

Mario Libertini

*La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*¹

1. Per inquadrare l'argomento, vorrei muovere da alcune considerazioni generali sui rapporti fra tutela della concorrenza e tutela dei consumatori; ma ciò richiede, prima ancora, un tentativo di precisazione preliminare su ciò che deve intendersi per "tutela della concorrenza" e per "tutela dei consumatori" (senza dimenticare che queste formule non sono semplici slogan, bensì espressioni dotate di valore giuridico, sia nelle disposizioni di principio del diritto europeo, sia in quelle del diritto costituzionale interno).

L'espressione "tutela della concorrenza" ha assunto, nella storia, diversi significati, ed è tuttora oggetto di equivoci (v. da ultimo Kerber 2009).

A mio avviso (v. *amplius* Libertini 2010), la storia delle idee in materia muove da una concezione antica, che vede la concorrenza come uno stato naturale di funzionamento dei mercati, fondato sulla libertà individuale di accesso al mercato e di scambio di beni e servizi; ciò che a sua volta consente la formazione di un "giusto prezzo" (più modernamente: uno stato ottimale di equilibrio fra domanda ed offerta). In questa prospettiva, il *monopolium* (dal diritto romano in poi) è un comportamento delittuoso, consistente nell'adozione, da parte dei venditori, di artifici volti a portare il prezzo dei beni al di sopra del livello di "giustizia" e così lucrare indebitamente a danno della collettività (è difficile negare che questo modello archetipico condizioni ancor oggi molti ragionamenti che si fanno in materia di antitrust).

In altri termini: in questa concezione originaria coincidono "tutela della concorrenza" e "tutela della libertà di commercio"², e la concorrenza – come bene meritevole di tutela giuridica – è concepita come una condizione di naturale equilibrio dei mercati, idonea a garantire una giusta formazione dei prezzi e, con essa, l'efficienza allocativa.

Credo che questa concezione tradizionale della concorrenza sia stata radicalmente modificata, nell'ultimo mezzo secolo, da tre mutamenti paradigmatici:

¹ L'autore desidera ringraziare vivamente Michele Grillo e Giorgio Rodano, che hanno letto una versione intermedia del testo qui presentato ed hanno fornito preziose osservazioni e consigli. Restano ovviamente a carico esclusivo dell'autore gli errori e i difetti del lavoro.

² Qui si dovrebbe osservare che la tutela della "libertà di concorrenza" è stata, nel corso del tempo, intesa tanto come tutela dai divieti e dalle limitazioni imposte dal potere pubblico, quanto – più modernamente – anche (o soprattutto) come tutela dalle imposizioni dei poteri economici privati. Questa importante precisazione (su cui non ci si può soffermare in questa sede) non altera tuttavia la visione di fondo tradizionale della concorrenza come condizione naturale di spontaneo equilibrio dei mercati, garantita dalla tutela della libertà individuale.

- a) La concorrenza da tutelare non è più vista come un ordine “naturale” (*rectius*: “spontaneo”, cioè fondato su regole consuetudinarie prodotte dagli stessi attori del mercato), bensì come un ordine “costruito” dal potere pubblico, in base a propri giudizi di valore; l’ordine spontaneo del mercato tende infatti ad irrigidirsi in monopoli e cartelli, conducendo così ad assetti contrari al pubblico interesse³;
- b) La concorrenza da tutelare non è vista come uno stato di equilibrio ideale (come tale, in effetti, irraggiungibile, ma anche non auspicabile, perché corrisponderebbe ad una situazione di economia perfettamente statica), bensì come un processo dinamico⁴; la finalità della politica della concorrenza diviene quella di guidare e mantenere un processo dinamico virtuoso, atto a sostenere lo sviluppo economico e il massimo benessere collettivo;
- c) La concorrenza da tutelare non è più vista come un libero gioco di libertà individuali, bensì come una competizione fra imprese, cioè fra organizzazioni complesse, (i) dotate di strategie non facilmente modificabili, (ii) caratterizzate da processi decisionali interni derivanti dalla combinazione di diverse decisioni individuali, (iii) vincolate al dovere di massima valorizzazione del capitale investito, ma coinvolgenti anche una serie di interessi esterni (*stakeholder*); il gioco della concorrenza fra imprese presenta dunque elementi di rigidità e di complessità ben maggiori di quelli che si avrebbero in un libero gioco di volontà individuali⁵.

Nella nuova prospettiva, “tutela della concorrenza” e “tutela della libertà di commercio” non coincidono più (anche se qualcuno continua a sostenere il contrario). “Tutela della concorrenza” significa tutela della concorrenza “effettiva”, come modo di funzionamento dei mercati. In altri termini, la tutela della concorrenza diviene tutela dell’efficienza dei mercati.

In questa prospettiva, è diventato pressoché un luogo comune l’affermazione per cui i fini della politica di tutela della concorrenza sono l’efficienza (i) allocativa (ii) produttiva (iii) dinamica dei mercati (v. soprattutto Motta 2004). Per quanto gli economisti tendano a considerare equiordinate queste diverse nozioni di efficienza, mi sembra inevitabile (anche sul piano logico) che debba farsi, fra le stesse, una gerarchia: l’efficienza allocativa, come

³ Questa linea di pensiero è riconducibile essenzialmente all’ordoliberalismo tedesco (Eucken, Böhm, Röpke, etc.). Ad essa viene accostata – pur nella diversità delle premesse culturali – la più recente linea di pensiero della *constitutional economics* americana (Buchanan, Vanberg).

E’ peraltro evidente che, *in apicibus*, un collegamento esiste anche con la critica keynesiana all’idea di naturale efficienza dei mercati.

⁴ Questa linea di pensiero è riconducibile essenzialmente alla scuola austriaca (Schumpeter, Hayek), ma si è poi sviluppata in diversi filoni del pensiero economico contemporaneo (v., per altre indicazioni, Libertini 2010).

⁵ Questa linea di pensiero, largamente rappresentata nell’economia aziendale e nella sociologia economica, è espressa con particolare incisività da Bienaymé, 1998.

tale, è legata ad una certa struttura della domanda, che a sua volta dipende da scelte politiche di distribuzione del reddito e di fornitura di beni pubblici (v. soprattutto Peritz 1996); l'efficienza produttiva può essere assicurata anche da efficienti scelte organizzative interne ad una organizzazione monopolistica, che indirizzino "virtuosamente" la competizione fra individui all'interno dell'organizzazione stessa (ci sono stati, nella storia, anche eserciti e chiese molto efficienti). Il profilo, rispetto a cui la concorrenza fra imprese (cosa diversa, anche se non certo priva di valore, è la concorrenza fra individui all'interno delle organizzazioni, o quella fra settori economici od anche fra ordinamenti statali diversi) appare davvero insostituibile ai fini del benessere collettivo è quello dell'efficienza dinamica dei mercati (concetto che, peraltro, potrebbe essere anche inteso come una proiezione dinamica dell'efficienza allocativa, in quanto il suo valore si traduce nella possibilità di soddisfare un numero crescente e mutevole di bisogni degli individui).

Questa idea della tutela della concorrenza come tutela di un processo dinamico virtuoso sembra divenuta maggioritaria, almeno nella letteratura giuridica italiana più recente (v., da ultimo, Argentati 2009).

2. Ciò detto, ci si deve chiedere se, e in che senso, la tutela del consumatore sia parte integrante del diritto della concorrenza ovvero risponda a logiche proprie e differenti.

L'orientamento di pensiero più antico tendeva a vedere la tutela del consumatore come disciplina di protezione di soggetti deboli (secondo il modello concettuale della tutela sindacale dei lavoratori); tale disciplina appariva dunque estranea alla politica di concorrenza. L'orientamento attuale tende piuttosto a distinguere tra profili propriamente protezionistici, quali quelli della tutela della salute e della sicurezza del consumatore (ove prevale appunto una logica di protezione di soggetti deboli) e il diverso profilo, consistente nella tutela della libertà di scelta del consumatore. Quest'ultima è giustamente indicata come parte essenziale del modello ideale di economia di mercato (v., in particolare, Cseres 2005): la stessa efficienza dinamica acquista legittimazione politica per il fatto di riuscire a soddisfare una maggior quantità di bisogni umani, rispetto a ciò che può avvenire in un'economia in equilibrio statico. Ma questo maggior benessere del consumatore non sarebbe tale se poi i beni e i servizi fruibili da ciascun consumatore fossero selezionati da un potere esterno, o distribuiti a caso, o ancora se fossero frutto di scelte non (o non pienamente) consapevoli e volontarie dei consumatori stessi.

Questo punto può dirsi, al momento, acquisito, nel diritto positivo europeo ed italiano. La nostra giurisprudenza ripete ormai come luogo comune che l'illecito antitrust ha carattere "plurioffensivo", in quanto lede l'interesse generale all'incremento del benessere economico ed anche diritti soggettivi di imprenditori e di consumatori⁶. L'oggetto di questi ipotetici diritti soggettivi, che vengono riconosciuti in capo al consumatore, è

⁶ Questa formula è stata utilizzata per prima dalla sentenza di Cass., S.U., n. 2207/05. Come più recente, v. App. Napoli, 21 novembre 2008, in *Pluris – Utet/Cedam*.

variamente descritto dai nostri giudici (e spesso con locuzioni inutilmente enfatiche), ma l'idea centrale è che esso consista nella libertà di scelta fra le diverse offerte, che sono presenti nel mercato.

Questa idea di unità sistematica e funzionale della disciplina antitrust e di quella a tutela (della libertà di scelta) del consumatore⁷ è stata ben presente anche nelle scelte del legislatore italiano, che ha coerentemente affidato la cura dell'interesse pubblico alla tutela della concorrenza nei mercati e alla tutela della libertà di scelta del consumatore alla stessa autorità amministrativa (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato [AGCM]). Ancor più significativo è poi, probabilmente, l'orientamento più recente del diritto europeo, che (v., in particolare, il recente Reg. 864/2007/CE sui conflitti di leggi in materia di obbligazioni extracontrattuali) tende a vedere la tutela della concorrenza e quella dello "interesse collettivo dei consumatori" come facce della stessa medaglia, riconoscendo anche una unità funzionale di fondo della disciplina antitrust e di quella in materia di concorrenza sleale

Ferma restando questa idea di fondo, si deve fare una precisazione: la "libertà di scelta" del consumatore può intendersi in due modi diversi (anche se non contrastanti fra loro, bensì complementari):

- (i) a livello di sistema, essa indica la presenza nel mercato – sia in senso statico sia in senso dinamico - di diverse offerte sostituibili, fra cui il consumatore può scegliere;
- (ii) a livello del singolo atto, indica la mancanza di inganni o costrizioni nell'acquisto posto in essere dal consumatore, cioè un atto di scelta "libero", nella coscienza e nella volontà del consumatore stesso.

Sembra abbastanza chiaro che ambedue i significati sono rilevanti, in termini di efficienza allocativa. Come già detto, questa diminuirebbe in caso di scelte inconsapevoli o coatte da parte dei consumatori. Ma ancor più diminuirebbe se non affluissero di continuo, nei mercati, offerte innovative. Appare dunque difficilmente negabile che ambedue i segnalati profili di tutela del consumatore (*sub specie* di tutela della "libertà di scelta" del consumatore) siano giuridicamente rilevanti; tuttavia, il profilo sopra elencato *sub* (i) è parte integrante della disciplina antitrust e della relativa competenza dell'AGCM, mentre il profilo *sub* (ii) è disciplinato dalle norme del codice del consumo sulle pratiche commerciali scorrette (artt. 19 ss.), che prevedono procedure e sanzioni diverse da quelle antitrust, anche se la competenza in materia è pur sempre attribuita all'AGCM.

C'è poi un terzo profilo di tutela del consumatore, che è quello patrimoniale. Si tratta di quelle misure (controlli sui prezzi, divieto di clausole abusive etc.) che tendono a

⁷ Ricordo ancora, incidentalmente, che la locuzione "tutela del consumatore" ha ad oggetto anche profili (come quello della tutela della sicurezza e della salute del consumatore) che non sono pertinenti alla materia in esame.

prevenire effetti distributivi “iniqui” (o “ingiustificatamente gravosi”) a danno del patrimonio dei consumatori e a vantaggio di quello delle imprese.

Qui le idee sono più incerte, in ordine ai rapporti di questo profilo di tutela del consumatore con la politica generale di concorrenza.

A mio avviso, anche il divieto di prezzi monopolistici (e di condizioni negoziali ingiustificatamente gravose) è funzionale all’efficienza allocativa (punto su cui molti economisti non sono d’accordo, nell’ambito dell’annosa disputa che vede contrapporsi i fautori di una politica di concorrenza mirante al *total welfare* con i fautori di una politica mirante al *consumer welfare*: nel secondo senso v., come più recente, Kerber 2009). Mi sembra infatti che la “rendita del consumatore” (se e in quanto non giunga a tradursi in disincentivo per gli investimenti in ricerca e sviluppo di nuovi beni) consenta di allargare e diversificare la domanda finale e quindi di realizzare la soddisfazione di una maggiore quantità complessiva di bisogni umani. In altri termini: il fatto che, nei mercati, i prezzi non siano ingiustificatamente gravosi (e così pure non lo siano le altre condizioni negoziali), aumenta la libertà di scelta fra beni diversi da parte del consumatore finale.

In effetti, è questo un punto in cui la diversa esperienza culturale degli economisti e dei giuristi determina (anche al di là della sopra ricordata disputa su “*consumer-*” o “*total welfare*”) una più accentuata disparità di vedute.

Per la maggior parte degli economisti (v., in particolare, Motta 2003), il divieto, imposto dalle norme antitrust alle imprese dominanti, di praticare prezzi “non equi”, si traduce nell’attribuzione alle autorità antitrust di un potere di sindacare con criteri equitativi, non razionalmente controllabili, le scelte di prezzo praticate dalle grandi imprese⁸. Ciò appare sufficiente per criticare il divieto di prezzi “eccessivamente gravosi”,

⁸ Per una sorta di paradosso storico, il prezzo “iniquo”, che per secoli è stato la quintessenza del *crimen monopolii*, oggi viene considerato, da molti economisti, una presenza spuria nelle moderne discipline antimonopolistiche. Alla radice di questo convincimento sta già la difficoltà di concepire un prezzo “oggettivamente giusto”, al di là di quello che si forma mediante l’incontro della domanda e dell’offerta. Inoltre, si può parlare di prezzo “iniquo”, perché “troppo alto”, solo se, a loro volta, i profitti dell’impresa che vende il bene di cui si tratta sono “troppo alti”. Ma questo passaggio logico comporta due paradossi: (i) i profitti del monopolista possono non essere alti se il monopolista è inefficiente (ma in questo caso non si vede perché debba vedersi giustificare prezzi che sarebbero vietati ad un monopolista efficiente), e viceversa; (ii) i profitti del monopolista possono non essere “troppo alti”, se poi il monopolista reinveste gli stessi in ambiziosi programmi di ricerca e sviluppo, e quindi – discrezionalmente – decide di affrontare costi generali molto elevati. Da qui la necessità, se si vuol valutare la giustificazione dei prezzi praticati da una grande impresa, di parametrarli al costo di produzione di un’impresa efficiente, ricostruita in modo virtuale dall’autorità che controlla il comportamento dell’impresa di cui si tratta (si pensi, per esempio, alla complessità del modello dei *Long Run Incremental Costs*, preferito nella regolazione delle comunicazioni elettroniche). Ne consegue che un’autorità antitrust, per applicare con qualche razionalità, e non in modo puramente intuitivo, la norma sul divieto dei prezzi iniqui, deve operare con la stessa logica con cui normalmente agiscono le autorità di regolazione di settore, e non con la logica “sanzionatoria”, che è considerata di solito propria delle autorità antitrust.

perché questo comporterebbe una deviazione delle funzioni dell'antitrust verso interventi di regolazione amministrativa dell'attività dell'impresa (con i rischi aggiuntivi che deriverebbero dal fatto che le autorità antitrust, a differenza delle autorità di regolazione di settore, non hanno una conoscenza specialistica dei mercati su cui intervengono).

I giuristi sono, probabilmente, meno sensibili a questi argomenti: da un lato, perché ritengono (almeno chi scrive: cfr. Libertini 2008) che fra l'azione amministrativa delle autorità antitrust e quella delle autorità di regolazione non vi sia una differenza radicale, ma piuttosto la differenza che intercorre fra un'attività a competenza generale e di intervento occasionale (antitrust) e quella di un'attività a competenza speciale e di intervento continuativo (regolazioni di settore); dall'altro – e soprattutto – perché non ritengono che, anche al di fuori del campo degli “abusi di sfruttamento”, l'intervento delle autorità antitrust sia sorretto su basi scientificamente verificabili e possa prescindere da un giudizio sintetico finale sulla fattispecie presa in esame. Non ritengono, in altri termini, che il divieto dei prezzi eccessivi rappresenti un'eccezione equitativa in un sistema normativo che, per il resto, è in grado di tutelare l'efficienza dei mercati con criteri oggettivi e scientificamente verificabili.

In questa prospettiva, il divieto di prezzi eccessivi continua ad apparire – pur con il necessario riconoscimento delle difficoltà di applicazione corretta del divieto stesso - come un tassello fondamentale e della tutela della concorrenza e della tutela del consumatore.

3. Ciò posto, la domanda che si deve porre, nel trattare il tema delle presenti note, è se la tutela della concorrenza debba valutarsi, con riguardo ai mercati finanziari, allo stesso modo che nei mercati dei beni e servizi finali al consumatore. In altri termini, c'è da chiedersi se i mercati finanziari (espressione qui intesa – per comodità, anche se non del tutto correttamente - in senso lato, comprensivo anche del mercato del credito in tutti i suoi aspetti) abbiano bisogno di efficienza dinamica, anche nell'interesse del consumatore, allo stesso modo che i mercati dei beni e servizi finali.

In un passato (non molto lontano) la risposta a questa domanda sarebbe stata tendenzialmente negativa. L'idea prevalente era che, nei mercati finanziari, il valore fondamentale fosse la stabilità (e la prudenza) e non il dinamismo. La cartellizzazione dei mercati era vista come una garanzia di stabilità e in vario modo favorita. La regolazione amministrativa dei mercati in certo modo completava e suggellava l'ordine interno, convenuto dagli operatori. In questa prospettiva, la competizione mediante offerta di formule diverse di risparmio e investimento era scoraggiata (era anzi imposta, in larga misura, l'uniformazione delle clausole negoziali). I titoli di credito negoziabili nei mercati finanziari erano di solito considerati un *numerus clausus* di figure, prestabilite dal legislatore. Strumenti fondamentali di concorrenza dinamica, come i brevetti e gli altri diritti di proprietà intellettuale, erano del tutto estranei o utilizzati in modo tutt'altro che

Da qui le difficoltà – a cui si accenna nel testo - di applicazione della norma sul divieto di prezzi eccessivi.

dinamico (si pensi ai tradizionali segni distintivi delle banche, caratterizzati da riferimenti geografici precisi, atti ad evidenziare in modo simbolico una ripartizione territoriale dei mercati fra le banche esistenti).

Questa idea è stata improvvisamente modificata, negli anni più recenti. Si è cominciato a segnalare che l'innovazione tecnologica o commerciale od organizzativa è importante anche nei mercati finanziari. Basti pensare alle tecniche di negoziazione dei prodotti finanziari (*e-finance*, eccetera) o di sviluppo dei sistemi di pagamento. Si pensi soprattutto allo sviluppo di strumenti e prodotti finanziari innovativi, e al ruolo centrale che esso ha assunto nel processo di globalizzazione dei mercati finanziari (Galgano 2005).

Su questa base si è poi delineato, nell'ultimo ventennio, uno scenario lineare ed ottimistico. La tesi corrente è stata quella per cui, nelle esperienze di capitalismo protezionistico, i mercati finanziari erano tendenzialmente regolati – come sopra si è ricordato - secondo modelli consortili (equilibrio collusivo fra imprese di dimensione troppo piccola, sotto la protezione del regolatore); l'esperienza degli ultimi 20 anni ha segnato invece un forte processo di liberalizzazione (Carletti / Hartmann 2003; Auerbach 2004). In ciò sembrerebbe trovare conferma la tesi (Auerbach 1988) secondo cui l'avvio di processi concorrenziali dinamici determina un processo emulativo inarrestabile, salvo che in presenza di modificazioni strutturali della domanda.

Questa visione del fenomeno ha trovato la sua espressione più affinata – per quanto a mia conoscenza - in un noto volume (Rajan / Zingales 2004), le cui tesi fondamentali possono così riassumersi:

- (i) la concorrenza nei mercati finanziari è essenziale per l'efficienza complessiva del sistema di economia di mercato;
- (ii) gli interessi affermati (politici ed imprenditoriali) sono contrari alla concorrenza e all'efficienza dei mercati finanziari;
- (iii) è necessaria una politica pubblica di promozione e sostegno della concorrenza nei mercati finanziari.

Queste idee stanno alla base del noto processo di *deregulation* dei mercati finanziari, che ha investito tutti i paesi occidentali nel corso degli anni '90, con la relativa fiducia nella possibilità di trattare i mercati finanziari come mercati efficienti, alla stessa stregua di quelli dei prodotti finali, e quindi capaci di autoregolarsi sulla base dell'andamento della domanda e dell'offerta (purché sia garantita la libertà di accesso e la piena informazione dei soggetti partecipanti al gioco della domanda e dell'offerta).

4. Alla base di questa esperienza (che oggi, col senno di poi, è divenuta oggetto di tante critiche e di qualche autocritica) vi è stata l'idea, ampiamente teorizzata, che la liberalizzazione avrebbe consentito l'ingresso nel mercato di nuovi operatori, disposti a sopportare rischi unitari maggiori sulle singole operazioni, ma a fronte di una valutazione razionale del rischio globale corso; ciò avrebbe portato ad azzerare sostanzialmente

quest'ultimo. Perciò questi operatori (dai fondi di *private equity* agli *hedge fund*) avrebbero dovuto operare con capitali iniziali propri cospicui. Era però ragionevole pensare che avrebbero reperito facilmente questi capitali iniziali, perché i loro programmi di investimento garantivano risultati finali positivi.

Al fine di selezionare gli operatori efficienti da quelli inefficienti, si è pensato che fosse sufficiente limitare l'azione degli operatori che maneggiavano operazioni ad alto rischio al solo segmento di mercato B2B, in base alla convinzione che, in questo segmento (clientela d'affari), l'acquirente di servizi finanziari sarebbe stato in grado di tutelare da sé il proprio interesse e di evitare di affidare proprie risorse ad operatori inefficienti o addirittura truffaldini.

Su questa linea, come si è prontamente segnalato (Garten 1999), il processo di liberalizzazione ha comportato, più che una *deregulation* pura e semplice, una strutturale modificazione dell'approccio regolatorio ai mercati finanziari, che è stata definita "*consumerization*" dei mercati finanziari. La linea seguita è stata quella di liberalizzare il mercato finanziario nel segmento B2B, accentuando invece una regolazione con finalità proconsumeristica nel mercato B2C. Questa linea ha portato all'abbandono della vecchia regolazione strutturale, che prevedeva la ripartizione del mercato fra operatori finanziari specializzati (regolazione strutturata su linee di produzione di servizi), e la sostituzione della stessa con una regolazione strutturata sulla liberalizzazione e despecializzazione dell'offerta e su differenze nette di disciplina secondo le diverse linee di consumo.

Già in tempi non sospetti (v. ancora Garten 1999) si è prospettata l'idea che questa dicotomia (*overregulation* a favore dei consumatori e piena liberalizzazione nel segmento B2B) fosse eccessiva in ambedue le direzioni.

Infatti, questo tipo di protezione del consumatore si è tradotto in un accrescimento di doveri di informazione e di assistenza in capo agli intermediari finanziari. L'impostazione ideologica di fondo è stata molto semplice: si è ritenuto che una domanda informata avrebbe spontaneamente selezionato i migliori prodotti finanziari, così come avviene per qualsiasi prodotto finale. Ma in realtà, la somministrazione ai consumatori finali di una grande mole di informazioni è sempre apparsa, agli osservatori di buon senso (v. per esempio Lucarelli 2005; Morera 2009), come inidonea a creare in costoro un reale accrescimento della consapevolezza nelle scelte di prodotti finanziari. Ciò, in primo luogo, è dovuto al *deficit* di attenzione, che costituisce reazione tipica all'eccessiva mole di informazioni trasmesse; ma, andando avanti, è emerso un fenomeno di vera e propria incomprendibilità delle complessità tecniche del prodotto finanziario, anche in persone di livello culturale superiore alla media (v., fra i tanti, Rescigno 2009).

Piuttosto, l'effetto reale del rafforzamento dei doveri di informazione in capo agli intermediari e a favore dei consumatori, è stato quello di accrescere la garanzia, imposta *ex lege* a carico dell'intermediario contro i rischi eccessivi da questo trasferiti sui consumatori. Effetto economico certo non trascurabile, ma anche foriero di una crescita colossale, nei

momenti di crisi finanziaria, del contenzioso fra intermediari ed investitori, e dei relativi costi (l'esperienza italiana recente è nota a tutti).

Peraltro, l'esperienza degli ultimi tempi ha dimostrato che anche l'idea che il mercato B2B possa realizzare spontaneamente un equilibrio efficiente era velleitaria. La liberalizzazione ha infatti comportato un'enorme "esplosione" di titoli puramente speculativi, non sempre facilmente distinguibili dai titoli correlati ad investimenti ad alto rischio, ma comunque idonei a produrre reddito mediante operazioni svolte sui mercati finali.

Se a ciò si aggiunge la spinta irrefrenabile all'aumento del *leverage* e quindi ad operazioni di assistenza finanziaria basate sulla speranza di accrescimento del valore del bene acquistato mediante il finanziamento, ci si accorge di come liberalizzazione e concorrenza abbiano operato in modo tale da accrescere a dismisura il rischio complessivo diffuso nel sistema.

In altri termini: i mercati finanziari hanno sperimentato una fase di dinamismo maggiore che in passato, ma il processo innovativo ha finito per determinare una dimensione ed un'allocazione del rischio tutt'altro che efficiente.

Non solo, ma l'esperienza ha mostrato segni di crisi più acuta, nel settore bancario e finanziario, proprio in quei paesi in cui il dinamismo dell'industria finanziaria si era maggiormente sviluppato (cfr. Cavazzuti 2009), con il risultato che paesi finanziariamente "arretrati", come l'Italia, sembrano avere meglio resistito.

5. Ciò che è avvenuto non appare, col senno di poi, sorprendente. In realtà la visione lineare ed ottimistica – ricordata al § 3 – era oggetto di numerose correzioni – già prima dell'attuale crisi - nelle analisi di alcuni economisti.

La prima che vorrei ricordare (Grillo 2004) ha evidenziato la relazione bidirezionale esistente fra la concorrenza interna ai mercati finanziari e la concorrenza nei mercati "a valle" (l'una stimola l'altra, e viceversa). La tutela generale della concorrenza nel sistema è condizione essenziale perché si rafforzi la concorrenza nei mercati finanziari, ma d'altra parte mercati finanziari dinamici sono essenziali per eliminare o almeno ridurre le barriere finanziarie all'entrata di nuove imprese nei mercati dei beni e servizi. La liberalizzazione dei mercati finanziari non ha dunque di per sé una valenza positiva, se non si innesta su un sistema caratterizzato da alti livelli di concorrenza effettiva in tutti i mercati dei beni e servizi finali. Una sfasatura fra i due fenomeni (cioè un dinamismo dei mercati finanziari, più accentuato di quello esistente nei mercati dei beni e servizi finali) è destinata quindi a produrre effetti negativi.

La seconda osservazione (ancora Grillo 2004) è fondata sull'analisi economica relativa alle asimmetrie informative e alle esternalità negative correlate alla produzione di

servizi finanziari. L'attività finanziaria è strutturata intorno alla gestione del rischio intertemporale ed è quindi caratterizzata da latenti conflitti d'interesse fra tutti gli operatori, ciascuno dei quali ha interesse alla traslazione del rischio a carico di altri: non si può realizzare quindi facilmente la soddisfazione ottimale di tutti i soggetti del mercato, che in teoria può aversi nei sistemi di scambi immediati.

La crisi del 2008 ha naturalmente accentuato la revisione critica ed autocritica delle tesi liberalizzatrici. E' stata così riscoperta la teoria di Minsky sulla naturale ed ineliminabile instabilità dei mercati finanziari. La ragione di fondo di tale instabilità sta nel fatto che la formazione dei prezzi, nei mercati finanziari, non è guidata, come accade per i beni e servizi finali, dall'andamento di una domanda e di un'offerta collegate a bisogni reali dei consumatori, e quindi soggette – di norma – a variazioni limitate nel tempo e comunque idonee a registrare preferenze effettive riguardanti i beni scambiati e le differenze qualitative degli stessi. La formazione dei prezzi delle materie prime e dei prodotti finanziari è guidata, piuttosto, da previsioni sull'andamento futuro (prossimo) dei prezzi stessi: da ciò la "naturale" amplificazione di ogni tendenza al rialzo o al ribasso. In periodi di aspettative di prezzi crescenti non solo aumenta a dismisura la domanda dei prodotti finanziari interessati al fenomeno, ma si autoalimenta la massa di credito garantito dal valore (appunto crescente) dei prodotti stessi. Questo effetto-leva aumenta fino al momento in cui qualche rapporto debitorio entra in crisi e si comincia a diffondere la preoccupazione di ulteriori insolvenze. Da qui si avvia il moto pendolare di ribasso del valore di mercato dei prodotti interessati, alimentato anche da fenomeni speculativi, e le perdite patrimoniali di chi aveva investito nei prodotti finanziari entrati nella spirale della crisi determinano una reazione a catena, con effetti depressivi sull'intera economia.

Questi fenomeni non sono imputabili a *shock* esogeni o alla scorrettezza di questo o quell'attore del mercato. In linea di massima, sono anzi il risultato di una somma di comportamenti razionali degli attori del mercato stesso, legati a previsioni sull'andamento dei prezzi dei prodotti scambiati. La crisi attuale, se si prescinde dalle dimensioni e dalla complessità tecnica dei prodotti finanziari derivati che sono stati trattati nei mercati mondiali, non è diversa, nei meccanismi di base, da quelle ben note nella storia economica, a cominciare dalla "bolla dei tulipani" nell'Olanda del Seicento.

La conclusione, inevitabile, è quella (v. per es. Cooper 2008, Posner 2009) per cui i mercati finanziari non sono dotati di meccanismi di autoregolazione efficienti e devono quindi essere permanentemente controllati da un'autorità di regolazione avente la funzione di impedire che le fasi espansive e quelle depressive seguano fino in fondo l'andamento "spontaneo", che deriva dalla somma dei comportamenti della massa anonima degli attori del mercato. Ciò che, secondo alcuni osservatori (v. Roubini 2009) sta continuando ad avvenire anche in questi giorni (autunno 2009), con riguardo ai prezzi delle materie prime, e di contro alle rassicuranti affermazioni sull'uscita dalla crisi, che provengono da tante fonti ufficiali.

6. Gli scenari ottimistici di poco tempo fa si sono dunque profondamente modificati nell'ultimo anno. Critiche agli eccessi di liberalizzazione e all'allentamento della regolazione prudenziale sono divenute luogo comune.

Più in generale, si è avvertito uno scacco grave proprio sul terreno principale della politica di concorrenza, cioè quello del sostegno dell'efficienza dinamica dei mercati: se i mercati finanziari sono oggi inquinati dalla presenza di titoli "tossici", e se la dimensione globale del rischio di tale presenza non è controllata⁹, sicché si è determinato un effetto-panico simile a quello delle crisi finanziarie dei tempi passati, si può dire, quanto meno, che la marcia verso l'innovazione non ha avuto quell'effetto di accrescimento del benessere del consumatore, che si può invece considerare normale nei mercati dei beni finali. Il processo dinamico c'è stato, ma non è stato affatto virtuoso.

Su questo punto c'è da ribadire un'osservazione ovvia: il dinamismo dei mercati finanziari non accresce direttamente il benessere dei consumatori, ma può influire positivamente su tale benessere solo in modo indiretto; in altri termini, a livello macroeconomico la domanda aggregata può aumentare, a seguito dell'impulso allo sviluppo complessivo fornito dall'innovazione finanziaria.

Se si guarda invece ai mercati finanziari in senso stretto, come luoghi di offerta e di domanda di prodotti finanziari, la libertà di scelta del consumatore/investitore assume un ruolo ben più limitato di quello che, sistemicamente, ha nel determinare la selezione di beni e servizi nei mercati dei prodotti finali. Se si prescinde da qualche profilo socialmente marginale (come i casi in cui il consumatore tragga diretta soddisfazione dalla partecipazione al processo decisionale di una certa impresa, che gli può essere consentita dal possesso di certi strumenti finanziari, o addirittura tragga soddisfazione dal possesso dello strumento finanziario in sé), l'innovazione finanziaria può interessare direttamente il risparmiatore/consumatore solo in quanto sia in grado di offrirgli prodotti che diano una combinazione ragionevole di alto rendimento e di alta sicurezza. Ma un tale risultato è probabilmente impossibile: è proprio sotto questo profilo che, anche a prescindere dalla correttezza professionale dei venditori di prodotti finanziari, il prodotto finanziario avrà in sé sempre una componente "tossica" di rischio e non sarà mai immune dai fenomeni di instabilità complessiva, che potranno colpire i mercati nel loro insieme.

Ne consegue che – come già detto - la tutela della libertà di scelta del consumatore non potrà mai avere, nei mercati finanziari, lo stesso ruolo sistemico che ha nei mercati dei beni di consumo, ripetuto o durevole. I servizi finanziari, in quanto tali, danno al consumatore un beneficio prevalentemente indiretto, in termini di soddisfazione di bisogni: o in quanto gli consentano una ottimale conservazione di un certo potere d'acquisto (consumatore / risparmiatore), o in quanto gli consentano il godimento

⁹ V., in particolare, per l'illustrazione dei meccanismi di amplificazione della crisi finanziaria, che hanno causato una perdita complessiva di valore enorme, rispetto alla presenza effettiva iniziale di strumenti finanziari critici, collegati ai mutui *subprime* americani, Blanchard 2008..

anticipato di certi beni (mediante i servizi finanziari di credito al consumo). Certamente quest'ultimo profilo non è da sottovalutare: l'espansione complessiva dei mercati finanziari produce un effetto di incremento del "reddito permanente" delle famiglie, nel senso teorizzato da Milton Friedman (cioè di incremento delle prospettive di reddito futuro, con relativa propensione al consumo). Tuttavia, se questo fenomeno si collega ad una strutturale instabilità dei mercati finanziari, anche l'incremento di benessere delle famiglie sarà precario e potrà essere negativamente bilanciato e superato dall'insicurezza economica e sociale, conseguente alla crisi finanziaria.

In conclusione, l'efficienza dei mercati finanziari non può quindi misurarsi con lo stesso metro dei mercati dei prodotti finali. L'aumento e la diversificazione dei prodotti finanziari in circolazione sono socialmente positivi solo se contribuiscono all'accrescimento dei beni finali messi a disposizione del consumatore e se questo accrescimento presenta caratteri di sufficiente stabilità.

Sotto questo profilo è da riconoscere che, in effetti, in un mercato finanziario statico, i competitori tenderanno ad uniformare i loro criteri di comportamento nel mercato e ad evitare le scelte più rischiose. In un mercato molto dinamico ci può essere invece una tendenza degli operatori ad assumere rischi troppo elevati, ma sempre con l'obiettivo strategico di poterli trasferire su altri.

In ogni caso, non è detto che un elevato dinamismo del sistema finanziario sia necessario o sia sufficiente per fare svolgere per intero, al sistema delle imprese finanziarie, il ruolo propulsivo dello sviluppo economico, che tale dinamismo dovrebbe svolgere. Infatti, il processo dinamico spontaneo è probabilmente strumento essenziale per favorire la raccolta di risorse finanziarie, ma non è strumento altrettanto efficace rispetto all'obiettivo di stimolare iniziative imprenditoriali competitive nei mercati dei prodotti finali.

Anzi, la finanziarizzazione delle imprese, con l'imposizione di una logica di risultati di breve periodo, ha portato ad attribuire centralità, nell'organizzazione delle maggiori imprese, agli organi e uffici competenti ad assumere decisioni in materia finanziaria, con relativo arretramento del ruolo degli organi e uffici deputati alla produzione in senso proprio. Questo fenomeno di affermazione di una logica di *short-termism* e di "finanziarizzazione" dell'impresa si è poi collegato ad un altro imponente fenomeno, costituito dalla crisi dell'impresa "piramidale", organizzata sul modello di un processo produttivo accentrato, e all'apparente trionfo dell'impresa-rete, che tipicamente realizza la produzione finale acquisendo beni e servizi mediante *outsourcing*, sempre nella logica della produzione a breve di valore per gli azionisti, come suo fondamentale criterio di comportamento (è noto poi che il successo di questo modello è dovuto anche ai riflessi positivi che ha avuto sui compensi dei *manager* e dei consulenti).

In sostanza, lo sviluppo concorrenziale dei mercati finanziari, nell'ultimo ventennio, sembra aver portato al prevalere – tendenziale, s'intende - delle operazioni

speculative su quelle di investimento. La grande “invenzione” dei fondi di *private equity* e degli *hedge fund* avrebbe dovuto portare un regolare e crescente flusso di capitali verso investimenti produttivi, ma il mercato nel suo insieme ha finito per privilegiare piani di investimento in derivati sempre più rischiosi e lontani dal mercato reale. Non solo, ma l’idea della protezione differenziata del piccolo risparmiatore rispetto all’operatore professionale si è rivelata in parte velleitaria: la crisi del segmento B2B, se raggiunge livelli elevati, finisce per ripercuotersi sull’equilibrio finanziario complessivo di intermediari operanti in ambedue i segmenti, ivi comprese le banche ordinarie.

7. Da qui la permanente giustificazione di una regolazione prudenziale dei mercati finanziari. Esigenze di concentrazione e di stabilità dei mercati finanziari, ma anche – in certa misura - di condivisione di informazioni e di uniformazione delle pratiche negoziali, sì da ridurre i costi transattivi a carico del risparmiatore, sono dunque altrettanto importanti della liberalizzazione del sistema, e comportano necessariamente un ridimensionamento di quest’ultima.

Il modello ottimale prevede dunque la permanenza di una penetrante regolazione di settore, pur nella convinzione che, ai fini della stabilità, una regolazione prudenziale è preferibile ad una regolazione strutturale (Grillo 2004).

Appaiono, per contro, non persuasive le proposte, che pur qua e là appaiono, con diversi livelli di profondità di analisi (p.e. Fikentscher 2009; Bragantini 2009), che vedono il mezzo fondamentale di risposta alla crisi in un’applicazione più severa delle norme generali antitrust¹⁰: è probabilmente vero che le autorità antitrust hanno finora affrontato con timidezza i problemi dei mercati finanziari, e sottovalutato le possibilità di ravvisare intese e abusi vietati nei comportamenti di diverse imprese finanziarie¹¹; ma è anche vero

¹⁰ Andrebbe qui richiamata anche la presenza di una linea di pensiero esile (ma autorevolmente rappresentata, anche da qualche premio Nobel) che, pur in piena crisi finanziaria, ha fideisticamente ribadito proposte di lasciar fare allo spontaneo aggiustamento dei mercati. Il fatto che le risposte delle autorità politiche, in tutto il mondo, siano state diverse, consentirà ai fautori di queste tesi di sostenere, nella prossima ondata di ciclo economico favorevole, che le loro proposte non hanno subito alcuna confutazione empiricamente verificabile e che, se seguite, avrebbero consentito di ottenere risultati molto migliori di quelli che il mondo sta sperimentando.

¹¹ Particolarmente significative, anche per l’autorevolezza della fonte, le proposte di Fikentscher 2009, che individua diverse linee di attacco, fondate sull’applicazione delle norme di concorrenza, contro imprese responsabili della crisi. Volendo sintetizzare le proposte di Fikentscher possono individuarsi tre linee principali:

- (i) sanzioni contro pratiche concordate di valorizzazione ingannevole di strumenti finanziari ad alto rischio;
- (ii) sanzioni contro pratiche concordate di speculazione al ribasso, accompagnate da manovre dirette sui titoli (“*outsider-trading*”);
- (iii) sanzioni contro abusi di posizione dominante collettiva in caso di rifiuto di credito ad imprese meritevoli, pur di fronte ad interventi statali di sostegno dell’attività bancaria.

L’autore auspica anche un’azione combinata, fondata sull’applicazione sia delle norme antitrust sia delle norme sul divieto di pratiche commerciali scorrette.

che un approccio volto a privilegiare una reazione punitiva nei confronti di imprese ritenute le principali responsabili della crisi (e di solito individuate nelle grandi banche d'affari, ma non soltanto) non sembra il più adatto ad affrontare il carattere sistemico delle crisi e dell'instabilità finanziaria; ancor meno i tempi e i modi di intervento delle autorità antitrust sembrano idonei a dare quelle risposte urgenti (oltre che di sistema), che le crisi finanziarie richiedono.

In sostanza, anche chi non voglia enfatizzare troppo, come articolo di fede, la distinzione fra antitrust e regolazione, deve ammettere che, nella materia in esame, un ruolo incisivo di un'autorità di regolazione di settore rimane strumento razionale ed indispensabile, per prevenire ed affrontare le crisi.

A questo punto si apre il dibattito sulla riforma della regolazione dei mercati creditizi e finanziari.

In questo dibattito, emergono anche posizioni estreme, che propongono l'introduzione di un divieto assoluto di cartolarizzazione dei rischi di credito (Merusi 2009) e quindi un ritorno al numero chiuso legale di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, accompagnato dalla presenza di una pervasiva vigilanza sovranazionale sugli operatori finanziari, al fine di ridurre al minimo il gioco autodistruttivo della traslazione del rischio. Proposte che non possono essere nervosamente liquidate come "*stravaganti... prive di consistenza e di nessun valore culturale*" (G.Rossi 2009), perché anzi tentano di affrontare razionalmente un problema reale. Esse presentano piuttosto i limiti di tutte le soluzioni giacobine, cioè una coerenza troppo stretta a valori e principi, con il rischio di trascurare l'analisi degli interessi e delle prassi esistenti e la forza di resistenza e di elusione che questi inevitabilmente esprimono. Per di più, proposte troppo radicali portano con sé non solo l'ipotesi (poco realistica) di distruzione del potere economico di soggetti oggi assai influenti, ma anche l'eliminazione totale di fenomeni (come la cartolarizzazione) che, se opportunamente dimensionati, possono continuare a svolgere una funzione positiva.

E' più ragionevole dunque pensare ad un rafforzamento della regolazione, che si mantenga su un livello *workable*, senza divieti drastici né in ordine alla creazione di finanza derivata, né in ordine alla possibilità di principio di realizzare operazioni speculative. Solo che parlare di un rafforzamento "ragionevole" della regolazione è formula troppo vaga, che deve essere riempita di contenuti.

Non possiamo entrare, in questa sede, sulle questioni aperte, che riguardano sia i profili organizzativi (numero e competenze delle autorità di regolazione), sia quelli relativi agli strumenti di regolazione preferibili (ma v., fra i tanti, Goodhart 2009, Cavazzuti 2009, Vella 2009). Sono però punti generalmente condivisi

- (i) che la regolazione debba avere una portata onnicomprensiva, evitando di lasciare aperte "zone franche", in cui operatori possano agire senza controlli (le zone franche possono esistere dal punto di vista giuridico, ma

- i fenomeni economici sono interdipendenti, sicché le crisi finanziarie, avviate in qualsiasi segmento del mercato, sono destinate poi a propagarsi all'intero settore);
- (ii) che le autorità di regolazione dei mercati finanziari debbano vedersi attribuire poteri di intervento urgente e penetrante nei mercati, al fine di poter correggere movimenti negativi congiunturali, senza i vincoli giuridici di tipo garantistico che possono essere mantenuti nella disciplina della regolazione amministrativa in altri settori;
 - (iii) che una regolazione prudenziale pervasiva debba comportare un freno al dinamismo complessivo del mercato e quindi anche deroghe all'applicazione delle norme ordinarie di tutela della concorrenza fra imprese.

Tutto ciò non giustifica l'idea, comunque estranea al diritto positivo comunitario, per cui i mercati finanziari dovrebbero costituire materia completamente esentata dal rispetto delle norme ordinarie del diritto della concorrenza (per la critica a questa idea v., p.es., G.Rossi 1999). L'indicazione di principio dev'essere, anche qui, quella per cui la regolazione deve limitarsi allo stretto necessario, rispetto alla disciplina generale della concorrenza. L'applicazione delle norme antitrust, negli spazi non espressamente regolati, è dunque anche qui possibile e doverosa.

In altri termini, la necessità di una regolazione prudenziale non implica che, al di là dei doveri e vincoli imposti direttamente dalla regolazione, le imprese del settore debbano godere di una sorta di nulla-osta generale per adottare autonome pratiche di cartello "stabilizzanti", o, ancor più, per godere di immunità rispetto alle norme di protezione dei consumatori (divieto di clausole vessatorie, divieto di pratiche commerciali scorrette, etc.).

8. Poste queste premesse, vorrei ora tentare di esporre una rassegna, che sarà molto sommaria, delle regole di diritto positivo italiano, applicabili alla materia della concorrenza fra imprese del settore bancario e finanziario.

Il problema principale, di grande importanza pratico-applicativa, è quello relativo alla necessità o meno di adottare, nell'applicazione delle norme antitrust ai mercati finanziari, criteri speciali, diversi da quelli che si applicano con riferimento ai mercati "ordinari".

A mio avviso, la risposta a tale quesito può essere positiva su diversi punti, che possiamo rapidamente elencare:

- a. *favor* per la condivisione di informazioni sui rischi delle singole operazioni e sull'affidabilità delle imprese produttive (va così respinta, per esempio, l'idea

secondo cui, in materia assicurativa, qualsiasi scambio di informazioni, se non espressamente esentato dal Reg. CE/358/2003, sia vietato¹²);

- b. *favor* per la trasparenza e l'uniformità delle condizioni di offerta dei servizi, nella misura in cui ciò possa favorire la confrontabilità delle offerte da parte degli utenti e non tocchi punti sensibili, come i prezzi delle prestazioni (Mirone 2003);
- c. *favor* per le concentrazioni, con particolare riguardo all'applicazione della *failing firm defense* anche in casi che potrebbe non ammettersene l'applicazione nei normali settori produttivi;
- d. *favor* per gli accordi di cooperazione fra imprese ai fini del cofinanziamento di grandi progetti;
- e. *favor* per la costituzione di *pool*, cioè di strutture consortili, necessarie per lo sviluppo di industrie di rete (gran parte dei nuovi settori – si pensi alle carte di credito o al bancomat – richiedono la formazione di *pool*).

Queste indicazioni sono certo troppo rapide ed assiomatiche. Servono però a segnalare intuitivamente l'esigenza di costruire, in via interpretativa, un *corpus* di regole antitrust speciali per i mercati finanziari.

A fronte di queste esigenze di criteri speciali di applicazione delle norme sulla concorrenza, si pone il problema della necessità o dell'opportunità della creazione di un'autorità antitrust speciale, come si è avuta, per qualche tempo, nella legislazione italiana (art. 20, l. 287/1990).

Di necessità non credo proprio che possa parlarsi, perché i criteri applicativi di cui sopra sono perfettamente alla portata di un'autorità antitrust generale. L'opportunità è ritenuta comunque dubbia, almeno per l'applicazione delle norme antitrust generali, perché un'autorità di settore tende più facilmente a farsi "catturare" dagli interessi delle imprese esistenti e può più facilmente divenire garante degli equilibri spontaneamente raggiunti dalle imprese del settore. La soluzione, che in Italia è stata ritenuta preferibile in dottrina [Grillo 2004; Rotondo 2004], e poi è stata accolta anche dal legislatore, è stata quella della competenza dell'Autorità antitrust generale, con un parere obbligatorio delle autorità di settore, che può essere motivatamente disatteso (Banca d'Italia, CONSOB e ISVAP, nell'assetto attuale delle competenze)¹³.

¹² V. in proposito T.A.R. Lazio – Roma, 8 agosto 2005, n. 6088.

¹³ *De jure condito*, fino alla modifica legislativa, si criticavano, da parte della dottrina, le tendenze ad un'applicazione estensiva delle competenze *ex* art. 20, l. 287/1990, proprie della Banca d'Italia (Rotondo, 2004).

Una soluzione diversa, ma funzionalmente più vicina di quanto non sembri a prima vista, è quella adottata negli Stati Uniti¹⁴, che riconosce una competenza speciale all'autorità di regolazione di settore, ma contemporaneamente giustifica tale soluzione anche con una valutazione di fatto circa l'adeguatezza, a fini di tutela della concorrenza, dell'attività concretamente svolta dall'autorità di settore stessa (in quel caso, la SEC); soluzione che implicitamente non esclude¹⁵ che la soluzione possa essere rivista, in futuro, di fronte a eventuali situazioni in cui l'intervento pro concorrenziale dell'autorità di settore appaia effettivamente inadeguato; la soluzione americana lascia quindi aperta l'ipotesi di una sorta di potere sostitutivo dell'autorità antitrust generale, nel caso in cui la concorrenza non risulti efficacemente tutelata dall'azione dell'autorità di settore.

Una soluzione di separazione formale e incondizionata di competenze – in Italia adottata in materia di pratiche commerciali scorrette, a differenza di quanto si è sopra ricordato per le norme antitrust generali – è quella che prevede una competenza speciale esclusiva dell'autorità di settore (in questo caso, la CONSOB), per la tutela del risparmiatore nei mercati finanziari, anche a fronte delle pratiche commerciali ingannevoli od aggressive.

Su quest'ultima soluzione (proposta in Italia dalla stessa AGCM ed avallata dal Consiglio di Stato¹⁶) dovremo tornare più avanti (§ 10). Si può però subito osservare che la stessa lascia perplessi, almeno sul piano della politica legislativa. Se appare comprensibile la soluzione americana, fondata sull'esigenza di rispettare il principio del *ne bis in idem* e sulla constatazione dell'esistenza di un efficace intervento dell'autorità di settore, una soluzione di assoluta incompetenza dell'autorità antitrust sembra consentire, con l'attribuzione di pieni poteri all'autorità di settore, anche applicazioni radicalmente difformi delle regole di concorrenza, difficilmente giustificabili sul piano della coerenza sistematica della disciplina dei mercati.

9. Un capitolo a sé riguarda l'azione pubblica di intervento diretto nei mercati finanziari, mediante prestiti, garanzie o sottoscrizione di quote di capitale.

Nella fase di emergenza l'attenzione è stata catalizzata dalla deroga pressoché totale al regime ordinario degli aiuti, con un inseguimento rassegnato della Commissione a dare il suo avallo formale ad iniziative degli Stati membri, decise sostanzialmente in autonomia

¹⁴ Cfr. U.S. Supreme Court, June 18, 2007, n. 05-1157, *Crédit Suisse Securities v. Billing*. Si noti, con riferimento a quanto precisato nel testo, che, fra le circostanze ritenute decisive dalla Corte Suprema, per giungere alla sua decisione di inapplicabilità delle norme antitrust in campo finanziario, vi è quella per cui *"the SEC has continuously exercised its legal authority to regulate conduct of the general kind now at issue"*.

¹⁴ Così come, più esplicitamente, era avvenuto in un precedente caso, in materia di telecomunicazioni (U.S. Supreme Court, January 13, 2004, 02-682, *Trinko*, in *Riv.dir.ind.*, 2009, II, 329, con nota di M.Filippelli).

¹⁶ Cons. Stato, sez. I, 3 dicembre 2008, n. 3999. Per qualche commento critico sulla posizione del giudice amministrativo v. Parcu, 2009.

o con accordi bi- o plurilaterali. La clausola del “*grave turbamento dell’economia di uno Stato membro*” (art. 87.3.c, Tratt. CE) ha consentito di legittimare formalmente questa situazione.

La Commissione è anche subito intervenuta con una Comunicazione sugli aiuti di Stato a favore delle banche in crisi¹⁷, cui ha fatto seguito una seconda comunicazione sulla ricapitalizzazione delle banche e imprese finanziarie in crisi¹⁸.

La posizione della Commissione è stata nel senso che la gravità della crisi giustifica ampi interventi di sostegno alle banche, perché altrimenti anche banche sane potrebbero trovarsi in difficoltà nel concedere credito, con il risultato di provocare una grave recessione di tutta l’economia. La Commissione ritiene però di dovere prevenire fenomeni distorsivi della concorrenza, sia nei rapporti fra i diversi Stati membri (evitare che qualcuno di essi conceda aiuti più elevati rispetto a quelli di altri Stati), sia nei rapporti fra banche (evitare che le banche sane siano trattate allo stesso modo delle banche che si trovano in difficoltà per loro responsabilità). Occorre inoltre che le misure di aiuto adottate siano proporzionate e temporanee, sì da prefigurare un ritorno alla normalità del mercato. In tale contesto, la Commissione ha espresso una raccomandazione agli Stati perché gli apporti di capitale dati alle banche in difficoltà siano remunerati a tassi di mercato, che devono anche tenere conto del differente grado di rischio che può essere insito nelle diverse operazioni di intervento a sostegno. Occorre anche che le misure di aiuto prevedano possibilità di rapida uscita dello Stato dal capitale delle banche, nel momento in cui si ripresentino condizioni di normalità.

Tutta la vicenda della ricapitalizzazione delle banche da parte degli Stati membri (che in Italia ha dato luogo alla figura dei Tremonti-*bond*¹⁹) dimostra come il criterio dello “investitore privato” (che la Commissione ha sempre applicato per le partecipazioni pubbliche al capitale) sia stato largamente derogato, non solo per ciò che attiene all’assunzione del rischio, ma soprattutto per ciò che attiene al reperimento delle risorse utilizzate nelle operazioni di salvataggio, che solo l’esercizio del potere politico (e del relativo prelievo d’autorità sulla cittadinanza attraverso l’indebitamento pubblico) poteva realizzare. E’ come se le regole ordinarie di concorrenza, almeno per quanto riguarda gli aiuti pubblici, fossero state sostituite, per il settore bancario e finanziario, da regole speciali, molto più larghe in ordine all’ammissibilità di interventi statali diretti (cfr. Cera 2009).

Il problema è se questa specialità del regime degli aiuti pubblici nel settore bancario e finanziario sia un’eccezione alle regole, giustificata solo dalla situazione di emergenza (in questo senso, p.e., Olivieri – Pezzoli 2009), o se piuttosto sia un’esigenza di carattere generale, inquadrabile nelle misure ordinarie di regolazione prudenziale del settore.

¹⁷ COMM.CE, Comunicazione su *The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis*, in G.U.CC.EE., C 270 del 25 ottobre 2008.

¹⁸ COMM.CE, Comunicazione su *The recapitalisation of financial institutions in the current financial crisis: limitation of aid to the minimum necessary and safeguard against distortion of competition*, Bruxelles, 5 dicembre 2008 [C(2008) 8259].

¹⁹ Art. 12, d.l. 28 novembre 2008, n. 185, conv. con l. 28 gennaio 2009, n. 2.

Qualche argomento, a favore di quest'ultima soluzione, potrebbe essere ragionevolmente avanzato.

10. Passando, finalmente, alle norme di tutela diretta del consumatore, il dato normativo più interessante è che il legislatore comunitario ha statuito, nel considerando 9 della Dir. 29/2005/CE sulle pratiche commerciali sleali, che la protezione data al consumatore da questa direttiva costituisce, nel settore dei servizi finanziari, un minimo, che gli Stati membri possono superare al fine di realizzare tutele più avanzate a favore dei consumatori stessi.

Tali tutele più avanzate sono, in gran parte, già dettate in altre direttive comunitarie, come la direttiva MiFID (Dir. 39/2004/CE), che prevede – com'è noto – penetranti obblighi di informazione e di assistenza in capo agli intermediari finanziari che trattano con piccoli risparmiatori.

La tutela si è sostanzialmente indirizzata, piuttosto che sul terreno della libertà di scelta, su quello della tutela del consumatore contro il rischio dell'investimento. Anche se il contenuto dei doveri imposti all'intermediario continua ad avere come centro l'informazione, in realtà il cuore della disciplina si sposta tendenzialmente verso obblighi di consulenza e di assistenza verso il risparmiatore: si parla di *“generalizzazione del divieto in capo agli intermediari di procedere alla negoziazione... di prodotti finanziari tossici (o addirittura semplicemente illiquidi) con le conseguenti responsabilità dell'intermediario in caso di violazione”* (Rescigno 2009).

Interessa poco, in questa sede, valutare la disputa, che ha impegnato ingenti forze tra i giuristi positivi italiani negli ultimi dieci anni, in relazione ai rimedi civilistici applicabili in caso di violazione degli obblighi informativi e di assistenza da parte dell'intermediario.

Lo stato del diritto positivo è abbastanza chiaro (per una sintesi v., da ultimo, La Rocca 2009): la regola generale è quella per cui la violazione di tali obblighi comporta solo l'obbligo di risarcimento del danno in capo all'intermediario²⁰; però, nel caso dei contratti finanziari stipulati a distanza, l'art. 67-*septiesdecies*, comma 4, cod.cons., sancisce che il contratto è nullo, in caso di violazione degli obblighi di informativa precontrattuale, e che l'azione di nullità è relativa (cioè può essere esercitata solo dal consumatore). In questo secondo caso la tutela è facilitata dal meccanismo tecnico-giuridico della nullità e della conseguente restituzione. Ma non v'è dubbio che, sul piano economico, il rimedio risarcitorio funziona in modo sostanzialmente analogo.

²⁰ Cass., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725.

Questo spostamento dell'asse della tutela verso il ristoro patrimoniale, che sarà accentuato con la ormai prossima entrata in vigore della *class action*, è evidenziato dal collegamento con la deroga alla competenza dell'Autorità antitrust in materia di pratiche commerciali scorrette, su cui ci siamo già sopra soffermati (§ 8). Probabilmente in questa linea normativa vi è la conferma del fatto che, per i consumatori/risparmiatori, il problema principale non è quello di potere scegliere liberamente e consapevolmente un prodotto finanziario anziché un altro, bensì quello di potersi affidare quasi per intero ad un intermediario di fiducia, e poi avvalersi, se le cose vanno male, della tutela giudiziaria risarcitoria contro l'intermediario stesso.

Questo, però, non implica, a mio avviso, la necessità di condividere la soluzione dell'incompetenza dell'Autorità antitrust in materia di pratiche commerciali scorrette nei mercati finanziari, avallata dal noto parere del Consiglio di Stato²¹. Le stesse argomentazioni del giudice amministrativo lasciano trasparire una certa difficoltà di giustificazione della soluzione della piena specialità delle norme di settore, di fronte a testi normativi europei che attribuiscono alle norme generali in materia di pratiche commerciali scorrette, nei mercati finanziari, un ruolo di tutela *minima* del consumatore/risparmiatore. Mentre l'argomento del *ne bis in idem* è razionale, e conforme a principi garantistici, meno lo è l'affermazione secondo cui l'intera disciplina delle pratiche commerciali scorrette sarebbe inutile (e meriterebbe perciò di essere assorbita) di fronte alla disciplina speciale sugli obblighi di trasparenza e di informazione degli intermediari finanziari.

Resta anche difficilmente comprensibile, sul piano sistematico, la diversa soluzione che l'Autorità e i giudici amministrativi²² adottano con riferimento ad altri settori economici, in cui pur operano autorità di settore incaricate di applicare sanzioni in caso di violazione di norme poste a tutela del consumatore (telecomunicazioni, energia etc.). In questi altri campi non si tiene finora conto né della specialità delle norme del settore, né del principio del *ne bis in idem*.

Questa circostanza ha fatto sì che l'intervento dell'AGCM, interrotto con riferimento ai mercati finanziari in senso stretto, sia continuato con forza nel settore bancario (ove pur non mancano norme che pongono obblighi di trasparenza e di informazione a tutela dei consumatori²³). Tanto che, da dati ufficiali recenti, si segnala che il settore bancario/finanziario è al secondo posto (dopo quello delle telecomunicazioni) nel numero di provvedimenti di condanna irrogati dall'AGCM, e addirittura al primo posto per ammontare complessivo delle sanzioni irrogate²⁴.

²¹ V. *supra*, nt. 15.

²² V., per esempio, T.A.R. Lazio – Roma, sez. I, 15 giugno 2009, n. 5625.

²³ V. artt. 115 e ss. t.u.b. e (con riguardo alle sanzioni amministrative), artt. 128 e 144.3 t.u.b.

²⁴ I dati ad ottobre 2009 - tratti da CIARALLI 2009 - segnalano 45 provvedimenti nel settore bancario/finanziario (a fronte di 62 nel settore delle telecomunicazioni, e 60 nel settore dei servizi in generale, che però è molto eterogeneo), di cui ben 30 (su 58) ascritti alla categoria dei provvedimenti riguardanti

E' interessante anche osservare che, in relazione alle pratiche censurate, gli interventi sanzionatori dell'Autorità toccano tutti i campi di contatto dell'attività bancaria con il consumatore (cioè con la clientela diversa da quella *business*). Si va dal sottobosco delle offerte di microcredito personale²⁵, alla opacità delle informazioni in operazioni ordinarie di credito o di deposito²⁶ o in operazioni più sofisticate (p.e. mutui ipotecari con piani di accumulo *a latere*)²⁷, alle pratiche dilatorie opposte da diverse banche nelle operazioni di chiusura di rapporti²⁸, fino alle omissioni informative nell'offerta di servizi di pagamento innovativi²⁹.

Emerge da questa esperienza, oltre all'importanza del ruolo dell'Autorità antitrust a tutela diretta del consumatore, anche in settori coperti da regolazione amministrativa speciale, una sempre più marcata differenza fra i problemi di tutela del consumatore/risparmiatore di servizi bancari (anche di credito), che presentano marcate somiglianze con gli analoghi problemi che si pongono nella maggior parte dei mercati di beni e servizi di consumo, e i problemi che si pongono nel mercato dell'offerta di strumenti e prodotti finanziari in senso stretto, ove la protezione del consumatore si realizza – come si è già detto - più con la riduzione al minimo del rischio che non con la garanzia della massima libertà di scelta.

BIBLIOGRAFIA

- ARGENTATI, A. (2009) *Il principio di concorrenza e la regolazione amministrativa dei mercati* (Giappichelli, Torino)
- AUERBACH, P. (1988) *Concorrenza e mercato* (trad.it., McGraw-Hill, Milano, 1990)

pratiche con alto valore del prodotto. Le sanzioni irrogate ammontavano ad € 11.416.500 (a fronte di € 10.637.500 nel settore delle telecomunicazioni).

Diverse sanzioni contro imprese bancarie sono state però annullate dal giudice amministrativo, con decisioni che hanno suscitato forti critiche da parte delle associazioni dei consumatori (per informazioni v. LIBERTINI 2009).

²⁵ V., come più recenti: AGCM, provv. n. 20288 (PS 2518) del 10 settembre 2009, *Prestitel Financial Services*; provv. n. 20157 (PS 1185) del 29 luglio 2009, *Cosmofin – Ambiguità TAEG*.

²⁶ V., come più recenti: AGCM, provv. n. 20395 (PS 2082) del 15 ottobre 2009, *Finecobank – Pubblicità tasso di interesse*; AGCM, provv. n. 20130 (PS 2469) del 22 luglio 2009, *Credito cooperativo – Pagamento bollettino MAV* (procedimento conclusosi con l'accettazione dell'impegno, da parte della banca, a restituire ai clienti le somme riscosse per una commissione non chiaramente descritta nelle condizioni dell'operazione).

²⁷ Cfr. AGCM, provv. n. 19568 (PS 393) del 25 febbraio 2009, *Capital Money – Rendimento medio del 7%*.

²⁸ Cfr. AGCM, provv. n. 20232 (PS 1481) del 26 agosto 2009, *BNL – Cancellazione ipoteche*; AGCM, provv. n. 20186 (PS 1130) del 6 agosto 2009, *Intesa San Paolo – Cancellazione ipoteche*.

²⁹ Cfr. AGCM, provv. n. 20301 (PS 1904) del 16 settembre 2009, *CheBanca! – Spot televisivo*; AGCM, provv. n. 20268 (PS 2940) del 3 settembre 2009, *Ducato – Carta revolving mai richiesta*.

I provvedimenti di questo tipo sono particolarmente interessanti, perché hanno consentito all'Autorità di precisare lo standard del "consumatore medio", previsto dalla direttiva comunitaria, nel senso che questo non è in grado di comprendere, a prima vista, le differenze di costo e di condizioni delle diverse carte utilizzabili come mezzo di pagamento.

- AUERBACH, P. – SIDDIKI, J.U. (2004) *Financial liberalisation and Economic Development* (in *Journal of Economic Surveys*, 231)
- BIENAYME', A. (1998) *Principes de concurrence* (Economica, Paris)
- BLANCHARD, O. (2008) *The crisis : basic mechanisms and appropriate policies* (Massachusetts Institute of Technology – Department of Economics – Working Paper Series 09-01, Dec. 2008)
- BRAGANTINI, S. (2009) *Più concorrenza nella finanza dei giganti* (in *Corriere della sera*, 28 novembre, 12)
- BRANDBURGER, A.M. – NALEBUFF, B.J. (1997) *Co-opetition* (Profile Books, London)
- CARLETTI, E. – HARTMANN, P. (2003) *Competition and Stability: What's Special About Banking?* (in *Monetary History, Exchanges Rates and Financial Markets – Essays in honour of Ch. Goodhart*, ed. by P.Mizen, Elgar, Cheltenham)
- CAVAZZUTI, F. (2009) *Alcune conseguenze finanziarie delle "legal origins"* (in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 5)
- CERA, M. (2009) *La crisi finanziaria, le banche e l'intervento dello Stato fra leggi, ibridismi e prefetti* (in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 37)
- CIARALLI, E. (2009) *Protecting consumers in the Italian experience* (slides - ACE Workshop on Antitrust and Regulation – Milan, 8 October)
- COOPER, G. (2008) *The Origin of Financial Crises* (Vintage Books, New York)
- CSERES, K.J. (2005) *Competition Law and Consumer Protection* (Kluwer, The Hague)
- FIKENTSCHER, W. (2009) *Finanzkrise, Wettbewerb und Regulierung* (in *Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht – Internationaler Teil*, 635)
- GALGANO, F. (2005) *La globalizzazione nello specchio del diritto* (Il Mulino, Bologna)
- GARTEN, H.A. (1999) *The consumerization of financial regulation* (in *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, 287)
- GOODHART, C.A.E. (2009) *The Regulatory Response to the Financial Crisis* (Elgar, Cheltenham, UK)
- GRILLO, M. (2004) *La concorrenza sui mercati finanziari* (in *Banca Impresa e Società*, 431)
- IRTI, N. (1998) *L'ordine giuridico del mercato* (Laterza, Bari-Roma)
- KERBER, D. (2009) *Should competition law promote efficiency? Some reflections of an economist on the normative foundations of competition law* (in *Economic Theory and Competition Law*, ed. by J.Drexl, L.Idot, J.Monéger, Elgar, Cheltenham, UK, 93)
- LA ROCCA, G. (2009) *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche* (in *Rivista critica di diritto privato*, 107)
- LIBERTINI, M. (2010) *Concorrenza* (in *Enciclopedia del diritto – Annali*, Giuffrè, Milano) [in corso di pubblicazione]
- LIBERTINI, M. (2009) *Le prime decisioni dei giudici amministrativi in materia di pratiche commerciali scorrette* (in www.Federalismi.it; nonché in *Giurisprudenza Commerciale*, I [in corso di pubblicazione])
- LIBERTINI, M. (2008) *Il "private enforcement" e le sanzioni* (in *Concorrenza e mercato*, 15/2007, 356)
- LUCARELLI, P. (2005) *L'investitore nella rete. Rischio e opportunità* (Giappichelli, Torino)
- MERUSI, F. (2009) *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito* (in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 253)
- MINSKY, H.P. (1975) *Keynes e l'instabilità del capitalismo* (trad.it., Bollati Boringhieri, Torino, 1981)
- MIRONE, A. (2003) *Standardizzazione dei contratti bancari e tutela della concorrenza* (Giappichelli, Torino)

- MORERA, U. (2009) *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato* (in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 77)
- MOTTA, M. (2004) *Competition Policy. Theory and Practice* (Cambridge University Press, Cambridge)
- OLIVIERI, G. – PEZZOLI, A. (2009) *L'antitrust e le sirene della crisi* (in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 115)
- PARCU, P.L. (2009) *Tutela dei risparmiatori: meno spazio per l'Antitrust* (in *Consumatori, Diritti e Mercato*, 80)
- PERITZ, R. (2001) *Competition Policy in America – History, Rhetoric, Law* (revised edition, Oxford University Press)
- POSNER, R.A. (2009) *A Failure of Capitalism* (Harvard University Press)
- RAJAN, R.G. – ZINGALES, L. (2004) *Salvare il capitalismo dai capitalisti* (trad.it., Einaudi, Torino)
- RESCIGNO, M. (2009) *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini* (in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 145)
- ROMANO, R. (2002) *The advantage of competitive federalism for securities regulation* (AEI Press, Washington)
- ROSSI, G. (1999) *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario* (in *Rivista delle società*, 1305)
- ROSSI, G. (2009) *Crisi del capitalismo e nuove regole* (in *Rivista delle società*, 929)
- ROTONDO, G. (2004) *Il controllo antitrust nel mercato finanziario* (E.S.I., Napoli)
- ROUBINI, N. (2009) *Le meravigliose bolle di sapone Carry Trade* (ne *IL Sole/24 Ore*, 3 novembre)
- TOMASI, M. (2002) *La concurrence dans les marchés financiers. Aspects juridiques* (L.G.D.J., Paris)
- VANBERG, V.J. (2001) *The Constitution of Markets. Foundations of the Market Economy* (Routledge, London)
- VELLA, F. (2009) *Il rischio: questo sconosciuto* (in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 161)