

# Gli obiettivi della ricerca

RAFFAELE LENER<sup>1</sup>

Su iniziativa di Diego Corapi, cui questo volume è affettuosamente dedicato, nel 2009 si è dato vita – insieme alle Università Sapienza di Roma, Luiss-Guido Carli, di Padova e del Molise – a un progetto di ricerca su “*crisi dei mercati finanziari e corporate governance delle società quotate*”.

Sin dall’inizio, la ricerca ha assunto i connotati di un “inseguimento” del legislatore o, meglio, dei legislatori, sia quelli a noi vicini (italiano ed europeo), sia quelli extraeuropei che, in molti casi, hanno fornito spunti di riflessione di grande interesse (*in primis*, ma non solo, quello statunitense).

La costante evoluzione delle fonti normative nel diritto dei mercati finanziari è stata, nel corso di tutta la ricerca, uno dei maggiori profili di difficoltà per i ricercatori coinvolti nell’opera di razionalizzazione e si-

---

<sup>1</sup> Università di Roma Tor Vergata

stematizzazione del corpo normativo applicabile alla *governance* delle società quotate e di quello relativo alla protezione degli investitori. Accanto all'ingente produzione legislativa degli ultimi anni, in Italia e in altri paesi dell'Unione Europea, la tutela del risparmio ha assunto un ruolo centrale, anche nel diritto giurisprudenziale. In pochi anni, il contenzioso tra investitori e intermediari è diventato centrale nel dibattito giuridico e, in molti casi, è riuscito a incidere su categorie classiche del diritto: basti pensare alla copiosa giurisprudenza in tema di responsabilità da intermediazione finanziaria, che ha condotto la Cassazione, enfatizzando la differenza tra regole di validità e regole di condotta, a "perimetrare" l'ambito dei rimedi esperibili dai clienti; al problema (forse ancora aperto) del riparto di giurisdizione nel caso di responsabilità delle autorità di vigilanza per omesso o carente esercizio del potere di controllo sugli intermediari; e, ancora, al recente dibattito sul diritto di recesso spettante ai clienti in caso di offerte fuori sede.

Le notevoli evoluzioni normative e giurisprudenziali degli ultimi anni, peraltro, hanno imposto di mantenere un approccio vigile e costantemente critico nel corso della ricerca.

Il dato che è sembrato emergere dalla voluminosa produzione normativa, a partire dal 2008, è che i legislatori in quasi tutti gli ordinamenti aperti, per dire così, all'economia di mercato abbiano avvertito l'esigenza di costruire modelli efficaci di tutela per i soci di società quotate e per gli investitori in genere.

La complessità del tema è tanto più evidente ove si tenga conto, che l'esigenza di tutela degli investitori talora si pone in rapporto dialettico con l'altra esigenza di "tutela", non meno importante, che non guarda al singolo investitore, ma all'integrità del mercato nel suo complesso.

\* \* \*

La ricerca si è articolata in tre fasi.

La prima fase ha avuto a oggetto l'analisi della legislazione e della giurisprudenza in tema di *corporate governance* e tutela del risparmio nelle società quotate, con particolare attenzione alle fonti europee. Lo strumento regolatorio che ha apportato le maggiori innovazioni, infatti, è quello della direttiva, che lascia agli Stati membri un margine interpretativo – anche se spesso ristretto – nella trasposizione interna delle regole a tutela del risparmio, volte a prevenire le distorsioni causate dai potenziali conflitti

di interesse fra soggetti forti e soggetti deboli che sul mercato finanziario operano o investono. Il quadro normativo in Italia è, negli ultimi anni, profondamente mutato, proprio sulla spinta della disciplina comunitaria.

La seconda fase della ricerca ha avuto quale obiettivo principale la verifica dell'efficacia dei nuovi modelli di tutela dei diritti di coloro che apportano risorse al mercato del capitale di rischio. Il corretto funzionamento del mercato, infatti, non può prescindere dalla predisposizione di strumenti idonei a tutelare l'investitore, senza che ciò "ingessi" la celerità degli scambi e il funzionamento di strutture societarie complesse, come le società quotate.

La terza e ultima fase del progetto è consistita nella presentazione e nella discussione delle conclusioni dei lavori svolti nel biennio, attraverso un seminario internazionale svoltosi nel Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Roma Tor Vergata.

Nella prima parte del seminario, i relatori hanno fornito un quadro dell'evoluzione della *corporate governance* delle società quotate nel contesto dell'ordinamento europeo, con specifico riguardo ad alcuni ordinamenti nazionali (Italia, Regno Unito, Francia e Spagna). La seconda parte del seminario si è articolata in una "tavola rotonda" dedicata alla tutela dell'investitore e al rapporto, talvolta dialettico, tra esigenze, appunto, di tutela e stabilità e integrità del mercato.

\* \* \*

Alcuni studiosi stranieri, poco dopo l'esplosione dei fenomeni critici del biennio 2007-2008, hanno evidenziato come fra le cause della crisi finanziaria debba essere ricompresa l'inefficienza di (svariate) regole di *corporate governance*. Va detto, peraltro, che l'inadeguatezza delle regole di *corporate governance* delle grandi società quotate - inadeguatezza che, a cinque anni dal fallimento di Lehman Brothers, sembra un dato acquisito - in un primo momento non era stata considerata tra le cause della crisi dei mercati. E' però oggi chiaro come i due temi siano connessi. In questo senso appaiono istruttivi i saggi di Marc Moore e Irina Parachkévova, dedicati ai più recenti sviluppi del tema nel Regno Unito e in Francia, paesi con sistemi giuridici profondamente diversi, ma che da sempre rappresentano un necessario termine di paragone (e, talvolta, un vero e proprio *benchmark*) per il giurista italiano.

Il problema della *corporate governance*, per lo studioso di diritto dei mercati finanziari, deve poi essere considerato con grande attenzione quando riguarda le società quotate e le società che prestano servizi di investimento e servizi bancari (anche se non quotate). Si tratta, infatti, di temi che hanno una rilevanza specifica e una ricaduta più ampia, che va oltre la gestione della singola società o della singola banca. Sul punto, Juan Ignacio Peinado Gracia ha disegnato una panoramica molto chiara della *governance* delle banche spagnole, con continua attenzione al problema del rischio sistemico, alla solvibilità delle banche, nonché al *riesgo moral* o *moral hazard*, che tanto ha impegnato la letteratura economica e che, forse, dovrebbe essere preso in maggior considerazione da quella giuridica, per individuare la natura e il fondamento di un'eventuale responsabilità da *azzardo morale*.

Con riguardo alle società quotate, infine, si pone anche il problema della vigilanza interna alle strutture di *governance*. In particolare, acquista nuova centralità il ruolo degli amministratori indipendenti. Sul punto, il contributo di Carlo Amatucci delinea il quadro attuale della vigilanza e della gestione dei rischi nelle società quotate e offre spunti di riflessione importanti sul ruolo dell'organo amministrativo nelle società *aperte*.

\* \* \*

La seconda parte del volume è dedicata alla tutela del risparmio in generale e, in particolare, alle misure di protezione dell'investitore.

Proprio la tutela dell'investitore, tema che per il giurista italiano deve essere analizzato a partire dall'art. 47 della Costituzione, si pone oggi in un rapporto dialettico con il problema dell'integrità del mercato. Tutela del risparmio e integrità del mercato rappresentano, allo stesso tempo, il mezzo e il fine della disciplina dei mercati finanziari. Essi sono "fine" se si guarda all'ordinamento finanziario come ordinamento a sé stante; divengono "mezzo", invece, quando si tiene a mente che il sistema nel suo complesso ambisce a essere *stabile*. E la stabilità del sistema economico (non solo di quello finanziario) deve, oggi più che mai, essere tenuta nella dovuta considerazione nella disciplina dei mercati finanziari, anche alla luce dell'entrata in vigore di nuove previsioni costituzionali che impongono un diverso approccio al legislatore italiano, non solo con riferimento al contenimento della spesa pubblica.

Il tema della stabilità finanziaria è preso in considerazione nel lavoro di Giorgio Di Giorgio, che si occupa in particolare dei rapporti tra stabilità e

protezione del risparmio. Viene da chiedersi se la tutela dell'investitore sia problema che riguarda solo il legislatore e non anche le imprese che operano nel settore finanziario. Se è vero che un mercato, per essere *integro*, deve essere credibile ed efficiente, della credibilità e dell'efficienza devono curarsi anche gli operatori di settore. Sotto questo aspetto Carmine Di Noia ed Emilia Pucci mostrano come, nel contesto europeo, i codici di autodisciplina abbiano acquisito una rilevanza e una centralità crescenti.

La protezione dell'investitore, passa anche attraverso la regolamentazione delle innovazioni finanziarie. Al tema sono dedicati diversi interventi. Paola Lucantoni ha analizzato le patologie contrattuali ricorrenti in tema di contratti derivati e, al contempo, ha ricostruito il quadro delle innovazioni normative di livello europeo, con particolare riguardo alle nuove regole in materia di trasparenza e vigilanza introdotte dal regolamento EMIR. Alessandra Protani ha, poi, raccolto e analizzato le decisioni in materia di derivati dei tribunali italiani, cercando di disegnare una "linea di tendenza". Ancora sul piano delle novità normative, dopo il successo dei "pacchetti" UCITS, il legislatore europeo è intervenuto a disciplinare in modo penetrante anche i fondi alternativi di investimento, con il dichiarato intento di garantire la protezione dell'investitore. Alla direttiva n.61/2011 (AIFMD) è dedicata l'analisi di Elisabetta Corapi.

Ci si è, quindi, spostati sullo "scivoloso" terreno della regolamentazione delle agenzie di *rating*. Il fenomeno è certamente complesso: può una migliore *corporate governance* essere efficace strumento di tutela anche per gli investitori (compresi coloro che non si servono del *rating*, ma che - in una certa misura - lo subiscono per via indiretta)? Del problema si occupa espressamente Federico Pernazza, mentre Maddalena Marchesi dedica la sua analisi ai giudizi che le agenzie di *rating* emettono, sottolineando come vi sia bisogno di più trasparenza e di una migliore gestione dei "tempi" di pubblicazione.

Sullo sfondo di queste riflessioni campeggiano le c.d. direttive MiFID che, a partire dal 2004, hanno profondamente inciso sulla disciplina dei rapporti tra intermediari e investitori in tutti gli ordinamenti nazionali. Questa disciplina è stata analizzata sotto vari profili: da Valeria Santocchi, in tema di protezione degli investitori nella MiFID *review*; da Alfonso Parziale, sull'impatto della MiFID II sulla disciplina delle *trading venues*; da Marco Giorgi, in tema di regole di *governance* e sugli assetti organizzativi degli intermediari; e da Antonio Di Gaspare, sulla *best execution rule* nella prospettiva delle proposte (post) MiFID.

Esistono, infine, strumenti indiretti attraverso i quali l'ordinamento può perseguire la protezione degli investitori. È questo, certamente, il caso della repressione degli abusi di mercato su cui ha lavorato Fabiano De Santis; del rafforzamento della vigilanza sul sistema finanziario che, a livello europeo, sta vivendo una fase di grande trasformazione, ripercorsa da Edoardo Rulli; e degli incentivi alla partecipazione assembleare, su cui si è concentrato lo studio di Chiara Bulgarini.

\* \* \*

In tema di *corporate governance* e protezione degli investitori molto è stato fatto dal 2009 ad oggi. Non di meno, alcune importanti riforme sono ancora soltanto all'orizzonte. La tendenza a centralizzare, a livello europeo, la regolamentazione e la vigilanza è sempre più forte: basti pensare all'istituzione delle autorità europee di vigilanza e alla crescente utilizzazione, in materia di diritto dei mercati finanziari, dello strumento del regolamento in luogo della direttiva.

L'occasione offerta dalla crisi finanziaria ha consentito grandi innovazioni normative. Certamente è mutato l'approccio nei confronti della disciplina dei mercati finanziari: c'è oggi maggiore consapevolezza della necessità di studiare il fenomeno senza più affidarsi a un ottimismo superficiale secondo cui il mercato può tutto e risolve (tutto) autonomamente.

Una migliore regolamentazione dei mercati può circoscriverne le inevitabili crisi e conferire al sistema finanziario europeo la credibilità di cui ha bisogno; una credibilità che sembra già riaffermarsi negli Stati Uniti e che, una volta completato il processo di riforma europeo, deve riconquistarsi anche nel vecchio continente.