

Esiste ancora l'interesse alla difesa del risparmio?

di Giovanna De Minico - pubblicato in "Politica del diritto", giugno 2003

Sommario: 1. Risparmio e mercato. - 2. Riforma e controriforma: l'esperienza inglese. - 3. Una recente sentenza e una proposta.

1. Risparmio e mercato.

L'8 aprile il prof. Luigi Spaventa ha presentato nel palazzo Mezzanotte dinanzi ad una platea di banchieri, imprenditori e ministri la relazione annuale della Consob [1](#).

Dal documento emerge con chiarezza quanto segue: la riforma - avviata nel 1996 [2](#) e completata nel 1998 [3](#) - nel ridisegnare in direzione privatistica l'architettura delle piazze finanziarie ha confinato l'interesse alla difesa del risparmio in posizione marginale rispetto alla domanda di autoregolazione sostenuta dall'industria finanziaria.

Spaventa [4](#) sembra dunque imputare - pur con cautela - la responsabilità per l'attenuata protezione dell'investitore alla scelta legislativa che già dal 1996 [5](#) aveva consegnato alla società di gestione del mercato, la Borsa s.p.a., compiti un tempo della Consob: precisamente, quello di definire in termini astratti e generali i requisiti per l'accesso al mercato e di provvedere in concreto all'ammissione a quotazione previa verifica del possesso dei requisiti in capo all'aspirante.

Quindi, il Presidente prosegue rilevando una pericolosa anomalia del sistema finanziario italiano: lo sdoppiamento soggettivo tra il beneficiario di un corretto esercizio della funzione di controllo, il risparmiatore, e chi ne sopporta i costi, l'emittente (sotto forma di commissione pagata alla società di gestione); la scissione non giova certo alla qualità del controllo, incapace di recuperare altrove per mancanza di elementi compensativi, quali "la concorrenza tra mercati" o "un assetto proprietario e di *governance* della società di gestione compatibile con un corretto bilanciamento di interessi", altrimenti utili a correggere la disfunzione in esame [6](#).

A questo punto, è lecito chiedersi se la difesa dell'interesse del risparmiatore sia ancora il mezzo privilegiato dal legislatore quando intende conseguire l'obiettivo dell'efficienza del mercato; cioè, considerazioni giuridiche a parte, sul diverso terreno delle valutazioni economiche si può ancora affermare l'indefettibilità del valore "risparmio"?

Solo se il risparmiatore sarà adeguatamente protetto - nel prosieguo vedremo le modalità - si affaccerà con fiducia al mercato dei capitali, cioè sarà disponibile a scambiare la sua ragionevole aspettativa alla restituzione e massima remunerazione del capitale investito contro la domanda di liquidità dell'industria finanziaria; quindi, un risparmio difeso è uno dei presupposti per un mercato finanziario efficiente, luogo in cui la domanda di liquidità incontra l'offerta di denaro in un contesto di utilità reciproca.

Possiamo dunque assumere in principio una risposta affermativa al nostro interrogativo [7](#). Ripercorriamo brevemente le opzioni di fondo disponibili per il decisore politico qualora si determini nel senso di difendere il risparmio.

Il primo dei due modelli in campo è la eterodeterminazione del rapporto contrattuale, diretta ad incidere sulla disciplina pattizia concordata dalle parti, ed a congelare le clausole ingiustamente sacrificatorie delle ragioni del risparmiatore, sostituendo ad esse altre di ideazione normativa al fine di equilibrare l'iniziale disparità negoziale. Una tecnica a noi familiare: si pensi alle clausole vessatorie, che il legislatore speciale però non ha voluto impiegare rispetto al negozio finanziario. La sua preferenza è invece andata al secondo modello: il metodo tutto britannico dell'*attention calling* [8](#), volto a stimolare l'attenzione del risparmiatore prima che l'operazione di investimento si

concluda. Tale metodo di azione, diversamente dal primo, lascia assolutamente liberi i contraenti di accordarsi nel modo che preferiscono, a condizione che la parte debole, cioè il risparmiatore, sia informata su quanto è necessario sapere in merito al contratto in corso, in modo da essere in grado di esprimere un'opinione ragionata sulla convenienza dell'affare. Questa filosofia punta tutto sull'obbligo di "dire" che grava unilateralmente sull'imprenditore finanziario, il quale con il suo apporto conoscitivo compensa l'iniziale asimmetria informativa, consentendo a chi è al buio di accedere ad una massa di informazioni non altrimenti a lui disponibili.

La teoria si propone un ambizioso programma: rendere visibili all'esterno le strategie aziendali, l'assetto patrimoniale, la situazione finanziaria e le prospettive future di sviluppo di chi fa appello al risparmio per autofinanziare la propria attività d'impresa. Il programma si realizza imponendo all'industria finanziaria, cioè emittenti e intermediari, di dichiarare la propria identità. Ma chi è naturalmente incline al silenzio non si converte alla trasparenza, a meno che la necessità non glielo imponga.

Come?

La prima condizione è una pluralità di mercati in competizione. Nel caso in cui l'offerente di un prodotto finanziario taccia la sua identità, il suo silenzio, unitamente a quello degli altri che lo emuleranno nel tacere, renderà opaco quel segmento di mercato, circostanza questa che di per sé sarà sufficiente a penalizzare la piazza. I risparmiatori disserteranno questo luogo a favore di mercati più generosi di informazioni. Quindi la competizione tra le piazze tenderà a liquidare quella che si è distinta per oscurità nelle negoziazioni.

Ebbene, possiamo subito dire che il ricordato presupposto della *disclosure* non ha sufficientemente contaminato le nostre piazze finanziarie, le quali sono più di una in termini numerici - la borsa, il *nouveau marché* - ma sotto il profilo dell'imputazione soggettiva non superano l'unità: è la medesima Borsa s.p.a. a decidere i rispettivi requisiti di ammissione e a provvedere in concreto sulle domande di accesso ai diversi segmenti di quell'unica realtà finanziaria. Quindi, nel caso che il gestore si comportasse da guardiano poco attento nel verificare i requisiti di un aspirante ad una certa piazza, nulla lascerebbe sperare in un controllo più puntuale su un'altra frazione di mercato, visto che il controllore è il medesimo.

Spaventa critica la riduzione ad unità del molteplice, e dunque la sua posizione potrebbe in principio ritenersi condivisibile. Va ricordato, però, che se la Consob avesse inteso difendere a fondo il valore del pluralismo, in questo caso riferito ai luoghi degli affari, avrebbe potuto farlo. In specie, la Consob deve autorizzare l'esercizio dei mercati su domanda dell'aspirante gestore solo se giudica conforme ai parametri di legge il regolamento della piazza ideato dal richiedente l'autorizzazione [9](#) . Ebbene, in quella sede sarebbe stato possibile alla Consob rifiutare l'approvazione del secondo regolamento, quello relativo al nuovo mercato, in ragione del fatto, tutt'altro che trascurabile, che a gestire il nuovo segmento era ancora il guardiano del primo. La legge glielo avrebbe consentito, visto che l'approvazione per essere rilasciata comporta una preventiva valutazione dell'adequatezza della disciplina ideata dal gestore all'obiettivo della difesa del risparmio - è questo uno dei parametri normativi in base al quale condurre il controllo - e direi che il monopolio di fatto non possa in principio ritenersi la migliore via per proteggere il consumatore.

La seconda condizione del successo della *disclosure* si identifica in un soggetto neutrale rispetto al gioco delle parti, il cui compito preliminare consisterà nel definire i requisiti soggettivi e oggettivi per l'ammissione dei titoli in modo da selezionare attributi sintomatici dell'idoneità dell'emittente a generare una ragionevole aspettativa di guadagno in capo al risparmiatore. Ciò significa che l'autorità, nel preferire in sede di regolazione astratta e generale un requisito ad un altro, dovrà assumere a parametro un giudizio di prognosi *ex ante* , che è poi il medesimo che il risparmiatore esprimerà quando deciderà di investire. Così, l'Autorità dovrà privilegiare qualità significative della capacità di generare reddito - essendo il profitto ciò che il risparmiatore si attende - in un confronto con attributi inconcludenti a tal fine. Ad esempio, il fenomeno delle società concentriche - che si caratterizza perché le prospettive di profitto di una società dipendono esclusivamente o quasi dai

proventi in investimenti azionari in altra, e così di società in società, con un rinvio che potrebbe scivolare all'infinito - dovrebbe costituire un elemento impeditivo ai fini della quotazione. Invece, il regolamento della Borsa s.p.a. non è propriamente soddisfacente sul punto [10](#) : esso infatti, sembra assumere una posizione ambigua verso tale costruzione piramidale, perché ha negato la quotazione all'emittente il cui patrimonio è prevalentemente costituito da azioni in altra società, ma ha aperto alle più svariate geometrie societarie, in cui, pur realizzandosi il medesimo risultato vietato dal regolamento, è però rispettata la lettera della norma, in quanto l'attivo di bilancio della quotanda non è identificabile "in misura preponderante nei risultati dell'investimento in altra società". In questo caso, la Borsa avrebbe dovuto definire entro confini più rigidi chi ammettere e chi no, sacrificando, se necessario, l'elasticità della previsione normativa a favore del diritto del risparmiatore di sapere con certezza se le scatole cinesi sono proibite in assoluto o, diversamente, in quali casi sono lecite.

Di questo il Presidente si duole [11](#) . Ma la stessa Consob avrebbe forse potuto suggerire opportune modifiche in via di persuasione – come ha fatto in altre occasioni – al momento della proposta del regolamento di ammissione da parte della Borsa S.p.a.

2. Riforma e controriforma: l'esperienza inglese.

Anche ritenendo che i requisiti posti dal regolamento di ammissione della Borsa siano indici seriamente affidabili per compiere un'opzione di investimento ragionata, si apre un successivo scenario, non più confortante di quello ora considerato.

Chi controlla seriamente che i requisiti sussistano in capo all'aspirante al mercato?

La riforma voluta nel 1996 e confermata dal TUF 1998 consegna questo delicatissimo compito alla società di gestione, che fa oggi ciò che prima spettava alla Consob. Perché questa novazione soggettiva del rapporto di controllo? L'esperienza inglese ha fatto da faro al nostro legislatore, che ha copiato il modello, senza però tener conto del fatto che quanto stava imitando stava già per essere superato nel sistema di origine. Di lì a poco infatti, il sistema inglese è ritornato sui suoi passi, restituendo all'autorità pubblica (F.S.A.) quanto prima era stato consegnato ai soggetti di autoregolazione (S.R.O.) [12](#).

Ma procediamo con ordine.

Nel 1996, il legislatore italiano ritenne che un soggetto privato, rappresentativo degli interessi di categoria, dovesse essere l'ideatore della decisione normativa in ordine al corretto funzionamento delle piazze. Porre dunque le regole, ma non solo: quel soggetto fu promosso anche a garante dell'osservanza delle regole stesse da parte degli operatori, proprio come era avvenuto nel Regno Unito.

Così nacque la Borsa s.p.a., il cui capitale era ed è quasi interamente nelle mani degli intermediari finanziari, che a loro volta avevano ed hanno come padroni i grandi gruppi creditizi.

Quindi, attenzione: non tutti indistintamente gli attori del mercato si sono guadagnati lo *status* di socio: non lo hanno le società quotate, e soprattutto i risparmiatori, cioè proprio quella categoria che, stando alle parole del legislatore, doveva esser e la beneficiaria ultima di questa macro operazione di deregolazione.

La Consob fu messa in guardia dall'Antitrust [13](#) circa i pericoli di una privatizzazione senza regole della Borsa, che avrebbe posto le condizioni strutturali per un permanente di conflitto di interessi. La società di gestione del mercato, deputata a disegnare un'architettura di mercato idonea a proteggere i risparmiatori, sarebbe stata geneticamente debole nell'assolvere a tale compito, visto che dietro di lei c'era proprio il capitale degli intermediari, cioè di quel contraente forte nei confronti del quale il risparmiatore andava invece difeso.

La Consob, chiamata ad approvare lo statuto della Borsa s.p.a., avrebbe potuto in quella occasione suggerire le opportune variazioni. Ma – nonostante gli avvertimenti dell'Antitrust sui rischi evidenti dell'operazione - la Consob non se la sentì di imporre alla società di gestione una modifica

statutaria di così grande spessore, cioè l'equilibrata rappresentanza a livello di assetto proprietario di tutti gli interessi presenti sul mercato, e ripiegò su correttivi di poco conto: la ripartizione delle competenze tra c.d.a. e amministratore delegato, al quale affidare la parola ultima e definitiva in merito all'ammissione o all'espulsione di un titolo dal listino [14](#). Forse questa correzione fu chiesta nella convinzione che il risparmiatore sarebbe stato comunque garantito, perché a decidere sull'accesso non era il capitale di comando della Borsa, cioè gli intermediari, bensì l'amministratore delegato. Ma chi nomina quest'ultimo? Non è forse proprio il c.d.a., che si voleva congelare con quel minuzioso riparto di competenze?

Ma ritorniamo all'esperienza inglese e proviamo a chiederci, perché ha intrapreso un corso "vichiano". Perché nell'U.K., nonostante l'attenzione che il legislatore aveva rivolto alle questioni della rappresentatività delle società di gestione e della competizione tra le piazze effettivamente plurali, si è verificata un'inversione di rotta?

Riassumo in breve quanto è accaduto nell'U.K. [15](#)

Le varie società di gestione inglesi (S.R.O.), nate negli anni '80, pur vantando un azionariato molto più rappresentativo di quello monocolore della nostra Borsa S.p.a., avevano, dopo un brillante avvio, iniziato a dare cattiva prova di sé, soprattutto quando si trovarono a dover attivare i pesanti poteri disciplinari nei confronti degli operatori colpevoli di aver minato la fiducia del pubblico diffondendo informazioni false, promettendo insperati guadagni, compiendo aggravi sui titoli. I fatti dimostrarono dunque che perfino in Inghilterra, paese in cui la deontologia professionale contava qualcosa, la difesa del buon nome della categoria cessava di essere un imperativo morale. La capacità conformativa di tale regola si era progressivamente dissolta, capacità che un tempo aveva orientato le condotte dei professionisti con un rigore sconosciuto ai precetti del diritto. Ma le condotte delle varie S.R.O. avevano dimostrato invece che l'onore, la reputazione, sbandierati come loro punti di forza e di legittimazione nei confronti del legislatore statale, cedevano a comportamenti di omertà, si confondevano con pratiche corporative. In sintesi, le società di gestione preferirono coprire con l'impunità chi invece andava punito, pur sapendo che, così facendo, avrebbero perso la credibilità sul mercato, ma sempre assistite dalla speranza che l'intesa fraudolenta tra controllore e controllato potesse non essere scoperta. I fallimenti a catena di innumerevoli operazioni di investimento ad alto rischio finirono per indurre il legislatore nel 2000 a ritornare nettamente sui suoi passi, per evitare il rischio di un collasso del mercato. Così, il potere di regolazione e di controllo fu tolto alle varie S.R.O., e restituito al soggetto pubblico (F.S.A.), immutato sotto il profilo sostanziale e in più rafforzato per ciò che attiene alla sanzione.

Quindi l'esperienza inglese dovrebbe insegnarci due cose. Anzitutto, massima attenzione al momento genetico del soggetto che si propone come esponente degli interessi di un ambito sociale, il quale è tale se è composto in modo da assicurare l'equilibrata rappresentanza di tutti gli attori del gioco.

Inoltre, l'esperienza inglese ci suggerisce che non sempre l'autoregolazione è il metodo ottimale: lo è quando è solo uno il bene in gioco. In questo caso è preferibile che a dettare le regole a difesa dello stesso bene sia proprio il soggetto che ne è portatore, chiamato dunque ad un tempo a formulare la regola e ad applicarla. Da questo può venire la massima effettività del sistema, in quanto il destinatario della regola non la subisce passivamente come regola eterodettata. Non è così però quando la situazione si arricchisce di attori, attrici, comparse ed interpreti - nel nostro caso l'aspirante alla liquidità del risparmiatore e l'aspirante alla massima remunerazione del capitale di rischio investito - cioè quando il confronto investe più interessi, uno privato, l'altro di dimensione sovraindividuale. In questo contesto di pluralità di interessi affidarsi ad un organismo rappresentativo delle istanze di una sola delle parti può assicurare unicamente una regolazione orientata in modo unilaterale. Non avremo alcuna certezza che l'interesse pubblico venga soddisfatto, o più precisamente lo sarà solo se occasionalmente coincidente con quello privato.

Per questo nell'atto introduttivo, esplicativo delle ragioni della controriforma finanziaria, del F.S.M.A. del 2000 [16](#), si legge che aver richiamato all'Autorità i poteri di regolazione e di ordine, un tempo devoluti, è dovuto ad una situazione di ineliminabile attrito tra la posizione del

risparmiatore e quella dell'industria finanziaria. In tale situazione all'Autorità è richiesto di agire *adversarily*, con ciò intendendosi che l'Autorità non deve avere dubbi in ordine a quale delle due cause sposare. Essa deve porsi a fianco del risparmiatore: *the place of the regulator is on the side of the investor* [17](#). E questo gli inglesi dicono con chiarezza pur non avendo una norma costituzionale che eleva il risparmio ad oggetto specifico di tutela.

3. Una recente sentenza e una proposta

Nemmeno dalla giurisprudenza sembrano provenire segnali decisivi in direzione della difesa del risparmio, anche se molti hanno accolto con entusiasmo la decisione della Suprema Corte [18](#) con cui si è ammessa la responsabilità patrimoniale della Consob per omesso o errato controllo sull'informazione resa dall'industria finanziaria al risparmiatore.

In questa sentenza, la Corte ha ritenuto la Consob colpevole di omesso controllo, non della completezza dei dati contenuti nel prospetto, bensì della loro veridicità, dilatando così l'oggetto del sindacato della Commissione dalla mera legittimità formale dei dati alla loro veridicità. Il percorso argomentato dalla Corte è pienamente condivisibile, perché la Consob è dotata di strumenti ispettivi, il cui uso non si vede quale possa essere al di fuori di un accertamento sulla conformità di quanto esposto nel prospetto ai fatti, e perché il fine cui dovrebbe obbedire il controllo, stando al TUF (art.115), è proprio quello di vigilare sulla “correttezza delle informazioni”. Ora, se un significato si vuole dare a questo termine, altro non potrà essere se non quello di veridicità, diversamente la correttezza sarebbe dequalificata a mero rispetto della forma.

Il secondo punto che affronta la Corte, una volta accertata l'illiceità della condotta Consob, attiene alla tipologia di danno provocato dalla sua condotta. La Consob, avendo autorizzato la pubblicazione di un prospetto, che invece non doveva essere reso pubblico, ha ingenerato nei risparmiatori il legittimo affidamento sulla veridicità di quanto narrato nel prospetto, nel senso che i risparmiatori si attendevano di ritrovare nei fatti una situazione identica a quella fotografata nel prospetto.

Quindi, la Consob ha tradito la legittima aspettativa del risparmiatore ad un uso corretto del potere di controllo. La Consob non risponderà per lesione di un diritto soggettivo, e ciò perché la relazione informativa corre esclusivamente tra il sollecitante al risparmio (autore del prospetto) e il risparmiatore, bensì per violazione di un interesse legittimo, segnatamente quello del risparmiatore a che il sindacato si compia secondo legge.

Costruita correttamente l'estraneità della Consob alla relazione informativa e, quindi, la non azionabilità verso di lei della pretesa del risparmiatore ad una informazione adeguata, diritto vantabile unicamente verso il soggetto passivo del rapporto sostanziale, cioè il sollecitante il risparmio, perché è solo lui il debitore della prestazione di dire, si potrebbe però tentare una costruzione e della responsabilità della Consob in termini ancora inediti.

Forse ancora una volta stiamo dimenticando l'art. 47 Cost.

Se provassimo a leggerlo come precettivo? Ritenendo il diritto alla protezione del risparmio radicato direttamente nell'art. 47 Cost., senza necessità di una intermediazione legislativa per renderlo operante nei confronti di tutti, poiché la norma imputa alla Repubblica il dovere di proteggere il risparmio, tale dovere si rivolgerebbe anche alla Consob.

Nel caso dunque che la Consob renda un cattivo controllo - perché omette di accertare la veridicità dei dati rappresentati e, così facendo, ingenera nel risparmiatore l'errato convincimento che quanto narrato corrisponda al vero – si sarà resa responsabile di un illecito contrattuale, per inadempimento di un obbligo specifico, e non per inosservanza del dovere generico del *neminem laedere*. È l'art. 1218 c.c. ad entrare in causa, non il 2043 c.c., e, corrispondentemente, la posizione vantata dal creditore è di diritto soggettivo, si badi bene però non identificabile nel diritto all'informazione, bensì in quello alla protezione del risparmio, pretesa, come detto prima, azionabile immediatamente verso chi è tenuto a difenderla, in questo contesto la Consob.

La prospettiva cambia del tutto, perché si inverte l'onere della prova e cresce l'entità del danno risarcibile, non più circoscritto al mero interesse negativo, ma dilatato fino a coprire la pretesa "positiva" del danneggiato. Quindi, al risparmiatore verrebbe assicurata l'effettività della tutela: sarebbe esonerato dal dover dimostrare la colpa della Consob, la quale invece dovrebbe fornire la sua prova liberatoria, che potrebbe ragionevolmente consistere nel dimostrare di aver attivato tutti i suoi strumenti ispettivi, prova invece, nella sua accezione negativa, difficilmente disponibile per il privato.

Assumendo il diverso punto di vista che qui si propone, sarebbe possibile nel nostro ordinamento dare una soluzione specifica e originale, mentre il punto fino al quale era arrivata la Cassazione era poco più che un inevitabile sviluppo del pensiero comunitario, il quale da anni indicava di risarcire gli interessi legittimi. Almeno in parte, dunque, un *déjà vu*, anche se finalmente la Cassazione cancella l'impunità dell'amministrazione, costringendola a pagare anche quando aggredisce un interesse legittimo, degno di tutela al pari di un diritto soggettivo e quindi, come tale, idoneo ad integrare gli estremi oggettivi dell'antigiuridicità del danno ex 2043 c.c.

Un passo più significativo, reso specificamente possibile nel nostro ordinamento dalla norma posta nell'art. 47 Cost., sarebbe invece il dire che la responsabilità della Consob è contrattuale perché essa lede un obbligo specifico e la situazione lesa è di diritto soggettivo diritto avente titolo direttamente nello stesso art. 47 Cost. Senza nulla togliere alla giurisprudenza comunitaria, l'impostazione qui suggerita consentirebbe di compiere un passo in avanti verso l'uguaglianza di tutti, pubblici poteri e cittadini, dinanzi alla legge e soprattutto verso l'equiordinazione tra amministratori e amministrazione, non solo perché questa è chiamata a pagare il danno recato dal suo agire scorretto, ma soprattutto perché si creano le condizioni di effettività della tutela agevolando il cittadino danneggiato sul terreno probatorio e della entità del danno.

Forse, quando valutiamo l'esperienza di altri ordinamenti in termini di esempio giurisprudenziale o normativo, dovremmo farlo proiettando più decisamente lo sguardo al futuro. Considerato poi che il ruolo del decisore politico è quello di progettare l'avvenire, e non solo di fotografare il presente, potremmo in questo caso cogliere l'occasione di essere noi modello per gli altri.