo perseguito, non si palesa, tuttavia, da solo sufficiente. La tutela dell'interesse all'ottimale allocazione del risparmio richiede infatti un'attenta e puntuale considerazione anche di alcuni aspetti che tipicamente caratterizzano le operazioni finanziarie.

Così la circostanza - derivante dalla peculiare natura dei prodotti finanziari e dal fatto che essi si presentano, sotto il profilo contenutistico, suscettibili di estrema diversificazione - che l'allocazione di capitali sia assai di frequente intermediata da soggetti che, operando professionalmente nel mercato dei capitali, ora, attraverso l'esercizio dell'attività di consulenza, indirizzano l'investimento, ora addirittura vi provvedono direttamente quali gestori del risparmio altrui, scegliendone gli impieghi a loro giudizio maggiormente remunerativi, si traduce nella necessità di prevedere, accanto alle regole dirette a garantire la trasparenza in ordine alle caratteristiche e al grado di rischio dei suoi diversi impieghi, norme che disciplinino l'esercizio di siffatte attività di intermediazione¹².

Così, ancora, la considerazione che le prospettive di rendimento del risparmio investito finiscono spesso per dipendere - e non solo quando l'investimento si concreti nella partecipazione al capitale di rischio di un'impresa: v. Rischio d'impresa¹³ - anche dai comportamenti e dalle scelte di colui che quel risparmio raccoglie e utilizza, suggerisce un intervento normativo di ulteriore tutela del risparmiatore, da realizzare ora introducendo adeguati strumenti di monitoraggio e controllo sull'andamento dell'attività al cui finanziamento questi partecipa e dal cui esito dipende la possibilità di valorizzazione dell'investimento¹⁴, ora intervenendo sulla disciplina del prodotto finanziario in cui la ricchezza viene investita, vuoi contemplando strumenti finalizzati a permetterne la conservazione contro iniziative che ne possono compromettere l'integrità e ascrivibili a chi quella ricchezza ha raccolto¹⁵, vuoi prevedendo modi e meccanismi idonei ad assicurarne in qualsiasi momento la pronta e sicura liquidabilità.

Così, infine, la connotazione sempre più spesso transfrontaliera assunta dalle operazioni finanziarie impone non solo che si presti una più attenta considerazione, nel definire la disciplina, anche ad eventuali elementi di estraneità di tali fattispecie rispetto all'ordinamento nazionale, ma anche, e soprattutto, che i criteri di soluzione dei conflitti sottesi ad operazioni in tal modo connotate siano il più possibile uniformi rispetto a quelli fatti propri dai legislatori dei principali Paesi ad economia di mercato. E ciò al fine di favorire e assecondare quel fenomeno di progressiva integrazione dei

¹¹ L'idea che lo scambio nel mercato si presenti necessariamente spersonalizzato è espressa con particolare enfasi da IRTI, Scambi senza accordo, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1998, 347 ss.; nonché ID., Teoria generale del diritto e problema del mercato, cit., 290 s.

¹² Così COSTI, Tutela degli interessi, cit., 772; ID., Il mercato mobiliare, cit., 4 s.

¹³ In questo Aggiornamento, IV.

¹⁴ Per considerazioni di tal fatta cfr. - oltre a COSTI, Tutela degli interessi, cit., 772; e ID., Il mercato mobiliare, cit., 6 s. - SALANITRO, loc. cit.; ANGELICI, Note in tema di informazione societaria, in La riforma delle società quotate (Atti del Convegno di S. Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998), Milano, 1998, 248 ss.; GLIOZZI, Società per azioni e mercati finanziari, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1999, 759 ss.

¹⁵ Per spunti in questa direzione cfr. FERRI G. jr., Autonomia statutaria e mercato a confronto, in Riv. dir. comm., 1999, I, 919 ss.

mercati, che si è largamente sviluppato anche in ragione del fatto che la circolazione dei capitali e la prestazione dei servizi finanziari e di investimento assurgono oggi, in uno spazio che non è più solo quello nazionale, ad oggetto di veri e propri diritti di libertà, nella titolarità di ogni individuo¹⁶.

3. Per una ricostruzione sistemica del mercato finanziario. «*Personae*», «*res*» e «*actiones*»: il senso e i limiti della tripartizione

La maggiore complessità del tipo di problema sotteso agli scambi di prodotti finanziari, e comunque alla prestazione di tale tipo di servizi, si traduce dunque in una maggiore articolazione dello statuto normativo di dette operazioni. Tale circostanza spiega, pertanto, l'atteggiamento consueto degli interpreti, i quali, nell'affrontare lo studio del mercato finanziario, considerato *sub specie iuris*, tendono a disaggregare lo statuto normativo, in cui questo concetto giuridicamente si risolve, per impostare poi il discorso secondo gli schemi tradizionali della dottrina civilistica e risalenti alla classica tripartizione *personae*, *res*, *actiones*; ovvero distinguendo, in questo contesto, le disposizioni dettate in relazione ai soggetti che operano nel mercato finanziario, da quelle che definiscono il regime giuridico dei beni e dei servizi che in esso vengono scambiati e offerti, e ancora da quelle concernenti le operazioni che su tali beni si puntualizzano nonché le modalità con cui queste vengono compiute.

Per ragioni di comodità espositiva siffatto modo di presentazione dell'ampio materiale normativo di regolazione del sistema delle operazioni finanziarie - e oggi organicamente raccolto nel testo unico sull'intermediazione finanziaria (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)¹⁷ - può essere mantenuto fermo

¹⁶ È, dunque, in quest'ottica che devono essere letti e valutati i ripetuti interventi del legislatore comunitario in subiecta materia. Questi, infatti, nello sviluppare una politica diretta a rimuovere gli ostacoli naturalmente frapposti ad una piena realizzazione della libertà di prestazione di servizi di cui all'art. 49 (ex art. 59) del Trattato CE, nonché ad assicurare effettività al principio della libera circolazione dei capitali (art. 56, ex art. 73B), ha perseguito l'obiettivo - attraverso lo strumento della direttiva - di avvicinare le legislazioni degli Stati membri, al fine di uniformare ora la disciplina delle operazioni finanziarie (come nel caso della direttiva del Consiglio CEE 10 maggio 1993, n. 93/22, sui servizi di investimento), ora le regole che presiedono all'esercizio delle attività aventi ad oggetto prodotti finanziari (si pensi, in questa prospettiva, alla direttiva del Consiglio CEE 12 dicembre 1988, n. 88/627, in tema di condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto informativo), ora lo statuto delle cosiddette imprese di investimento (come nel caso della direttiva del Consiglio CEE 20 dicembre 1985, n. 85/611, concernente gli «organismi di investimento collettivo»). Un processo, questo, che è ben lungi dal potersi considerare esaurito, come testimoniano le numerose proposte della Commissione in attesa di approvazione (si pensi, per tutte, alla proposta 12 marzo 2001, n. 5989C0468, in tema di vendita a distanza di servizi finanziari, o ancora alla recentissima comunicazione 7 febbraio 2001, n. 66, che cerca di delineare una disciplina uniforme delle operazioni finanziarie realizzate per via telematica, cosiddetto trading on line: i testi possono essere consultati sul sito internet dell'Unione europea www.europa.eu.int).

¹⁷ Lo statuto normativo proprio dei fenomeni finanziari si è, infatti, venuto delineando per affinamenti successivi, attraverso una stratificazione di interventi rispetto ai quali il testo unico ha assolto, coerentemente alla natura propria di tale fonte di produzione normativa, un ruolo di razionalizzazione e coordinamento.

Se si volesse tratteggiare una storia del mercato finanziario - intesa la nozione nel senso normativo delineato all'inizio di queste pagine - essa potrebbe venire schematicamente scandita in almeno tre fasi. La prima che - sulla (implicita) premessa dell'identificazione dei «prodotti finanziari» con i soli titoli oggetto di negoziazione nelle Borse valori - si è caratterizzata per la tendenza a risolvere il mercato finanziario nello speciale ordinamento borsistico, concepito come ordinamento di tipo sezionale. La seconda che - in esito alla cosiddetta «stagione dell'atipico», ovvero in connessione con il diffondersi di iniziative di vario genere finalizzate a canalizzare il risparmio diffuso verso forme di investimento remunerative, diverse da azioni e obbligazioni di società negoziate nel mercato di borsa - è stata contrassegnata dall'introduzione di norme le quali, oltre a regolare le nuove tipologie di operazioni finanziarie, si sono preoccupate di dettare i principi cui deve necessariamente uniformarsi chi assuma iniziative di sollecitazione all'investimento, nonché di individuare i tipi di controllo cui tale attività deve necessariamente soggiacere (è la fase culminata negli interventi normativi dei primi anni Ottanta, e segnatamente nella promulgazione della l. 23 marzo 1983, n. 77). La terza, infine, che si è connotata per la necessità di intervenire più direttamente sulla disciplina dei soggetti che sono presenti sul mercato dei capitali. Necessità che si è manifestata sul finire degli anni Ottanta e che ha condotto, nell'ultimo decennio, dapprima alla promulgazione della l. 2 gennaio 1991, n. 1 - con cui si è provveduto a delineare lo statuto speciale dei soggetti abilitati a svolgere le attività di intermediazione - e quindi (nel quadro di un intervento determinato dalla necessità di dare attuazione alle direttive CEE 15 marzo 1993, n. 93/6 e 10 maggio 1993, 93/22) alla promulgazione del d.lg. 23 luglio 1996, n. 415 (cosiddetto decreto Eurosime) contenente una nuova e più analitica disciplina delle attività di

anche nell'ambito della presente trattazione, non senza, tuttavia, una puntualizzazione. Vale a dire che il riconoscimento della perdurante vitalità¹⁸, seppure parzialmente rivisitata¹⁹, della tricotomia *personae, res e actiones*, ed il ricorso a tali nozioni come categorie attraverso cui tratteggiare il sistema del mercato finanziario e ordinarne, al suo interno, lo statuto normativo, non devono condurre a occultare la soluzione di continuità con gli aspetti caratterizzanti il sistema del diritto privato, e soprattutto ad occultare come il corpo normativo del mercato finanziario sia costruito obbedendo a sue logiche interne, che non sono, se non latamente, riconducibili a quelle proprie dell'esperienza privatistica. A questo proposito si deve infatti sottolineare come, a differenza di quanto avviene nel sistema di diritto privato, in cui ogni intervento normativo muove da una considerazione prioritaria del soggetto, sicché anche la disciplina delle *res* e delle *actiones* è pensata in funzione delle necessità e delle esigenze di quest'ultimo, nell'ambito della costruzione del sistema giuridico del mercato finanziario si assiste ad un parziale rovesciamento di prospettiva. Nel senso, cioè, che essendo il tipo di problema affrontato quello della garanzia dell'ottimale allocazione del risparmio - problema che viene in rilievo ogni qual volta vi sia un'operazione che si qualifichi rispetto a una determinata tipologia di scambi per la peculiarità del suo oggetto (il trasferimento di una ricchezza attuale contro un'aspettativa di maggiore ricchezza futura) - il sistema normativo viene a essere costruito ponendo al centro piuttosto le *res* (in una parola i prodotti finanziari), e soprattutto poi le attività che si polarizzano intorno a codesta particolare tipologia di beni, che non le *personae*, con riguardo alle quali la disciplina sussiste ed è data solo se e in quanto si tratti di soggetti che raccolgono il risparmio o ne intermediano la raccolta.

4. Le «res»: prodotti finanziari e strumenti finanziari

Una volta precisato che è la particolarità del bene scambiato e del servizio prestato a formare l'elemento la cui presenza costituisce premessa per l'applicazione di quel complesso di regole integranti lo speciale «statuto» in cui si risolve il concetto giuridico di mercato finanziario, occorre in primo luogo chiarire con esattezza quali siano - nell'attuale contesto normativo - le nozioni di prodotto e servizio finanziario rilevanti a tal fine.

Orbene, sotto questo profilo deve segnalarsi come la scelta compiuta dal testo unico (d.lg. n. 58 del 1998) rappresenti un momento di rottura con i precedenti interventi legislativi compiuti in *subiecta materia*. Rifuggendo dall'illusione di poter identificare descrittivamente l'aspetto contenutistico delle operazioni finanziarie²⁰, il legislatore ha seguito un approccio estremamente semplificante.

intermediazione. Per maggiori dettagli sull'evoluzione storica dello statuto normativo dei mercati finanziari cfr. COSTI, Il mercato mobiliare, cit., 17 ss.

¹⁸ Per il senso e il valore della tripartizione, nell'odierna realtà normativa, cfr. OPPO, Sui principi generali del diritto privato, in Scritti giuridici, VI, Padova, 2000, 1 ss. L'osservazione di cui al testo si legge, invece, in IRTI, Teoria generale del diritto e problema del mercato, cit., 300.

¹⁹ Mette conto invero segnalare che nell'impostazione fatta propria da IRTI (op. ult. cit., 300 s.) il termine *actiones* viene assunto in un'accezione evidentemente diversa da quella in cui esso veniva in rilievo nelle fonti - segnatamente nelle *Institutiones* di Gaio - da cui quel modello di trattazione sistematica discende. *Actiones*, nell'uso che ne propone Irti, identifica infatti «le forme giuridiche dello scambio, i tipi di negozi messi dal legislatore a disposizione delle parti», in una parola gli atti attraverso cui si scambiano beni, si erogano servizi. Nel linguaggio delle fonti tale locuzione assume invece un diverso significato, identificando le azioni dell'ordo iudiciorum, vale a dire i mezzi processuali di tutela delle situazioni soggettive riconosciute ai privati.

²⁰ Un'illusione che ha caratterizzato, invece, i diversi testi normativi che hanno inteso definire la nozione di «valore mobiliare»; nozione, questa, che, prima della promulgazione del cosiddetto decreto Eurosim (d.lg. n. 415, cit.) e, quindi, del testo unico, assolveva il ruolo (oggi riservato alle figure dello strumento finanziario, da un lato, e del prodotto finanziario, dall'altro) di individuare il referente oggettivo attraverso cui circoscrivere vuoi l'ambito delle attività di intermediazione, vuoi quello delle iniziative di sollecitazione. Tale locuzione non veniva assunta, infatti, nell'accezione sua propria (ovvero - sulla scia della tradizione propria dell'ordinamento francese - quale sinonimo del titolo di credito di massa, cioè di titolo di credito emesso in serie, e che si caratterizza per il fatto che ciascun titolo della serie, in quanto rappresentativo di una frazione di un'unica operazione collettiva di investimento, è omogeneo e fungibile con tutti gli altri), bensì per identificare tutta una classe di documenti, non necessariamente riconducibili alla fattispecie cartolare, rappresentativi di posizioni giuridiche nascenti da operazioni di impiego di capitali. Posizioni, però, così eterogenee quanto a caratteristiche e contenuto (nell'impostazione della l. n. 77, cit., ad esempio, la nozione presenta confini

Questi, infatti, per un verso ha provveduto ad offrire una nozione decisamente ampia - anzi, se si vuole, persino tautologica - di prodotto finanziario, sussumendo in tale categoria ogni «investimento di natura finanziaria» (art. 1 comma 1 lett. u), per altro verso ha isolato, all'interno della nozione così definita, alcune figure tipiche, a cui viene riservata la qualifica di strumenti finanziari (art. 1 comma 2). Concetto, quest'ultimo, che serve poi ad individuare i servizi finanziari (*rectius*, di investimento), i quali sono appunto identificati, tassativamente, con una serie di attività (negoiazione, per conto proprio o di terzi, esecuzione di ordini, mediazione, gestione di investimenti) se ed in quanto assumano come referente gli strumenti finanziari (art. 1 comma 5).

Mentre la ricostruzione della nozione giuridica di servizi finanziari non dà luogo a particolari difficoltà, dal momento che questi, individuandosi *per relationem* attraverso il riferimento agli strumenti finanziari, a loro volta costituenti figure tipiche, mettono capo ad una categoria tendenzialmente chiusa²¹, decisamente maggiori problemi si pongono all'interprete quando si tratti di ricostruire il prodotto finanziario in senso giuridico. La formula usata dal legislatore è, come accennato, estremamente ampia; anzi così ampia che rischia di risultare eccessivamente generica e dunque inutilizzabile al fine - che pure dovrebbe esserle proprio - di permettere l'identificazione delle norme che ne governano l'acquisto e lo scambio, ovvero delle regole di comportamento che debbono essere osservate nei confronti delle proprie controparti da quanti intendano sollecitare il pubblico risparmio all'investimento offrendo tale tipologia di prodotti.

Di qui, allora, la necessità di un intervento dell'interprete, chiamato a compiere un'opera di concretizzazione. Un intervento, questo, che, essendo in tal caso finalizzato alla ricostruzione di una «fattispecie», quella del «prodotto finanziario», dovrà condursi naturalmente con attenzione non già soltanto al piano della realtà empirica, ma piuttosto guardando proprio all'interno della normativa alla cui applicazione detta fattispecie è funzionale²². Il che significa che la nozione di cui si discute, lungi dal doversi identificare, in ossequio ad un principio di «precomprensione», con ciò che secondo la scienza economica costituisce il fenomeno finanziario²³, dovrà essere ricostruita

estremamente ampi configurandosi un valore mobiliare sia in presenza di «documenti rappresentativi di diritti di credito» che di «documenti rappresentativi di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari», tanto di fronte a «documenti rappresentativi di un interesse negoziabile» quanto in presenza di certificati che rappresentano «interessi non negoziabili») da rendere poi estremamente difficile all'interprete stabilire quale ne fosse il dato caratterizzante, e dunque stabilire se le discipline - che il valore mobiliare assumevano come fattispecie - dovessero o meno trovare applicazione. Sul punto, e in particolare per un'approfondita sottolineatura circa l'evanescenza del concetto di valore mobiliare, cfr. già D'ALESSANDRO, L'attività di sollecitazione del pubblico risparmio, in Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato (Atti della Giornata di studio organizzata dall'ASSOFONDI, Milano, 28 aprile 1986), Milano, 1986, 96 ss.; più dettagliatamente CARBONETTI, Che cos'è un valore mobiliare?, in Giur. comm., 1989, I, 283 ss.; SERRA, Valori mobiliari, in questa Enciclopedia, XLVI, 200 ss.; ultimamente, per una valutazione retrospettiva, alla luce delle modifiche introdotte dal cosiddetto decreto Eurosime (e poi riprese dal testo unico), LENER, Strumenti finanziari e servizi di investimento, in Banca borsa, 1997, I, 326 ss.

²¹ Solo tendenzialmente perché, proprio muovendo dalla premessa secondo cui il mercato non nasce dall'alto ma si forma e si sviluppa nella realtà economica, il legislatore del testo unico, all'art. 18 comma 5, ha espressamente contemplato la possibilità che si riconosca la qualifica di strumenti finanziari anche a figure diverse da quelle indicate espressamente dalla legge e così l'esistenza di un servizio finanziario pure al di fuori delle ipotesi tassativamente menzionate, riservando siffatto compito al Ministero del tesoro che dovrà provvedervi d'intesa con la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) e la Banca d'Italia.

²² Cfr., per i fondamenti di siffatta impostazione metodologica, le chiare pagine di CHIOMENTI, Il titolo di credito, cit., 24 ss., ove ben si sottolinea che non essendo la fattispecie altro se non «concetto legislativo di una realtà di fatto» vale a dire identificando «non il fatto in sé, ma il fatto che viene in considerazione da un punto di vista, cioè per un interesse, giuridico», ne consegue che fattispecie e disciplina non si possono pensare scissi, e, dunque, che da tale collegamento deriva che «nella ricostruzione della fattispecie, astratta, legislativa, essendo lo scopo quello di individuare il fenomeno al quale la legge si riferisce, l'interprete è tenuto per forza a partire dalla legge e a cercare mediante la legge».

²³ Come sembra invece ritenere ANNUNZIATA, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario a cura di P. MARCHETTI e L. BIANCHI, I, Milano, 1999, sub art. 94, 68 ss., in specie 87 s., nonché, pur se in forma più sfumata, anche COSTI, Il mercato mobiliare, cit., 14. Ma sui limiti della «precomprensione» come strumento di interpretazione e ricostruzione dei fenomeni e degli istituti giuridici v. le fondamentali pagine di MENGONI, Problema e sistema nella controversia sul metodo giuridico, in Jus, 1976, 33 ss., nonché ID., La polemica di Betti con Gadamer, in Quaderni fiorentini, VII, 1978, 125 ss., e ID., Ancora sul metodo

attraverso un'interpretazione della norma che tale fenomeno definisce, diretta ad enucleare, in base ad un'analisi delle caratteristiche tipizzanti i diversi strumenti finanziari enumerati dalla legge (e che ne costituiscono le figure nominate) quel che rappresenta il dato a tutti comune, e come tale autenticamente caratterizzante il prodotto finanziario *sub specie iuris*.

Se, in conformità dell'impostazione metodologica sopra accennata, si procede all'analisi dei prodotti finanziari per così dire tipici (appunto gli «strumenti finanziari» di cui è menzione all'art. 1 comma 2 d.lg. n. 58, cit.), è agevole accorgersi di come il legislatore ricomprenda in tale ambito una serie di figure le quali, pur tra loro diverse, si prestano tuttavia ad essere raggruppate in due grandi classi. Da un lato si possono, infatti, isolare gli strumenti, i quali si concretano nella partecipazione ad un'operazione collettiva di finanziamento o investimento (azioni, obbligazioni, quote di fondi comuni), o comunque nella sottoscrizione di un'operazione, anche non collettiva, di tipo finanziario o creditizio (si pensi ai cosiddetti titoli normalmente negoziati sul mercato monetario oppure alle altre forme di partecipazione al capitale di rischio di un'impresa). Strumenti, tutti, che si caratterizzano non tanto per il fatto di mettere capo ad investimenti in cui sussiste solo un'aspettativa di remunerazione, collegata all'andamento dell'attività al cui finanziamento si partecipa (nel loro ambito sono infatti riconducibili anche strumenti in cui sussiste la certezza della redditività finanziaria, concretandosi, questa, nel pagamento di un interesse, com'è per le obbligazioni di società e per i titoli del debito pubblico), quanto per il fatto di essere liberamente negoziabili e anzi destinati alla negoziazione, sì da permettere in ogni momento la liquidazione dell'investimento²⁴. Dall'altro lato si collocano invece i cosiddetti «strumenti finanziari derivati»; locuzione con cui si identifica una serie di figure contrattuali, da tempo note alla prassi del mercato dei capitali, quali i *futures*, gli *swaps*, le *options*²⁵, e più ampiamente ogni altra operazione contrattuale innominata che si caratterizzi, al pari di quelle menzionate, per il fatto che il suo esito, ed in particolare la remunerazione del capitale impiegato, o quantomeno la determinazione della sua misura, è per definizione incerta, dipendendo dalla performance di un asset sottostante, di natura reale o finanziaria (merci, valute, tassi di interessi, altri strumenti finanziari, ecc.).

Orbene, se quelle appena descritte costituiscono le caratteristiche tipologiche delle due classi di strumenti di investimento individuate dal testo unico (d.lg. n. 58, cit.), sembra inevitabile trarre il corollario che la locuzione «prodotto finanziario», se usata in senso tecnico - ovvero come identificativa di quel particolare tipo di bene il cui collocamento sul mercato giustifica

giuridico, in Riv. trim. dir. proc., 1983, 321 ss. (tutti in Diritto e valori, Bologna, 1985, rispettivamente 11 ss., 59 ss., 79 ss.).

²⁴ Nell'impostazione accolta dal testo unico (d.lg. n. 58, cit.), accanto a quello della loro negoziabilità, un ulteriore elemento sembrerebbe accomunare gli strumenti finanziari individuati sub lett. a-e (art. 1 comma 2): essere tutti rappresentati mediante un titolo circolante, per lo più attratto alla disciplina della circolazione cartolare. Tale elemento non può dirsi tuttavia realmente caratterizzante gli strumenti de quibus. Gli è, infatti, che con l'emanazione del d.lg. 24 giugno 1998, n. 213 - che ha reso obbligatoria la «dematerializzazione» per gli strumenti finanziari negoziati (o destinati alla negoziazione) sui mercati regolamentati - gli strumenti in parola sono oramai generalmente privi di supporto documentale. Elemento che li connota è semmai altro, ovvero la circostanza che essi sono destinati a essere negoziati essenzialmente attraverso una tecnica di tipo scritturale che implica l'applicazione di una disciplina - quella appunto dettata dal d.lg. n. 213, cit. - che, facendo proprio (al pari di quella cartolare) il principio dell'intangibilità dell'acquisto dello strumento finanziario compiuto in buona fede, dà una maggiore certezza di liquidabilità dell'investimento (sul punto, per un primo tentativo di ricostruire la circolazione scritturale ai sensi del d.lg. n. 213, cit. come legge di circolazione tipica del mercato finanziario: v. GUIZZI, Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario, Milano, 2000, in specie 70 ss.).

²⁵ Per una sintetica descrizione delle caratteristiche tipologiche di tali figure contrattuali cfr. CARBONETTI, Dai «valori mobiliari» agli «strumenti finanziari», in Riv. soc., 1996, 1103 ss.; BASSO, in Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998, sub art. 1 commi 2, 3 e 4, p. 9 ss. Per un'analisi di maggiore dettaglio, nella prospettiva di una più puntuale qualificazione giuridica di tali operazioni, cfr. soprattutto CAPUTO NASSETTI, Profili civilistici dei contratti «derivati» finanziari, Milano, 1997; FERRARINI, I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale, in I derivati finanziari a cura di F. RIOLO, Milano, 1993, 27 ss.; CAPRIGLIONE, I prodotti «derivati»: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?, in Banca borsa, 1993, 608 ss.

l'applicazione delle discipline che si compendiano nel concetto normativo di mercato finanziario -, non identifica in realtà ogni trasferimento di denaro contro la promessa di una (futura) redditività. Essa piuttosto identifica, più limitatamente, le operazioni che offrono a chi investe prospettive di reddito, ma senza elevare l'aspettativa a tale redditività a contenuto di una situazione giuridicamente perfetta, oppure, là dove sia puntualmente identificabile un vero e proprio diritto soggettivo alla remunerazione del risparmio investito, operazioni in cui la posizione soggettiva da esse nascente assuma la connotazione di bene oggettivamente negoziabile e sia dunque in grado di dar vita a un sistema di scambi per contanti (il cosiddetto mercato secondario).

Non basta, dunque, che vi sia un'operazione che presenti profili di redditività finanziaria perché vi sia un investimento finanziario rilevante ai fini dell'applicazione delle disposizioni del testo unico. Occorre, invece, che tali operazioni si caratterizzino per la presenza, seppure non necessariamente in via congiunta, sia di un profilo di rischio in ordine all'*an* e al *quantum* di remunerazione del capitale investito, facendosi dipendere la possibilità e la misura di detta remunerazione dalla valorizzazione del patrimonio in cui il risparmio è allocato (come accade tipicamente per le diverse forme di partecipazione al capitale di rischio di un'impresa) o dal rendimento di altri «beni» costituenti il parametro di calcolo dell'utilità dell'investimento (come avviene per i prodotti derivati), sia per l'esistenza di un meccanismo di ordinaria negoziabilità della posizione soggettiva nascente dall'operazione di investimento.

La fattispecie «prodotto finanziario» ha, pertanto, connotati più ristretti rispetto alla nozione di tale prodotto come elaborata dalla scienza economica. Mentre per quest'ultima, ai margini, anche la costituzione di un deposito bancario o la sottoscrizione di un'assicurazione per il caso di sopravvivenza possono essere considerate alla stregua di operazioni finanziarie - appunto perché tanto l'una (con la previsione del pagamento di un interesse in favore del depositante) quanto l'altra (con la promessa del pagamento di una rendita al verificarsi di un certo evento) mettono capo a una forma di remunerazione del capitale impiegato - diversamente avviene dal punto di vista normativo. Le posizioni giuridiche soggettive che vengono ad esistenza in forza di tali tipologie contrattuali non sono ascrivibili alla fattispecie in esame - appunto per la mancanza sia dell'uno che dell'altro degli elementi tipici - sicché ne discende che le operazioni aventi ad oggetto simili categorie di prodotti, sottendendo oltretutto un tipo di istanze che non si esauriscono e risolvono nella prospettiva dell'allocazione remunerativa del risparmio, sono sottratte all'applicazione del complesso di regole e norme compendiate nel concetto di mercato finanziario, ricadendo in altri mercati, quali quello bancario assicurativo - sempre nel senso propriamente normativo già ricordato (v. *supra*, § 1) da riservare a tale nozione -.

5. Prodotti finanziari e strumenti finanziari come referente di iniziative e attività («*actiones*») poste in essere nel mercato dei capitali

Prodotti finanziari e strumenti finanziari rappresentano, dunque, il referente oggettivo delle iniziative poste in essere da quanti, collocandosi sui versanti contrapposti della domanda e dell'offerta di forme remunerative di investimento di denaro, accedono al mercato dei capitali.

Come si è già anticipato, le due nozioni, sebbene in rapporto di genere a specie, sono dotate tuttavia, giuridicamente, di un rilievo sensibilmente diverso. Mentre i prodotti finanziari vengono identificati dall'ordinamento soltanto come possibile oggetto su cui si puntualizza l'attività di sollecitazione all'investimento, sicché la rilevanza giuridica della nozione finisce per esaurirsi in quella di coelemento della fattispecie della «sollecitazione del pubblico risparmio»²⁶, gli strumenti

²⁶ Fattispecie, quella della sollecitazione del pubblico risparmio, regolata - come si è ricordato in precedenza (cfr. *supra*, nt. 17) - per la prima volta nel nostro ordinamento dalla l. n. 77 del 1983 (la quale, sotto questo specifico profilo, ha operato con la tecnica della novellazione, atteso che essa ha modificato e integrato il testo dell'art. 18 l. 7 giugno 1974, n. 216), peraltro assumendo come referente oggettivo la figura del valore mobiliare. Le indicazioni di bibliografia sul fenomeno della sollecitazione potrebbero essere numerose; per un primo approccio al tema, in relazione alla originaria disciplina della fattispecie (non modificata nella sostanza), soprattutto LIBONATI, in Legge 22 marzo 1983 n. 77. Commento, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1985, sub art. 12, 508 ss.; D'ALESSANDRO, *L'attività di*

finanziari vengono invece considerati dal legislatore anche nella prospettiva ulteriore dell'identificazione di una serie di attività - i cosiddetti servizi di investimento²⁷, e, seppure soltanto in parte, anche i cosiddetti servizi accessori²⁸ - le quali, avendo ad oggetto l'investimento in strumenti finanziari, e presentandosi comunque in vario modo connesse e strumentali a simili iniziative, appaiono meritevoli, ove esercitate professionalmente, di una disciplina specifica.

La differenza tra i tipi di iniziative che si definiscono in funzione dei prodotti finanziari e quelle identificabili attraverso il riferimento agli strumenti finanziari è dunque notevole. Quella della sollecitazione costituisce, infatti, figura che si estende sino a ricomprendere ogni genere di iniziativa di tipo promozionale, che si rivolge al «pubblico» - ovvero ad una pluralità indifferenziata di destinatari, che non agiscono professionalmente sul mercato dei capitali, che dispongono di ricchezza in esubero e sono interessati ad impiegarla in forma remunerativa²⁹ - e che sia diretta a favorire l'acquisto di un prodotto finanziario: insomma identifica ogni iniziativa, da chiunque promossa, finalizzata a perfezionare un'operazione di investimento, attraverso la conclusione di un contratto (di acquisto; di sottoscrizione; ecc.) avente ad oggetto prodotti finanziari. Quella identificata attraverso la locuzione «servizi di investimento» è, invece, fattispecie che si concreta in una serie di attività tipiche; attività, il cui esercizio è oltretutto riservato soltanto a limitate categorie di soggetti³⁰, che si indirizzano in concreto a beneficio di soggetti determinati, in quanto si svolgono sulla premessa di un rapporto contrattuale instaurato con questi ultimi, e che implicano l'erogazione di una prestazione, appunto correlata all'investimento in quella peculiare classe di prodotti consistente negli strumenti finanziari.

E tuttavia, pur nell'obiettivo diversità tipologica, da cui discende anche un'inevitabile differenza di trattamento normativo, le attività dirette alla sollecitazione del risparmio e quelle integranti i cosiddetti servizi di investimento si prestano ad essere analizzate unitariamente, in quanto comune è la filosofia alla base delle rispettive discipline. Tanto di fronte allo svolgimento delle iniziative di sollecitazione del pubblico ad investire il proprio risparmio in prodotti finanziari, quanto dinanzi

sollecitazione, cit., 91; FERRARINI, Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa, in Trattato delle società per azioni a cura di G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, X, t. 1, Torino, 1993, 1 ss. Per un'analisi, invece, della disciplina tratteggiata dal testo unico, ANNUNZIATA, op. cit., 68 ss.

²⁷ Per una prima analisi di tale fattispecie cfr. ALPA e GAGGERO, I servizi di investimento in valori mobiliari nel decreto Eurosim, Milano, 1996; LENER, Strumenti finanziari, cit., in particolare 341 ss.; ENRIQUES, Dalle attività di intermediazione ai servizi di investimento, in Riv. soc., 1998, 1013 ss.

²⁸ Ai sensi dell'art. 1 comma 6 d.l.g. n. 58, cit., rientrano, infatti, tra i servizi accessori la «custodia e amministrazione di strumenti finanziari»; «la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento»; «i servizi connessi all'emissione o al collocamento degli strumenti finanziari»; «la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari».

²⁹ Sull'interpretazione del requisito della pubblicità della sollecitazione - ed in particolare sul problema se tale carattere possa dirsi sussistente non solo quando l'iniziativa sia rivolta ad un numero indeterminato ed indeterminabile di destinatari, ma anche quando essa sia rivolta ad una cerchia circoscritta di soggetti (e dunque pur in astratto determinabili in ragione dell'appartenenza ad una specifica categoria) ove l'iniziativa si presenti come spersonalizzata e soprattutto rivolta a soggetti che non sono operatori qualificati - cfr. in dottrina, già nel vigore della previgente disciplina, LIBONATI, op. cit., 512; LENER, Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario, Milano, 1996, in specie 83 ss. Tale conclusione trova oggi una indiretta conferma nella disposizione dettata dall'art. 100 d.l.g. n. 58, cit., il quale, escludendo l'applicazione della disciplina della sollecitazione all'investimento per le iniziative indirizzate ai cosiddetti investitori istituzionali (ovvero ai soggetti che svolgono professionalmente attività di investimento in prodotti e servizi finanziari), muove evidentemente dalla premessa che la determinazione del carattere pubblico della sollecitazione - carattere che solo giustifica l'applicazione della disciplina speciale - va determinato anche tenendo conto di un criterio di tipo qualitativo e soprattutto funzionale, valutando cioè se gli oblati siano o meno bisognosi della particolare tutela accordata dalle disposizioni speciali dettate dal testo unico (cfr., in tal senso, COSTI, op. ult. cit., 53 ss.).

³⁰ Dal che discende un ulteriore argomento per ritenere che l'elencazione dei servizi di investimento operata dall'art. 1 comma 5 d.l.g. n. 58, cit., abbia carattere tassativo; e ciò in ossequio al principio secondo cui deve considerarsi sempre tassativa ogni elencazione qualora una norma di legge si serva di essa al fine di limitare l'esercizio di diritti costituzionalmente garantiti (nel caso di specie viene infatti ad essere posto un limite all'esercizio della libertà di iniziativa economica). Per tale rilievo cfr. particolarmente ENRIQUES, op. cit., 1017.

all'esercizio in forma professionale, nei confronti degli utenti di tali servizi, delle attività correlate ad operazioni di investimento in strumenti finanziari si presenta, infatti, il medesimo tipo di problema. Ovvero si avverte l'esigenza di riconoscere a chi disponga di ricchezza in esubero la possibilità di procedere a una consapevole allocazione del risparmio, sulla premessa che soltanto in presenza di una consapevole scelta di investimento possa poi dirsi adeguatamente soddisfatto e tutelato quell'interesse - che è, come detto, nel contempo individuale, del singolo investitore, e generale, del sistema economico nel suo complesso - ad un impiego ottimale di risorse che al mercato affluiscono.

Questa esigenza - che emerge in modo indifferenziato sia in presenza di iniziative sollecitatorie sia nell'ambito della prestazione dei servizi aventi ad oggetto strumenti finanziari, o comunque connessi ad operazioni su strumenti finanziari - si traduce dunque nelle previsioni, da parte del legislatore, di una serie di regole di comune matrice cui assoggettare lo svolgimento delle attività sopra menzionate. Regole che si risolvono, in linea di massima, nell'imposizione, a carico dei soggetti che promuovono la sollecitazione, così come dei soggetti abilitati all'erogazione dei servizi in parola, di una pluralità di obblighi positivi di comportamento, finalizzati a salvaguardare l'integrità della sfera giuridico-patrimoniale sia dei soggetti sollecitati che di coloro i quali, nella prospettiva di un investimento, fruiscono dei servizi offerti sul mercato. Obblighi di comportamento che - in ossequio all'idea che la possibilità di compiere scelte consapevoli e razionali in ordine all'impiego del proprio risparmio è tanto più vulnerata quanto minore è la trasparenza dei termini oggettivi e soggettivi dell'operazione di investimento - si caratterizzano principalmente come obblighi di informazione, più o meno specifici e dettagliati.

Tale aspetto emerge con estrema chiarezza ove si consideri la disciplina delineata in relazione all'attività di sollecitazione. Le iniziative dirette ad attrarre risparmio attraverso l'offerta di prodotti finanziari possono essere sì da chiunque promosse, ma sempre a condizione che il soggetto che le promuove provveda alla pubblicazione del prospetto informativo (art. 94 d.lg. n. 58, cit.). L'imposizione di siffatto obbligo - che risponde all'esigenza di dare un contenuto specifico, che tenga conto delle peculiarità proprie della vicenda quando riferita a prodotti finanziari, al più generale dovere di comportarsi secondo buona fede che già sussiste, ai sensi della disciplina codicistica, in capo a chiunque ponga in essere iniziative finalizzate alla conclusione di un contratto - si iscrive, infatti, all'evidenza, in un disegno tendente all'eliminazione di quella condizione di asimmetria informativa che caratterizza tipicamente il rapporto tra chi si risolve ad un impiego della propria ricchezza, finanziando un'iniziativa o attività altrui, e chi quella ricchezza raccoglie e utilizza, risultando conseguentemente funzionale alla protezione dell'integrità della sfera giuridica dell'investitore, il quale vede potenzialmente neutralizzato il rischio di una lesione della propria libertà negoziale³¹. Il prospetto, del resto, altro non è se non un documento attraverso cui vengono comunicate alla generalità dei risparmiatori che si rivolgono al mercato, e che dunque si presentano come potenziali destinatari dell'iniziativa, tutte le notizie che sono necessarie per consentire a questi ultimi di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta loro indirizzata; notizie che, allora, devono riguardare non solo le caratteristiche tipologiche del prodotto finanziario - in particolare sotto il profilo dei diritti dei quali, per il fatto di aver aderito alla sollecitazione, colui che investe nei prodotti oggetto dell'offerta diviene titolare nei confronti dell'offerente - ma devono riferirsi anche alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria di colui che emette tale prodotto, così come devono riguardare, ai sensi dell'art. 94 comma 2 d.lg. n. 58, cit., le possibilità di evoluzione dell'attività dell'emittente (almeno là dove il prodotto finanziario si attinge come forma di

³¹ Sulla funzione del prospetto come strumento essenziale per assicurare informazione agli investitori non qualificati e dunque efficienza al mercato cfr., *ex plurimis*, soprattutto ABBADESSA, Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario, in Banca borsa, 1982, I, 205 ss.; FERRARINI, La responsabilità da prospetto, Milano, 1986, passim; ALPA, Prospetto informativo. Orientamenti della dottrina, in Rivista critica del diritto privato, 1988, 359 ss.; MARCHETTI, Note sul prospetto informativo, in Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari a cura di P. AUTERI, Milano, 1991, 43 ss.

partecipazione, o comunque di interessenza, ad un'attività di impresa, risultando allora legato il soddisfacimento della aspettativa di remunerazione dell'investimento all'andamento di quest'ultima). Ma non meno chiaramente alla stessa logica sono informati anche gli interventi normativi volti a regolamentare i servizi di investimento.

La disciplina di tali attività è, infatti, indubbiamente più complessa e articolata di quanto non accada per le attività e iniziative di sollecitazione; una maggiore articolazione, questa, che dipende in parte dalla circostanza che, di fronte all'estrema varietà contenutistica dei servizi di cui ci si occupa, il legislatore è stato chiamato a dare risposta a talune istanze specifiche, legate alle peculiari caratteristiche di alcune delle attività rientranti nell'ambito della figura³², e in parte dal fatto che, rilevando i servizi, nei rapporti con chi ne fruisce, come oggetto di una prestazione contrattualmente dovuta, la disciplina in parola si compone necessariamente anche di norme volte a regolare, in via differenziata rispetto alle disposizioni dettate in generale dal codice civile, l'atto di autonomia negoziale che quel rapporto costituisce³³.

E tuttavia, pure in tale quadro normativo obiettivamente dotato di maggiore articolazione, è con chiarezza riconoscibile la sostanziale continuità di ispirazione tra la disciplina speciale dei servizi correlati ad iniziative di investimento, aventi ad oggetto strumenti finanziari, e quella dei fenomeni della sollecitazione, e segnatamente è con chiarezza riconoscibile come anche il principio ispiratore di detta disciplina sia sempre rappresentato dall'idea che per la costruzione di un mercato finanziario efficiente sia indispensabile garantire, in primo luogo, la libertà e la consapevolezza delle scelte di investimento.

Emblematiche, sotto questo profilo, si rivelano soprattutto le disposizioni dettate dal testo unico che delineano le modalità di svolgimento dei servizi in parola: in particolare la previsione a carico dei soggetti abilitati dell'obbligo di operare «con trasparenza e correttezza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati» (art. 21 comma 1 lett. a), dell'obbligo di operare in modo che il cliente «sia sempre adeguatamente informato» (art. 21 comma 1 lett. b), ancora dell'obbligo di «organizzarsi in modo da assicurare ai clienti trasparenza ed equo trattamento» (art. 21 comma 1 lett. c) - ovvero la previsione di obblighi che rilevano ex se, a prescindere dal tipo di prestazione contrattualmente promessa nei confronti del cliente, e in realtà già in un momento antecedente all'assunzione di tale eventuale impegno³⁴. Tali norme appaiono infatti confermare come, anche in quell'ambito, l'obiettivo che il legislatore persegue sia piuttosto dare tutela all'interesse, che in una sua proiezione

³² Si pensi, in questa prospettiva, soprattutto alla norma dettata dall'art. 22 d.lg. n. 58, cit., la quale prevede che «nella prestazione dei servizi di investimento e accessori» gli strumenti finanziari e le somme di denaro di spettanza dei clienti, e a qualunque titolo detenuti dal soggetto che presta detti servizi, costituiscono, a ogni effetto, patrimonio separato rispetto al patrimonio di quest'ultimo. Tale disposizione, pur presentata come di portata generale ed applicabile ad ogni tipologia di servizio, costituisce, infatti, norma evidentemente dettata in risposta ad uno dei principali problemi posti dai servizi di negoziazione di strumenti finanziari per conto dei clienti e di gestione individuale di portafogli di investimento. La sua funzione è, infatti, eliminare per l'utente di tale tipologia di servizio il rischio - cui sarebbe invece esposto in un'applicazione rigorosa delle regole codicistiche - di subire, in caso di insolvenza dell'impresa esercente tali attività, pure sui beni di propria pertinenza, il concorso con i creditori dell'impresa insolvente.

³³ Si consideri in quest'ottica soprattutto la disposizione dettata dall'art. 23 d.lg. n. 58, cit., che impone l'onere della forma scritta *ad substantiam* per i contratti di investimento. Una disposizione, questa, che si iscrive, peraltro, nell'ambito di una più generale opzione "neoformalista" della nuova legislazione commerciale, motivata dalla convinzione che la previsione di una forma scritta, a pena di nullità del contratto, costituisca uno strumento di protezione del soggetto non qualificato che stringa una relazione negoziale con un'impresa che offre beni o servizi sul mercato; un'idea, questa, che si ricollega alla premessa, tradizionalmente posta in risalto dalla scienza civilistica (cfr. per tutti GIORGIANNI, Forma degli atti (diritto privato), in questa Enciclopedia, XVII, 988 ss.), che vede nella forma scritta uno strumento che assicura la conoscibilità del programma negoziale da parte dell'oblato e quindi uno strumento che favorisce la formazione di un consenso consapevole. Su tale tematica cfr. specificamente LENER, op. ult. cit., 60 ss.

³⁴ In relazione al significato che assume la previsione da parte del legislatore di norme di comportamento che traducono, per i soggetti che erogano servizi di investimento o più genericamente svolgono attività di intermediazione, il principio generale dell'agere ex fide bona in doveri specifici, dotati di maggiore concretezza, cfr. ANNUNZIATA, Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari, Milano, 1993, e soprattutto DI MAJO, La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare, in Banca borsa, 1994, I, 289.

collettiva coincide con quello efficiente del mercato, a che ogni scelta e decisione, direttamente o indirettamente correlate alle iniziative di investimento di natura finanziaria, sia frutto di una valutazione razionale e consapevole.

6. Le «*personae*»: società di investimento e società da investimento

Come si è segnalato, una delle principali differenze che sussistono, sotto il profilo della disciplina, tra le iniziative di sollecitazione, da un lato, e le attività aventi ad oggetto strumenti finanziari ed ascrivibili alla fattispecie dei servizi di investimento, dall'altro, può ravvisarsi in ciò: che mentre le iniziative dirette a sollecitare l'investimento sono tendenzialmente libere - chiunque potendo raccogliere risparmio attraverso l'offerta di prodotti finanziari - lo svolgimento dei servizi di investimento, ove esso avvenga professionalmente nei confronti del pubblico, si presenta come attività riservata, dal momento che i servizi relativi possono essere erogati soltanto da soggetti che siano espressamente autorizzati.

Tali soggetti costituiscono, dunque, quelle che nel linguaggio del legislatore del testo unico sull'intermediazione finanziaria (d.lg. n. 58 del 1998) sono definite genericamente come «imprese di investimento» - appunto perché le attività contemplate, se esercitate professionalmente con stabile organizzazione, assumono i connotati di quel tipo di attività costituente l'essenza del fenomeno considerato dall'art. 2082 c.c. - ma che più correttamente dovrebbero definirsi come «società di investimento». Società, piuttosto che imprese, non solo e non tanto per evitare di assecondare l'equivoca e pericolosa tendenza all'uso deviato, soggettivizzato, del termine «impresa», ma anche e soprattutto perché nella disciplina del testo unico l'autorizzazione ad esercitare professionalmente attività mirante alla prestazione di servizi di investimento può essere rilasciata soltanto a soggetti collettivi, che assumano la forma societaria.

Le società di investimento recitano, all'interno del mercato dei capitali, un ruolo di primaria importanza. Risolvendosi, infatti, la loro attività in operazioni su strumenti finanziari realizzate in prevalenza con denaro altrui (si pensi, emblematicamente, alle gestioni patrimoniali, individuali e collettive), ovvero investendo denaro affidato loro dai propri clienti, esse concorrono ad indirizzare il risparmio verso impieghi produttivi e quindi assolvono quella funzione, che si vorrebbe propria del mercato finanziario, di meccanismo che favorisce un'efficiente circolazione della ricchezza.

Tale ruolo giustifica la marcata attenzione che il legislatore ha dedicato a dette società. Un'attenzione che si è espressa nella decisione di assoggettarle ad uno statuto normativo connotato da caratteri di specialità, in particolare dettando discipline che - al di là delle pure possibili differenze dipendenti dalla circostanza che la figura «società di investimento» si articola al suo interno in una serie di varianti³⁵ - sono ispirate ai seguenti, comuni, principi: a) limitazione dell'autonomia dei soci nella definizione del modello organizzativo, vincolandosi il rilascio dell'autorizzazione al ricorso della forma di società per azioni; b) imposizione di requisiti patrimoniali e organizzativi speciali e ulteriori rispetto a quelli pure sufficienti, ai sensi della disciplina ex codice, per la valida costituzione di siffatto tipo societario³⁶; c) previsione di controlli di natura pubblicistica diretti a verificare che le società in questione, durante l'esercizio delle attività che ne costituiscono l'oggetto, conservino struttura organizzativa e patrimoniale adeguata all'attività

³⁵ Nell'attuale quadro normativo si identificano, infatti, tre diverse figure di società di investimento - le società di intermediazione mobiliare (SIM); le società di gestione; le società di investimento a capitale variabile (SICAV) - ciascuna delle quali è caratterizzata, ed in particolare poi la SICAV, da una sua propria disciplina. Sulla disciplina delle SIM e delle SICAV - figure già oggetto di espressa considerazione da parte del legislatore prima dell'introduzione del testo unico - cfr., per indicazioni di sintesi, LENER, Valori mobiliari: II) Soggetti intermediari, in Enc. giur., XXXII, 1994, aggiornamento 1997.

³⁶ Così, ad esempio, l'art. 19, con riferimento alle SIM, l'art. 34, per le società di gestione, e l'art. 43, per le SICAV, esigono tutti - ai fini del rilascio dell'autorizzazione - l'adozione, da parte di dette società, di un capitale minimo diverso da (ed in ogni caso superiore a) quello prescritto in via generale dall'art. 2327 c.c.; del pari esigono tutti che i soggetti chiamati a esercitare le mansioni gestorie e di direzione siano in possesso di speciali requisiti di professionalità e onorabilità; ancora, richiedono tutti la presentazione di una relazione che illustri il programma di attività e attesti l'adeguatezza della struttura organizzativa allo svolgimento di quest'ultima.

in concreto svolta, così come volti a verificare che esse si attengano, nell'esercizio della propria attività, agli standards e alle regole di comportamento prescritti³⁷; d) attribuzione all'Autorità di vigilanza, dinanzi ad eventuali situazioni di irregolarità gestionale discendenti dalla violazione delle norme, persino quelle statutarie, che tali soggetti dovrebbero osservare nello svolgimento della propria attività, di poteri autoritativi tesi a porvi rimedio attraverso l'adozione di misure di vario genere, le quali, nei casi più gravi, si concretano nel provvedimento che dispone lo scioglimento coattivo della società. Norme, queste, che si colorano, tutte, di un carattere spiccatamente cogente e che certo implicano forti limiti all'esercizio di uno dei fondamentali diritti di libertà riconosciuto e garantito dalla Costituzione, quale appunto la libertà di impresa, ma che si spiegano e si giustificano nella prospettiva della tutela di un interesse - quello ad un efficiente investimento del risparmio - anch'esso (art. 47) dotato di rilevanza costituzionale.

Quelle di investimento non rappresentano, tuttavia, l'unico genere di società che operano sul mercato dei capitali come collettori del risparmio altrui, e con riferimento alle quali il legislatore ha, pertanto, avvertito la necessità di dover modificare lo statuto normativo rispetto a quello ex codice, per delinearlo in coerenza con l'esigenza di tutela degli interessi, individuali e collettivi, sottesi alle operazioni aventi ad oggetto l'acquisto o lo scambio di prodotti finanziari. Accanto alle società di investimento il legislatore del testo unico interviene, infatti, a disciplinare anche quelle che possono essere definite come «società da investimento». Vale a dire quella particolare classe di soggetti collettivi - i quali poi nell'attuale quadro normativo si risolvono nelle sole società per azioni - che, per finanziare la propria attività imprenditoriale, fanno appello al risparmio diffuso, raccogliendolo attraverso l'emissione di strumenti finanziari implicanti un coinvolgimento, ora più ora meno accentuato, al rischio di impresa; in una parola, quella particolare figura in cui è la stessa partecipazione al capitale sociale a presentarsi come forma di investimento.

Sotto questo profilo si può cogliere, anzi, il contributo autenticamente innovativo del testo unico nella costruzione dello statuto normativo del mercato finanziario. Esso segna il definitivo approdo³⁸ da parte del legislatore all'idea che se si vuole costruire una disciplina completa del mercato, nella prospettiva della tutela dell'interesse individuale e collettivo all'allocazione ottimale delle ricchezze, non si può prescindere da un intervento che operi un riorientamento della disciplina delle società azionarie - (identificate propriamente con quelle le cui azioni sono negoziate sui mercati regolamentati)³⁹ - quando costituiscono esse stesse il diretto referente delle operazioni di investimento.

³⁷ Il compito di vigilare sui soggetti esercenti imprese di investimento è riservato (cfr. art. 4 d.lg. n. 58, cit.) in via congiunta alla CONSOB e alla Banca d'Italia, ciascuna peraltro con un diverso ambito di attribuzioni. Alla prima spetta, infatti, il potere di vigilare sul rispetto del principio di correttezza e trasparenza nei comportamenti; alla seconda è invece riservato il compito di verificare che la gestione di tali società sia ispirata ad un principio di prudenza sì da non comprometterne la stabilità patrimoniale.

³⁸ L'idea di cui è menzione nel testo era, invero, *in nuce*, già nella disciplina dettata dalla l. n. 216 del 1974 - istitutiva della CONSOB, quale autorità di controllo delle società e della borsa - che introduceva prime significative varianti nello statuto organizzativo della società quotata; per un'accentuata valorizzazione di questo profilo della l. n. 216, cit., cfr. FERRI G., La miniriforma della società per azioni, in Riv. dir. comm., 1975, I, 209 ss., ora in Scritti giuridici, III, t. 1, Napoli, 1990, 320 ss.

³⁹ Se, come si è accennato *supra*, § 1, quello di mercato, agli effetti giuridici, costituisce un concetto normativo, ovvero un concetto che compendia lo statuto normativo di un certo tipo di relazioni di scambio, la locuzione «mercati regolamentati» potrebbe apparire tautologica, non potendosi ammettere - per il principio di non contraddizione - l'esistenza di un mercato non regolamentato, *rectius* non disciplinato. Orbene, tale apparente tautologia della formula si supera ove si tenga conto della già rilevata natura polisemica del termine «mercato», ed in particolare ove si tenga conto del fatto che in tale locuzione il sostantivo mercato viene in rilievo in un'accezione più specifica e concreta; ovvero per identificare le organizzazioni che prestano servizi intesi a favorire l'incontro di domanda e offerta di determinati beni, riducendo i costi di transazione. Muovendo in una simile prospettiva ne consegue che ben può darsi una contrapposizione tra mercato regolamentato e mercato non regolamentato, atteso che tale distinzione allude semplicemente all'esistenza o meno di una disciplina tipica di dette organizzazioni e dei soggetti che le gestiscono (quale è, oggi, quella dettata dagli art. 61-79 d.lg. n. 58, cit.; e per una prima analisi cfr. MOTTI, I mercati regolamentati di strumenti finanziari, in Intermediari finanziari, mercati e società quotate, a cura di A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI e V. SANTORO, Torino, 1999, 350 ss.).

Il tema è estremamente complesso e ricco di implicazioni sistematiche, comportando la necessità di procedere ad un riesame delle basi stesse della teorica societaria⁴⁰, sicché non può essere sviluppato nell'ambito del presente lavoro, trovando la sua più adeguata collocazione nella specifica trattazione dedicata all'analisi di tale figura: v. SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA⁴¹. Ciò che si può fare in questa sede è, dunque, limitarsi soltanto a segnalare le linee di tendenza di tale fenomeno legislativo di adeguamento della disciplina della società per azioni alle istanze del mercato finanziario. Linee di tendenza che, almeno a chi scrive, sembrano svilupparsi soprattutto in una duplice direzione.

Gli interventi del legislatore *in subiecta materia* appaiono, infatti, per un verso essere caratterizzati dal ruolo prioritario assegnato, nella conformazione della partecipazione sociale e nell'identificazione dei diritti ad essa inerenti, al diritto del socio all'informazione sui fatti rilevanti di gestione, quando si tratti di fatti in grado di incidere sul valore di mercato delle azioni. Un diritto all'informazione, certo non ignoto al sistema del codice, ma i cui diversi contenuti e la cui maggiore accentuazione per le società da investimento sono il riflesso di una considerazione del socio piuttosto come investitore - più esattamente come soggetto portatore di un interesse essenzialmente patrimoniale, orientato alla migliore valorizzazione del capitale investito - che non come azionista nel senso classico della nozione (come soggetto, cioè, portatore di un interesse imprenditoriale)⁴², trattandosi di una posizione soggettiva, sì autonomamente riconosciuta e tutelata, ma comunque pur sempre strumentale a consentire a chi ne beneficia una costante verifica in ordine all'andamento dell'investimento azionario (e dunque a decidere con consapevolezza se e in che misura mantenerlo fermo o procedere alla sua liquidazione), e che allora coerentemente si iscrive in quella filosofia della trasparenza che caratterizza l'assetto normativo dei mercati⁴³.

Per altro verso, tali interventi si traducono, invece, nella ridefinizione dello statuto organizzativo della società per azioni, ora in chiave di intervento di modifica delle condizioni e delle forme di esercizio dei diritti corporativi⁴⁴, ora sotto forma di accresciuta considerazione del significato organizzativo di fatti che pure, a rigore, essendo attinenti alle dinamiche di mercato, dovrebbero esservi estranei⁴⁵, secondo un disegno anche in questo caso estremamente articolato e differenziato.

⁴⁰ Cfr. in questo senso, proprio muovendo dalla qualificazione della partecipazione azionaria come la forma giuridica tipica dell'investimento, FERRI G. jr., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.

⁴¹ In questo Aggiornamento, *infra*.

⁴² E non a caso il testo unico si fa carico di configurare i doveri di informazione che gravano sulla società quotata come doveri esistenti nei confronti del pubblico (cfr. art. 114 d.lg. n. 58, cit.); formula, questa, che allora sottolinea come il diritto a ricevere le informazioni sui fatti interni alla sfera della società, quando si tratti di fatti price sensitive, sia, in definitiva, non solo del socio attuale - di chi, cioè, è già titolare di azioni o comunque di altri strumenti finanziari emessi dalla società - ma di chiunque sia potenzialmente tale, appunto per la naturale destinazione delle azioni a formare oggetto di investimento.

Così, ancora, sempre in questa prospettiva possono spiegarsi i differenti connotati dell'informazione, e segnatamente la contrapposizione tra obblighi di informazione continua, che gravano sulle società che si rivolgono al mercato dei capitali, e quelli soltanto periodici, gravanti sulle società che non fanno appello al risparmio diffuso. Mentre, infatti, nella disciplina delineata dal codice il socio viene in rilievo essenzialmente come titolare di un interesse a partecipare ad una iniziativa imprenditoriale di tipo collettivo, da cui ritrarre un guadagno sotto forma di utile di impresa - sicché è naturale che l'informazione di cui deve essere destinatario sia periodica, e legata alla periodicità degli esercizi (esprimendosi attraverso il bilancio e gli altri documenti ad esso connessi) - nella disciplina del testo unico, il socio viene in rilievo come investitore, che si propone di realizzare un guadagno negoziando la partecipazione sociale sul mercato, sicché diventa inevitabile che egli sia destinatario di un flusso continuo di informazioni suscettibili di incidere sul prezzo della partecipazione, appunto perché egli attraverso il mercato può in qualsiasi momento vendere la partecipazione acquistata in precedenza e ritrarre guadagno dal suo investimento.

⁴³ Sul punto, ispirandosi alle riflessioni della dottrina nordamericana, e ricollegandosi al pensiero di FERRI G., *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in Riv. soc., 1961, 177 ss., cfr. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, cit.; e soprattutto LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in Riv. soc., 2001, 86 ss., specialmente 100 ss.

⁴⁴ Si pensi, in questa prospettiva, soprattutto alla nuova disciplina in tema di esercizio di voto per delega (art. 136-144 d.lg. n. 58, cit.).

⁴⁵ Si pensi, in quest'ottica, alla accresciuta rilevanza che il testo unico assegna al possesso di una certa quota di capitale sociale - ovvero a un fatto di per sé neutro che non ha connotazione propriamente sociale (e per tale constatazione cfr. ANGELICI, *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in questa Enciclopedia, XLII, 994 s.) - come vicenda che

Un disegno che, però, si presenta sempre funzionale - o per lo meno ambirebbe ad esserlo - al triplice obiettivo di favorire l'emersione, promuovendo il loro coinvolgimento nei processi decisionali dell'impresa, anche degli interessi dei soci per i quali la partecipazione di capitale costituisce semplice forma di investimento; di rafforzare la possibilità, per questi ultimi, di sottoporre a controllo l'operato di chi, gestendo l'attività sociale, influisce, in misura spesso determinante, sui possibili esiti dell'investimento; e di evitare che vicende incidenti sull'organizzazione possano pregiudicare e compromettere la possibilità di liquidare l'investimento sul mercato.

7. Considerazioni conclusive: la disciplina delle operazioni e delle attività finanziarie tra interesse collettivo e interesse individuale. Gli strumenti di tutela del mercato e del risparmiatore

L'interesse ad un'ottimale allocazione del risparmio (che rappresenta il fondamento della speciale disciplina dettata rispetto alle operazioni e alle attività finanziarie, così come in relazione ai soggetti che esercitano professionalmente tali attività e che raccolgono abitualmente risparmio sul mercato dei capitali, i cui principi ispiratori si è cercato di tratteggiare) assume, come si è più volte ricordato, una duplice connotazione, rilevando tanto, potrebbe dirsi obiettivamente, come interesse pubblico, della collettività - un'ottimale allocazione, favorendo l'afflusso di risparmio sul mercato, costituisce un fattore di crescita del sistema economico - quanto, in una prospettiva marcatamente soggettiva, come interesse del singolo che accede al mercato finanziario, risolvendosi all'investimento del proprio risparmio.

Orbene, se questa è la *ratio* ispiratrice di ogni intervento inteso a disciplinare il mercato finanziario, ne discende che il paragrafo conclusivo di una trattazione che ambisce a tratteggiarne, pur se in forma di estrema sintesi, una teoria giuridica non può che essere dedicato ad altro, se non all'individuazione degli strumenti che garantiscono l'osservanza delle disposizioni che compongono lo statuto delle operazioni e delle attività finanziarie e degli strumenti che garantiscano, coattivamente, in caso di loro violazione, la tutela degli interessi ad esse sottesi.

Sotto questo profilo, il discorso è destinato ad articolarsi in termini diversi, e con un differente grado di complessità, a seconda che si focalizzi l'attenzione sull'interesse (che si è definito obiettivo) della collettività all'efficiente funzionamento del mercato, e quindi sugli strumenti diretti a garantire che le operazioni e le attività finanziarie si svolgano nel rispetto delle regole e dei principi per esse dettati, oppure che si ragioni dell'interesse dei singoli, i quali si rivolgono al mercato, investendo il proprio risparmio, ed in particolare, poi, della tutela di questi ultimi, quando essi vedano deluse, in ragione dell'inosservanza di tali regole e principi di comportamento, le proprie aspettative di remunerazione.

In relazione al primo aspetto del problema, il discorso si presta ad essere abbastanza agevolmente sviluppato. L'interesse al corretto funzionamento del mercato riceve infatti tutela configurando il mercato finanziario come ordinamento sezionale e ponendovi al vertice un'Autorità di vigilanza - autorità ad alta qualificazione tecnica e costituente, anche in ragione della rafforzata posizione di indipendenza all'interno dello «Stato apparato», espressione di un nuovo modello di amministrazione pubblica⁴⁶ - a cui si riconoscono penetranti poteri di intervento. Tali da articolarsi secondo tipologie estremamente differenziate, spettando all'Authority di settore sia poteri diretti a

acquista rilevanza interna all'organizzazione, perché assunta a presupposto per l'esercizio di prerogative tipicamente sociali (cfr. art. 125, 126 e 128 d.lg. n. 58, cit.) e persino del potere di promuovere, in luogo dell'assemblea, l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori (art. 129). Oppure si pensi agli effetti sull'organizzazione societaria, i quali si concretano in una vera e propria alterazione del normale rapporto assemblea-amministratori, che l'art. 104 d.lg. n. 58, cit. ricollega alla presentazione di un'offerta pubblica di acquisto - un fatto, questo, che pure a rigore costituisce momento di una tipica operazione di scambio.

⁴⁶ La CONSOB può, anzi, definirsi il prototipo, per il nostro ordinamento, della figura delle autorità amministrative indipendenti. Sul tema cfr., per tutti, riassuntivamente: CAIANIELLO, Le autorità indipendenti tra potere politico e società civile, in Foro amm., 1997, 341 ss.

fissare, per chi opera sui mercati finanziari, regole di comportamento integrative rispetto a quelle dettate in via generale dalla legge (si pensi, emblematicamente, ai poteri di natura regolamentare attribuiti alla Commissione nazionale per le società e la BORSA-CONSOB, in materia di sollecitazione all'investimento dagli art. 95 comma 1; 97 comma 2 d.lg. n. 58, cit.; o ancora ai poteri regolamentari volti a specificare e arricchire di contenuto gli obblighi informativi posti dalla legge a carico delle società emittenti: art. 113 comma 2 lett. a e 114 d.lg. n. 58, cit.); sia poteri di controllo diretti ad osservare che tutte le attività su strumenti e prodotti finanziari avvengano nel rispetto delle rispettive discipline; sia infine poteri autoritativi di tipo repressivo, esercitabili tanto in via preventiva, per impedire che operazioni siano compiute o attività vengano esercitate in spregio delle disposizioni per esse dettate (come, sempre in materia di sollecitazione, il potere interdittivo, previsto dall'art. 99 d.lg. n. 58, cit.) quanto, successivamente, per sanzionare comportamenti scorretti degli operatori (come, ad esempio, il potere di comminare sanzioni amministrative di cui agli art. 188 ss. d.lg. n. 58, cit.) ed eventualmente imporre misure per riparare al vulnus arrecato all'efficiente funzionamento del mercato.

Estremamente più complesso e articolato si presenta, invece, costruire un discorso volto ad illustrare quali siano le forme e i modi della tutela individuale di chi si risolve ad operazioni di investimento in prodotti e strumenti finanziari quando ne risulti deluso l'interesse all'ottimale allocazione del proprio risparmio. Una maggiore articolazione che discende, principalmente, dalla necessità di dover indagare se il singolo risparmiatore - oltre alla tutela indiretta che riceve attraverso l'esercizio dei poteri pubblicistici, di controllo come sanzionatori, da parte dell'Autorità di vigilanza - abbia accesso anche ad una qualche forma diretta di tutela, e segnatamente abbia accesso, individualmente⁴⁷, alla tutela giurisdizionale per l'ipotesi in cui il proprio interesse all'ottimizzazione dell'impiego del risparmio non trovi adeguata soddisfazione.

Il tema - che, recuperando il significato originario della formula, può definirsi come quello concernente la costruzione del sistema delle *actiones* di cui beneficia il risparmiatore nel mercato finanziario - è di estrema suggestione, e presenta non pochi aspetti problematici, i quali dipendono, oltre che dalla già rilevata eterogeneità delle caratteristiche tipologiche delle operazioni di investimento (ciò che ne rende ardua una considerazione unitaria), anche e soprattutto dalla difficoltà di ricostruirne i loro effetti in chiave di situazioni giuridiche soggettivamente imputate. Un aspetto, quest'ultimo, che - alla luce del disposto dell'art. 24 cost. - è, invece, imprescindibile premessa per ogni tentativo di organizzare un discorso in tema di tutela giurisdizionale.

Lo spazio riservato alla presente trattazione non consente ovviamente di addentrarsi nel dettaglio di siffatta tematica, ma soltanto di delineare quello che potrebbe definirsi l'abbozzo di un programma. Consente, insomma, soltanto di sottolineare che, di fronte a comportamenti posti in essere sul mercato finanziario e che si presentino come devianti dalle regole che ne integrano lo statuto normativo, una tutela giurisdizionale deve essere sicuramente riconosciuta al risparmiatore, qualora

⁴⁷ Là dove l'oggetto di investimento sia rappresentato da strumenti finanziari che esprimono la partecipazione al capitale di rischio di un'impresa collettiva - in una parola, dalla partecipazione sociale - la tutela giurisdizionale dell'investitore si realizza anche attraverso la possibilità, riconosciuta a quest'ultimo, di esercitare le azioni messe a sua disposizione, in ragione della menzionata qualità di socio, dalla normativa societaria avverso gli atti degli organi sociali che pregiudicano la sua posizione, mettendo in pericolo la conservazione o compromettendo il valore della partecipazione (si pensi, ad esempio, tipicamente all'impugnativa di una deliberazione assembleare di fusione che fissi in misura incongrua, e quindi illegittimamente penalizzante per il socio, il rapporto di cambio). Ciò nonostante, l'analisi di siffatte forme di tutela si iscrive con difficoltà all'interno del capitolo riguardante le forme e i modi di tutela individuale dell'investitore. Gli è, infatti, che - come lucidamente avvertito da ROSSI, *I mercati dell'investimento*, cit., 963 s. - le azioni in parola sono in fondo ispirate ad una logica di protezione mediata dell'interesse individuale (essendo finalizzate a produrre effetti all'interno dell'organizzazione) e assumendo anzi una connotazione di tipo collettivo (esplicandosene le conseguenze nei confronti di tutti gli altri soci: si pensi sempre al caso dell'annullamento della delibera di approvazione di un rapporto di cambio incongruo). Sotto questo profilo, sembra dunque corretto affermare che le uniche azioni previste dalla disciplina societaria che si inscrivono a pieno titolo nel novero degli strumenti di tutela dell'investitore sono soltanto quelle che risultano finalizzate a garantire protezione a interessi del socio che appartengono piuttosto alla sfera dell'*Individualrecht* che non a quella del *Sozialrecht* (si pensi, in proposito, all'azione individuale di responsabilità nei confronti degli amministratori, regolata dall'art. 2395 c.c.).

tali comportamenti abbiano per conseguenza quello di ledere il suo interesse all'impiego remunerativo del risparmio investito, atteso che a ritenere diversamente si finirebbe per dare un'incompleta attuazione al precetto costituzionale dettato dall'art. 47. Ma una simile tutela non potrà essere, in nessun caso, diretta a ristorare un danno da mancata produzione di un risultato utile dell'investimento. Ciò in quanto la possibilità di ottenere una valorizzazione o comunque una remunerazione del risparmio impiegato costituisce, almeno nella maggior parte delle ipotesi, un dato contingente e aleatorio, che dipende da una serie variabile di fattori (non ultimo quello legato al fattore tempo, ovvero al momento in cui si procede al disinvestimento), sicché esso non si presta ad essere configurato quale oggetto di una posizione soggettiva di cui il risparmiatore possa affermarsi titolare e che dunque possa azionare innanzi all'autorità giudiziaria. In un simile contesto l'unica forma di tutela giurisdizionale potrà invece consistere in un'azione risarcitoria⁴⁸, finalizzata ad eliminare il pregiudizio che alla libertà decisionale e di scelta del risparmiatore arrechi la violazione delle regole poste a garanzia della trasparenza e del corretto funzionamento del mercato e del corretto svolgimento delle operazioni finanziarie da parte dei soggetti che sono tenuti alla loro osservanza (così come da parte dell'Autorità tenuta a verificarne il rispetto)⁴⁹. Appunto perché è unicamente l'interesse a disporre di uno stock di informazioni adeguate e sufficienti a permettere razionali e consapevoli scelte che nel quadro di disciplina del mercato finanziario assurge al rango - qualunque sia la tipologia di operazione di investimento e a prescindere dalle modalità e dalle forme con cui essa si realizza (aderendo ad iniziative di sollecitazione, oppure compiendo un acquisto diretto sul mercato di azioni o obbligazioni, o ancora affidando il proprio risparmio ad una società di investimento perché l'impieghi in forma redditizia) - di interesse direttamente protetto, nella titolarità di ogni risparmiatore singolarmente considerato, e dunque giudiziariamente tutelabile⁵⁰.

⁴⁸ Un'azione di risarcimento danni che, in quanto legata - come si sottolinea nel testo - alla lesione del diritto del risparmiatore ad orientarsi consapevolmente nelle scelte di investimento, lesione dipendente da una violazione di quei doveri di informazione che, rappresentando il leit motiv della disciplina delle operazioni finanziarie, gravano sui soggetti che operano professionalmente nel mercato dei capitali nei confronti di chi si risolve all'investimento del proprio risparmio, sembra potersi ascrivere all'area delle azioni di risarcimento per danno da inadempimento - sia pure ad «obblighi di protezione» e non «obblighi di prestazione» - piuttosto che a quella delle azioni volte a porre rimedio a un danno aquiliano. Sul punto è inevitabile il rinvio a CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione*. Ai confini tra contratto e torto, in *La nuova responsabilità civile*², Milano, 1997, 177 ss. (v. anche, con specifico riferimento alle forme di responsabilità di chi opera sul mercato dei capitali per violazione dei doveri di informazione sussistenti nei confronti del pubblico, ID., *Il diritto civile nella legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa*, 1993, 328).

⁴⁹ La possibilità per il risparmiatore di agire anche nei confronti della CONSOB - qualora essa non abbia adeguatamente vigilato sul rispetto, da parte dei soggetti abilitati ad operare sui mercati finanziari, delle regole di comportamento ad essi imposte - come corresponsabile del danno sofferto, è stata recentemente riconosciuta dalla Suprema Corte (Cass. 3 marzo 2001, n. 3132).

⁵⁰ Se la prospettiva esposta nel testo è corretta ne dovrebbe a rigore discendere che il danno risarcibile si concretterà nel solo "danno emergente", ragguagliandosi in misura pari alla perdita del capitale investito (e, cioè, alla differenza tra capitale investito e il minor valore ritratto al momento della liquidazione dell'investimento, oppure pari all'intero capitale se questo si sia completamente azzerato). Può, infatti, ragionevolmente dubitarsi che in tali casi il risparmiatore abbia titolo per pretendere il risarcimento del lucro cessante, anche ove con tale locuzione si intenda coprire quella particolare voce di danno identificata dalle diverse utilità che il risparmiatore avrebbe potuto ritrarre dal capitale malamente impiegato, qualora, anziché concludere l'operazione poi rivelatasi infruttuosa, avesse concluso investimenti diversi (cfr. in questo senso, invece, espressamente FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, in *Informazione e pubblicità*, cit., 65 ss., in particolare 93). Il ristoro di tale pregiudizio - se in astratto rientrante nel novero dei danni risarcibili - non sembra in concreto potersi riconoscere a favore del risparmiatore leso nel suo diritto ad orientare l'investimento sulla base di un'adeguata informazione, dal momento che per poter godere di un simile risarcimento questi dovrebbe dare la dimostrazione che quelle somme - se non fossero state impiegate nell'investimento rivelatosi infruttuoso - sarebbero state comunque oggetto di un altro impiego sicuramente remunerativo, sicché le mancate diverse utilità ritratte dal capitale perduto costituiscono conseguenza immediata e diretta della lesione alla propria libertà decisionale. Un tipo di prova evidentemente impossibile (come giustamente rilevato da CARNEVALI, *La responsabilità degli amministratori per danni ai risparmiatori*, in *Contratto e impresa*, 1988, 91 ss.); a meno di non volere ricorrere a meccanismi presuntivi (come ipotizza FERRARINI, op. ult. cit., 93, riferendosi all'andamento medio dei titoli di Stato o dei depositi bancari), i quali tuttavia appaiono insoddisfacenti, in quanto connotati da un evidente aspetto di arbitrarietà (almeno tutte quelle volte che la forma di investimento assunta come parametro per determinare

FONTI.

Art. 41 e 47 cost.; l. 7 giugno 1974, n. 216; d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58, testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria; art. 28-46 d.lg. 24 giugno 1998, n. 213; regolamento CONSOB contenente disposizioni in materia di intermediari (delibera 1° luglio 1998, n. 11522, e successive modificazioni); regolamento contenente disposizioni in tema di emittenti strumenti finanziari (delibera CONSOB 14 maggio 1999, n. 11971, e successive modificazioni); regolamento contenente disposizioni in tema di funzionamento dei mercati regolamentati (delibera CONSOB 23 dicembre 1998, n. 11768, e successive modificazioni).

LETTERATURA.

Tratteggiare una bibliografia riferita al complesso delle discipline che si compendiano nel concetto di mercato finanziario non è semplice, e ciò anche in ragione della particolare genesi di tale statuto normativo. Ad integrazione di quelle già offerte nelle note alla presente voce - ma, in ogni caso, senza alcuna pretesa di esaustività - possono qui offrirsi, comunque, le seguenti indicazioni di lettura. Tra le opere di carattere generale in relazione al materiale normativo come organizzato nel testo unico dell'intermediazione finanziaria, v., in particolare: Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria a cura di G. ALPA e F. CAPRIGLIONE, 3 voll., Padova, 1998;

COSTI Il mercato mobiliare, Torino, 2000; Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998; Intermediari finanziari, mercati e società quotate a cura di A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI e V. SANTORO, Torino, 1999; La riforma dei mercati finanziari (dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza) a cura di G. FERRARINI e P. MARCHETTI, Milano, 1999;

SALANITRO Società per azioni e mercati finanziari 3, Milano, 2000. A queste debbono poi aggiungersi - pur se elaborate con riferimento all'assetto normativo antecedente all'emanazione del testo unico - Il diritto del mercato mobiliare. Soggetti - attività - strumenti controlli a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1997; L'Eurosim (D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415) a cura di G.F. CAMPOBASSO, Milano, 1997.

Per l'analisi della filosofia che ispira la disciplina del mercato finanziario, e per l'identificazione degli interessi rilevanti e meritevoli di protezione, cfr. innanzitutto ROSSI G., Trasparenze e vergogna, Milano, 1982;

ID. La scalata del mercato. La borsa e i valori mobiliari, Bologna, 1986;

ID. I mercati dell'investimento tra diritto ed economia, in Riv. soc., 1991, 963 ss.; quindi COSTI, Informazione e mercato finanziario, in Banca, impresa, società, 1989, 205 ss.;

ID. Tutela degli interessi e mercato finanziario, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1999, I, 769 ss.;

MARCHETTI La costruzione di una disciplina organica del mercato mobiliare, in Giur. comm., 1985, I, 242 ss.

Sulle fattispecie strumento finanziario e prodotto finanziario cfr. CARBONETTI, Dai «valori mobiliari» agli «strumenti finanziari», in Riv. soc., 1996, 1103 ss.;

LENER Strumenti finanziari e servizi di investimento, in Banca borsa, 1997, I, 326 ss.;

LIBONATI Titoli di credito e strumenti finanziari, Milano, 1999;

SALAMONE La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità (a proposito delle cambiali finanziarie), in Riv. dir. comm., 1998, I, 711 ss. Per riferimenti, invece, sulla nozione di valore mobiliare - prima dell'emanazione del testo unico perno della disciplina delle operazioni finanziarie - cfr., per tutti, RIGHINI, I valori mobiliari, Milano, 1993.

tali maggiori danni venga identificata senza verificare se essa rappresentava realmente un'alternativa per il risparmiatore, anche e soprattutto alla luce del profilo di rischio caratterizzante l'investimento rivelatosi infruttuoso), e che in fondo appaiono ispirati ad una logica di tipo piuttosto punitivo che non propriamente riparatoria.

In relazione alla fattispecie della sollecitazione del pubblico risparmio cfr.: BOCHICCHIO, Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare, in Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da F. GALGANO, XX, Padova, 1994;

CANNIZZARO CHIAPPETTA I valori mobiliari, l'offerta al pubblico e l'art. 12 della legge 22 marzo 1983, n. 77, in Giur. comm., 1988, I, 844 ss.;

D'ALESSANDRO L'attività di sollecitazione al pubblico risparmio, in Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato (Atti della Giornata di studio organizzata dall'ASSOFONDI, Milano, 28 aprile 1986), Milano, 1986, 91 ss.;

FERRARINI Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa, in Trattato delle società per azioni a cura di G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, X, t. 2, Torino, 1993, 1 ss.;

LIBONATI in Legge 22 marzo 1983 n. 77. Commento, in Le nuove leggi civili commentate, 1985, sub art. 12, 508 ss.;

PREITE In tema di sollecitazione del pubblico risparmio, in Giur. comm., 1986, II, 217 ss.;

SPADA Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio, in Banca borsa, 1986, 13 ss.

Sulle attività di intermediazione e sui servizi di investimento in generale cfr.: ALPA e GAGGERO, I servizi di investimento in valori mobiliari nel decreto Eurosim, Milano, 1996;

CARBONETTI I contratti di intermediazione mobiliare, Milano, 1992;

ENRIQUES Dalle attività di intermediazione ai servizi di investimento, in Riv. soc., 1998, 1013 ss.;

LENER Strumenti finanziari e servizi di investimento, cit.;

MAZZAMUTO Note di commento al d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 in tema di attività di investimento mobiliare, in Europa e diritto privato, 1998, 601 ss. Con particolare attenzione al servizio della gestione patrimoniale, nelle sue due varianti, cfr. FERRO-LUZZI, Le gestioni patrimoniali, in Giur. comm., 1992, I, 44 ss.;

ID. L'assetto e la disciplina del risparmio gestito, in Riv. dir. comm., 1998, I, 191 ss.; in relazione invece propriamente alle gestioni collettive cfr. ANNUNZIATA, Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento, in Riv. soc., 2000, 350 ss.;

FERRI G. jr. Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento, in Riv. dir. comm., 1992, I, 25 ss.;

LENER Costituzione e gestione dei fondi comuni di investimento, in Le nuove leggi civili commentate, 1984, 398 ss.

Sullo speciale statuto delle società di investimento, anche in questo caso in relazione alla disciplina previgente, cfr., in via generale, La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 1996;

LENER Valori mobiliari: II) Soggetti intermediari, in Enc. giur., XXXII, 1994, aggiornamento 1997. In relazione alle diverse figure CERA, Le società di intermediazione mobiliare, in Trattato delle società per azioni a cura di G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, X, t. 1, cit., 50 ss.;

CHIAPPETTA Fondi comuni chiusi. L. 344 del 1993 e relative disposizioni attuative - Un'analisi sistematica, in Riv. soc., 1997, 996 ss.;

DI CATALDO Lo «statuto speciale» delle Sim, in Banca borsa, 1992, I, 765 ss.;

LENER Le società di investimento a capitale variabile, in Trattato delle società per azioni a cura di G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, X, t. 1, cit., 45 ss.;

MARCHETTI Appunti sulle SICAV, in Riv. soc., 1992, 731.

Per quanto concerne la disciplina delle società che fanno appello al pubblico risparmio (le cosiddette società da investimento), ci limitiamo in questa sede ad indicare, per una prima esegesi delle disposizioni del testo unico: La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario a cura di P. MARCHETTI e L. BIANCHI, Milano, 1999; La legge Draghi e le società quotate in borsa a cura di G. COTTINO, Torino, 1999; La riforma delle società quotate (Atti del Convegno di S. Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998), Milano, 1998. Con riferimento alla connotazione pubblicistica della disciplina del mercato

finanziario, e al ruolo assolto dalla CONSOB, pur nel mutamento legislativo che ha visto un ampliamento delle competenze e delle funzioni dell'Autorità di vigilanza, ancora oggi d'obbligo è il rinvio a MARZONA, L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare, Padova, 1988; nonché a MARCHETTI, La Consob e gli ordinamenti speciali, in Amministrare, 1987, 1 ss.;

PIGA Nuovi profili dell'ordinamento del mercato mobiliare, in Banca borsa, 1986, I, 281 ss.;

PREDIERI La posizione della Consob nell'apparato amministrativo, in La Consob. L'istituzione e la legge penale a cura di G.M. FLICK, Milano, 1987. Per un'analisi in tempi più recenti, ma sempre antecedente all'introduzione del testo unico, cfr. anche CAPRIGLIONE, L'ordinamento finanziario verso la neutralità, Padova, 1994, in specie 67 ss.;

CASSESE La Commissione nazionale per le Società e la Borsa-Consob e i poteri indipendenti, in Riv. soc., 1994, 412 ss.

Sui problemi connessi alla tutela individuale del risparmiatore cfr.: ALPA, La tutela del risparmiatore, in I valori mobiliari (Autori vari), Padova, 1991;

ID. Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore, in Banca borsa, 1998, I, 372 ss.;

BRUNO S. L'azione di risarcimento per danno da informazione non corretta sul mercato finanziario, Napoli, 2000;

CARNEVALI La responsabilità degli amministratori per danni ai risparmiatori, in Contratto e impresa, 1988, 91 ss.;

CARRIERO Statuto dell'impresa di investimento e disciplina del contratto nella riforma del mercato finanziario, Milano, 1997;

CASTRONOVO Il diritto civile nella legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare, in Banca borsa, 1993, 328 ss.;

FERRARINI La responsabilità da prospetto, Milano, 1986;

JAEGER Appunti sulla responsabilità da prospetto, in Quadrimestre, 1986, 283 ss.;

PORTALE Informazione societaria e responsabilità degli intermediari, in Banca borsa, 1982, I, 3 ss.;

REALMONTE Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare, ivi, 1994, I, 617 ss.;

SCALISI Doveri di informazione e attività di intermediazione, in Riv. dir. civ., 1994, II, 167 ss.;

VENUTI Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, in Europa e diritto privato, 2000, 1049 ss.