

Shall the big boys play by their own rules?
Mercato all'ingrosso e regole di comportamento

Andrea Perrone

SOMMARIO: 1. *Prudential regulation* e tutela dell'investitore nel dibattito successivo alla crisi. - 2. I limiti dell'approccio di *market discipline* - 3. La normativa di trasparenza e il problema del paradigma teorico di riferimento. - 4. *Product regulation*? - 5. Regole di comportamento e disciplina della responsabilità civile. - 6. Alcune possibili obiezioni. Replica. - 7. Scelte di *policy* e disciplina vigente.

1. Pur nella diversità di opinioni sulle cause remote, per diffuso consenso la recente crisi finanziaria costituisce l'esito di un'eccessiva assunzione di rischio da parte degli intermediari¹. Del tutto ragionevole, pertanto, che il dibattito scientifico e le proposte di riforma concentrino la propria attenzione su strategie normative di carattere prudenziale. Per sua natura, la *prudential regulation* opera in via preventiva, impiegando norme con un elevato grado di dettaglio e, per conseguenza, un più basso costo di

¹ Nella letteratura accademica, per tutti, R. RAJAN - D. DIAMOND, *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies*, February 2009, in www.ssrn.com, 4 s.; O. BLANCHARD, *The Crisis: Basic Mechanism, and Appropriate Policies*, April 2009, 8; J. COFFEE, *Enhancing Investor Protection and The Regulation of Securities Markets*, March 2009, in www.ssrn.com, 16 ss.; in sede istituzionale, SUMMIT ON FINANCIAL MARKETS AND THE WORLD ECONOMY (d'ora in poi, "G-20"), *Declaration*, Washington, November 15, 2008, in www.g20.org, n. 3; THE HIGH LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU (d'ora in poi, "DE LAROSIÈRE GROUP"), *Report*, February 2009, in www.ec.europa.eu, 10; CONGRESSIONAL OVERSIGHT PANEL, *Special Report on Regulatory Reform*, January 2009, in www.sec.gov, 24. Tra le cause remote della crisi finanziaria individuate con maggiore frequenza: (1) a livello macro-economico, il rilevante squilibrio tra Paesi in *deficit* e Paesi in *surplus* e la politica monetaria della *Federal Reserve* statunitense [per un'ottima illustrazione, rispettivamente FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, March 2009, in www.fsa.gov.uk, 11 ss.; e J. TAYLOR, *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, January 2009, in www.ssrn.com, 2 ss.]; (2) a livello micro-economico, le pratiche di remunerazione del *top management* degli intermediari finanziari (ad es., GROUP OF THIRTY, *Financial Reform. A Framework for Financial Stability*, January 2009, in www.group30.org, 13); (3) a livello regolamentare, lacune e insufficienze di disciplina (con molta acutezza, F. BRUNI, *Do We Understand It? Forbidden Questions on the Financial Crisis*, in www.ssrn.com, 13 ss.) o, per converso, fenomeni di *moral hazard* conseguenti alle garanzie esplicite o implicite di stabilità degli intermediari (ad es., J. THOMAS, *Problems at Freddie Mac and Fannie Mae: too big to fail?*, www.ssrn.com, 14).

*enforcement*². Di qui la sua particolare desiderabilità per una miglior gestione dei rischi connessi all'attività di intermediazione: ora nelle forme, pur discusse, di istituti tradizionali come il capitale sociale³ o la separazione tra banche commerciali e banche di investimento⁴; ora mediante strutture di *corporate governance* come la remunerazione degli amministratori⁵; ora, infine, alla stregua di nuove architetture di vigilanza, secondo un'impostazione comune alle politiche di riforma promosse da Unione Europea e Stati Uniti⁶.

L'analisi della cause prossime del recente *financial meltdown* sembra, però, dimostrare un ulteriore fattore, normalmente poco considerato nella discussione del problema. I prodotti finanziari identificati come fonte del rischio assunto in misura eccessiva dagli intermediari (= in particolare, le *collateralized debt obligations* e i *credit derivatives swaps*) sono stati collocati e negoziati al di fuori della disciplina speciale di protezione approntata dal diritto speciale dei mercati finanziari⁷, secondo una scelta normativa che tradizionalmente considera non efficiente estenderne le disposizioni a situazioni connotate dalla esclusiva presenza di investitori

² L. KAPLOW, *Rules v. Standards: An Economic Analysis*, 42 *Duke L.J.* (1992), 573; K. SULLIVAN, *The Justice of Rules and Standards*, in 106 *Harv. L. Rev.* (1992), 63; I. EHRLICH - R. POSNER, *An Economic Analysis of Legal Rulemaking*, in 3 *J. Legal Stud.* (1974), 265.

³ Ricorrente in sede istituzionale [per tutti, G-20, *Leaders' Statement*, Pittsburg, 24-25 September 2009, in www.g20.org, n. 13; DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, June 2009, in www.financialstability.gov, 24 ss.; DE LAROSIÈRE GROUP, (nt. 1), 16 s. e 19], l'impostazione è, invece, contestata in letteratura e nelle discussioni di *policy*: per tutti, rispettivamente, A. KASHYAP - R. RAJAN - J. STEIN, *Rethinking Capital Regulation*, August 2008, in www.kansascityfed.org, 23 ss.; M. BRUNNERMEIER ET AL., *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Preliminary Draft, January 2009, in www.voxeu.org, 23 ss. e 60; GROUP OF THIRTY, (nt. 1), 43.

⁴ I. WALTER, *The New Case for Functional Separation in Wholesale Financial Services*, July 2009, in ssrn.com, spec. 20 ss.; P. DE GRAUWE, *The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies*, November 2008, in www.ceps.eu; in senso contrario, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, (nt. 1), 93 ss. e, sia pure in modo indiretto, CONGRESSIONAL OVERSIGHT PANEL, (nt. 1), 58 s.

⁵ In sede istituzionale, con la cautela derivante dalla delicatezza politica del tema FINANCIAL STABILITY FORUM, *FSF Principles for Sound Compensation Practices*, April 2009, in www.financialstabilityboard.org; G-20, (nt. 3), n. 13; nella vasta letteratura accademica, per tutti L. BEBCHUK - H. SPAMANN, *Regulating Bankers' Pay*, June 2009, in www.ssrn.com.

⁶ Nell'Unione Europea, COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Vigilanza finanziaria europea*, Comunicazione COM (2009), 252 definitivo, in www.ec-europa.eu; negli Stati Uniti, DEPARTMENT OF THE TREASURY, (nt. 3), 19 ss.

⁷ J. BETHEL - A. FERREL - G. HU, *Legal and Economic Issues in Litigation Arising from the 2007-2008 Credit Crisis*, in www.ssrn.org, November 2008, 35; C. FORD, *Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis*, December 2009, in www.ssrn.com, 21.

professionali, come tali capaci di «cavarsela da soli»⁸ all'interno di dinamiche negoziali destinate a esaurirsi tra le parti del contratto. Tali giustificazioni, tuttavia, sono state poste in discussione dalla realtà della crisi. L'uso euristico dei *ratings* per la valutazione di prodotti finanziari dall'elevato grado di complessità⁹ e il comportamento gregario, indotto dalla volontà di rispondere strategicamente alle scelte dei propri concorrenti¹⁰, sono tra gli indicatori più evidenti della possibilità che anche operatori sofisticati siano soggetti ai limiti cognitivi normalmente predicati degli investitori al dettaglio¹¹. Mentre la crescente interconnessione dei segmenti di mercato e le conseguenti implicazioni in termini di rischio sistemico contestano, in radice, la tradizionale concezione del mercato all'ingrosso come il luogo dove lasciare che «*the 'big boys' play entirely by their own rules*»¹².

Sotto un più marcato profilo di *policy*, le recenti vicende sembrano, ulteriormente, sollecitare un ripensamento della sostanziale irresponsabilità che il vigente regime del mercato all'ingrosso finisce per determinare nei rapporti tra controparti professionali. Se, per un verso, non pare dubbio un

⁸ La classica espressione di *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119, 1125 (1953) sintetizza l'approccio comune alle scelte del legislatore europeo e statunitense: per tutti, con riferimento alla disciplina del *private placement* di cui all'art. 3, par. 2, lett. a), Direttiva 2003/71/CE e alla diversificazione nelle regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento previsti dalla Direttiva 2004/39/CE (d'ora in poi, "MiFID"), N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, 2008, rispettivamente 139 e 595; negli Stati Uniti, J. MARKHAM, *Protecting the Institutional Investor - Jungle Predator or Shorn Lamb?*, in 12 *Yale J. Regulation* (1995), 357; con specifico riferimento al regime introdotto dalla *Rule 144A*, W. SJOSTROM, *The Birth of Rule 144A Equity Offering*, in 56 *UCLA L. Rev.* (2008), 413 ss.

⁹ Significativamente confermata dal CEO di Goldman Sachs (L. BLANKFEIN, *Do Not Destroy the Essential Catalyst of Risk*, in *Financial Times*, February 9, 2009, 7), l'osservazione è ricorrente in letteratura: E. AVGOULEAS, *What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond*, March 2009, in *www.ssrn.com*, 15 s.; B. QUINN, *The Failure of Private Ordering and the Financial Crisis of 2008*, March 2009, in *www.ssrn.com*, 28 ss.; e R. MENDALES, *Collateralized Explosive Devices: Why Securities Regulation Failed to Prevent the CDO Meltdown, and How to Fix it*, 2008, in *www.ssrn*, 2.

¹⁰ Con riguardo all'eccessiva assunzione di rischio al fine di aumentare le misure osservabili di *performance*, RAJAN - D. DIAMOND, (nt. 1), 5; analogamente, con specifico riferimento alla competizione tra le banche d'affari, J. COFFEE, (nt. 1), 29; più in generale, in sede istituzionale, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, (nt. 1), 40 ss.

¹¹ L'osservazione non è, peraltro, del tutto nuova: sul punto v. già D. LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and Sophisticated Customers*, in 84 *Cal. L. Rev.* (1996), 634 ss., e, più di recente, R. PRENTICE, *Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for Its Future*, in 51 *Duke L.J.* (2002), 1450 ss.

¹² S. OMAROVA, *The New Crisis for The New Century: Some Observations on the "Big Picture" Lessons of the Global Financial Crisis of 2008*, in 13 *N.C. Banking Inst.* (2009), 161; ma v. già, con molta acutezza, H. GARTEN, *The Consumerization of Financial Regulation*, in 77 *Wash. U. L. Q.* (1999), 304 ss.

rapporto di proporzionalità diretta tra assenza di responsabilità ed eccessiva assunzione di rischio, in termini più generali è lo stesso paradigma di efficienza, invocato come fondamento della scelta normativa, a non potersi dare per scontato. Come riconosciuto da più parti, «*the idea that standard cost benefit analysis is a value-free, 'scientific' mode of analysis is false*»: implicando, di contro, specifiche scelte distributive e valoriali¹³, che occorre esplicitare nella decisione sulla soluzione giuridica da adottare¹⁴.

2. La crisi del modello propugnato nella stagione di *deregulation* appena conclusa lascia intendere, in modo sufficientemente chiaro, la possibile inadeguatezza di una strategia normativa che affidi la regolazione del mercato all'ingrosso soltanto alla *market discipline* e al diritto comune dei contratti. Pur nella consapevolezza delle imperfezioni cui è soggetto l'intervento del diritto¹⁵, lo «*state of shocked disbelief*»¹⁶, manifestato da uno dei principali fautori dell'approccio che affida al solo interesse egoistico degli intermediari il buon funzionamento del mercato, è l'emblema più espressivo della necessità di andare oltre il paradigma della “mano invisibile”.

Né persuade, in senso contrario, il tradizionale argomento che identifica nella regolamentazione un ostacolo agli effetti positivi

¹³ E. ZAMIR - B. MEDINA, *Law, Morality, and Economics: Integrating Moral Constraints with Economic Analysis of Law*, in 96 *Calif. L. Rev.* (2008), 380, da cui la citazione nel testo; sul punto, v. anche M. DORFF, *Why Welfare Depends on Fairness: A Reply to Kaplow and Shavell*, 75 *S. Cal. L. Rev.* (2002), 863 ss.; D. HAUSMAN - M. MCPHERSON, *Economic Analysis and Moral Philosophy*, Cambridge, 1996, 209 ss.

¹⁴ G. CALABRESI, *The Pointlessness of Pareto: Carrying Coase Further*, 100 *Yale L. J.* (1991), 1228; per un'ottima discussione di carattere generale, J. SINGER, *Normative Methods for Lawyers*, in 56 *UCLA L. Rev.* (2009), 899 ss.

¹⁵ Per una sintetica discussione del *regulatory failure* che ha caratterizzato la recente crisi, J. COFFEE, (nt. 1), 15 ss.; in termini di maggiore analiticità, N. POSER, *Why the SEC Failed: Regulators Against Regulation*, in 3 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.* (2009), 289 ss.; L. STOUT, *How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them can Prevent Another*, 2009, in www.ssrn.com; T. CANOVA, *Financial Market Failure as a Crisis in the Rule of Law: From Market Fundamentalism to a New Keynesian Regulatory Model*, in 3 *Harv. L. & Pol'y Rev.* (2009), 384 ss.; con riferimento all'attuale contesto di riforme, L. ENRIQUES, *Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Reregulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View*, in 30 *U. Pa. J. Int'l L.* (2009), 1148 s.

¹⁶ A. GREENSPAN, *Testimony*, in COMMITTEE OF GOVERNMENT OVERSIGHT AND REFORM, *The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators*, Washington, October 23, 2008, in <http://oversight.house.gov>, 3: «chi di noi ha considerato l'interesse egoistico degli intermediari come strumento di protezione dell'investimento degli azionisti sino in uno stato di sconcertata incredulità. La vigilanza della controparte contrattuale è un pilastro centrale dell'equilibrio dei nostri mercati finanziari. Se viene meno, come è accaduto quest'anno, è minata la stabilità del mercato».

dell'innovazione finanziaria¹⁷, di cui il mercato all'ingrosso è certamente il contesto più proprio¹⁸. Di sicuro l'intervento del diritto genera costi di *compliance* e *legal risk*, che occorre considerare nell'adozione di qualsiasi strategia normativa¹⁹. Nel contempo, gli esiti disastrosi della crisi e l'autorevole constatazione che talune forme di innovazione finanziaria presentano benefici di efficienza allocativa ridotti, quando non addirittura nulli, «piuttosto incrementando i margini aggregati di intermediazione»²⁰, lasciano, tuttavia, intendere il possibile carattere ideologico e l'opzione distributiva che a un'applicazione rigida di tale impostazione possono essere sottesi²¹.

3. Se, dunque, pare ragionevole discutere un intervento *ad hoc* del diritto nei rapporti contrattuali tra intermediari, è subito da rilevare come le obiezioni appena sollevate nei confronti del modello di *deregulation* siano in gran parte riferibili anche a una strategia normativa orientata a regole speciali di trasparenza.

Ricorrente in molte delle proposte di riforma avanzate in sede istituzionale²² e nelle prese di posizione dell'industria finanziaria²³, il

¹⁷ Per tutti, J. MACEY, *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A case Study of the SEC at Sixty*, in 15 *Cardozo L. Rev.* (1994), 926, e, significativamente, H. PITT, *Bringing Financial Services Regulation into the Twenty-First Century*, in 25 *Yale J. on Reg.* (2008), 319; analogamente, con riguardo alla proposta di trasferire su un mercato regolamentato i *credit derivatives* negoziati *over the counter*, R. STULZ, *Credit Default Swaps and the Credit Crisis*, September 2009, in www.ssrn.com, 29 ss.

¹⁸ H. HU, *Wholesale Derivatives, Retail Mutual Funds, and the Matter of Asset Class*, in 84 *Geo. L. J.* (1996), 2379.

¹⁹ Nel senso che «una crisi finanziaria appare essere una condizione necessaria, ma non sufficiente, per l'adozione di una regolamentazione del mercato», R. ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 *Yale L.J.* (2005), 1594.

²⁰ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, (nt. 1), 109; sul punto v. anche J. COVAL - J. JUREK - E. STAFFORD, *The Economics of Structured Finance*, 2008, in www.ssrn.com.

²¹ Con riferimento alla decisione di non disciplinare i derivati *over the counter* conclusi tra controparti qualificate sancita dal *Commodity Futures Modernization Act of 2000*, H.R. 5660, 106th Cong. (2000), B. QUINN, (nt. 9), 15 ss.; più in generale, sottolineando come la politica di *deregulation* dei mercati finanziari dimostri «il suo favore per l'interesse dei produttori a spese dei consumatori», E. TURGEON, *Boom and Bust for Whom? The Economic Philosophy Behind the 2008 Financial Crisis*, in 4 *Va. L. & Bus. Rev.* (2009), 176; analogamente C. PITELIS, *Market and Non-market Hierarchies: Theory of Institutional Failure*, Oxford, 1991, 4.

²² G-20, (nt. 1), n. 9; IOSCO'S TECHNICAL COMMITTEE, *Unregulated Financial Markets and Products. Final Report*, September, 2009, in www.iosco.org, 19 ss.; FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, April 2008, in www.financialstabilityboard.org, 30 ss.

²³ GLOBAL JOINT INITIATIVE, *Restoring Confidence in the Securitization Markets*, December 2008, in www.sifma.org, 13 s. e 43 ss., sulla cui scorta, EUROPEAN SECURITISATION FORUM, *RMBS Issuer Principles for Transparency and Disclosure*, December 2008, in www.europeansecuritisation.com; AMERICAN SECURITISATION FORUM,

richiamo a una *enhanced disclosure* è del tutto condivisibile per il contributo che apporta in termini di informazione e, soprattutto, per i vincoli di credibilità²⁴ che ne possono conseguire. Assai più discutibile è, di contro, l' idoneità della trasparenza a fronte di prodotti finanziari complessi²⁵ e in un contesto di rilevanti pressioni competitive²⁶, potendosi più radicalmente osservare come sia lo stesso modello teorico che ne costituisce il fondamento a mostrare rilevanti limiti di struttura.

L' enfasi sulla *disclosure* è un diretto portato dell' approccio economico neoclassico. In un mercato concepito come il luogo dell' interazione tra agenti economici *self interested utility maximizers*, perfettamente capaci di operare l' analisi costi benefici e coerenti nel proprio comportamento con le risultanze di tale valutazione²⁷, l' intervento normativo ha come solo scopo la rimozione delle asimmetrie informative che impediscono l' efficiente svolgimento del mercato a concorrenza perfetta²⁸. Pur non mancando di realismo e certamente consentendo un' utile semplificazione, una simile impostazione risulta, tuttavia, poco convincente

RMBS Disclosure and Reporting Packages. Final Release, July 2009, in www.americansecuritization.com.

²⁴ IOSCO'S TECHNICAL COMMITTEE, (nt. 22), 19; in generale, E. ROCK, *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, in 23 *Cardozo L. Rev.* (2002), p. 675 ss., spec. 684 ss.; E. WEISS., *Disclosure and Corporate Accountability*, 34 *Bus. Law.* (1979), 575 ss.

²⁵ S. SCHWARCZ, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, in 2008 *Utah L. Rev.*, 1113 s., sottolineando, in particolare, gli elevati costi di elaborazione delle informazioni ricevute e il conflitto di interesse «tra i singoli dipendenti e l' istituzione per cui lavorano»: essendo più agevole prendere la «scorciatoia» del giudizio reso dalla società di *rating*, anziché «impiegare tempo e fatica ... per comprendere completamente le centinaia di pagine di *disclosure* relativa a ogni investimento»; S. OMAROVA - A. FEIBELMAN, *Risks, Rules, and Institutions: A Process for Reforming Financial Regulation*, in 39 *U. Mem. L. Rev.* (2009), 919. Analoghe considerazioni sono svolte anche da *policy papers* predisposti dall' industria finanziaria: COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT POLICY GROUP III (d' ora in poi, «CRMPG III»), *Containing Systemic Risk: The Road to Reform*, August 2008, in www.crmgroup.org, 53.

²⁶ Per l' espresso riconoscimento che «*in some ways ... market pressures may have played positively harmful roles*», FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, (nt. 1), 45; analogamente, E. AVGOULEAS, *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform*, August 2009, in www.ssrn.com, 16 ss.; sul punto v. anche *supra*, nota 10.

²⁷ La più «*muscular*» (J. HIRSHLEIFER, *The Expanding Domain of Economics*, in 75 *Am. Econ. Rev.* (1985), 53) formulazione del modello si deve, come noto, a G. BECKER, *The Economic Approach to Human Behaviour*, Chicago, 1976, 14.

²⁸ Per tutti A. OGUS, *Regulation. Legal Form and Economic Theory*, Oxford, 1994, 23 s., 41, 121 ss.; nello stesso senso l' approccio classico della *securities regulation* statunitense: tra molti, J. SELIGMAN, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Boston, 1982, p. 39 ss.; L. LOWENSTEIN, *Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage You Measure*, in 96 *Colum. L. Rev.* (1998), 1342 ss. e, a livello istituzionale, T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*⁵, St. Paul, 2005, 242.

nella misura in cui trascura la possibile rilevanza sistemica dei limiti cognitivi dei partecipanti al mercato e le molteplici dinamiche della libertà morale dell'individuo²⁹. Affermare che nel loro complesso la condotta degli agenti economici e le dinamiche di mercato sono destinate a operare in modo univoco appare - più precisamente - un postulato affetto da determinismo. Ben conosciuti dagli studi di economia del comportamento³⁰ e dalla riflessione filosofica³¹, tali limiti sono stati esemplificati in modo eclatante nelle cause prossime della crisi finanziaria: le scelte degli investitori istituzionali con riguardo ai prodotti della finanza strutturata³², i pervasivi conflitti di interesse che hanno caratterizzato le politiche gestionali degli intermediari³³, il comportamento delle società di *rating*³⁴ costituiscono alcuni degli esempi più evidenti. Né possono trascurarsi le implicazioni distributive del modello neoclassico. Come è stato acutamente osservato³⁵, le asimmetrie che caratterizzano il mercato riguardano non solo le informazioni, ma anche - e in modo altrettanto rilevante - la distribuzione del potere contrattuale. Sicché, anche da questa prospettiva, una mera strategia di trasparenza presenta aspetti di rilevante insufficienza.

4. L'urgenza di superare il tradizionale paradigma della *disclosure* non sembra, tuttavia, giustificare un completo ribaltamento di prospettiva, capace di giungere sino a una regolamentazione incentrata sul prodotto

²⁹ Il rilievo è risalente: in generale, A. LEFF, *Economic Analysis of Law: Some Realism about Nominalism*, in 60 *Va. L. Rev.* (1974), 451 ss.; R. ELLICKSON, *Bringing Culture and Human Frailty to Rational Actors*, in 65 *Chi. -Kent L. Rev.* (1989), 23 ss.; con specifico riferimento alla disciplina di trasparenza, più di recente, S. RIPKEN, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, in 58 *Baylor L. Rev.* (2006), 156 ss.

³⁰ Il riferimento è, naturalmente, alla raccolta di R. KAHNEMAN - P. SLOVIC - A. TVESKY, *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge, 1982, e, per altro verso, ad A. SEN, *Rational Fools: A Critique of the Behavioral Foundations of Economic Theory*, 6 *Phil. & Pub. Aff.* (1976), 317.

³¹ P. KOSLOWSKI, *Principles of Ethical Economy*, Dordrecht, 2001, 169 ss.; più recentemente R. COLOMBO, *Exposing the Myth of Homo Economicus*, in 32 *Harv. J. L. Law & Pub. Pol'y* (2009), 737 ss., e gli interventi raccolti in P. ZAK (ed.), *Moral Markets*, Princeton, 2008.

³² *Supra* nt. 9 e testo corrispondente.

³³ Nel senso che la bolla speculativa della finanza strutturata collegata ai mutui *subprime* è una «*supply driven bubble*», cagionata sia dai *loan originators* che dalle banche di investimento, in alcuni casi integrate verticalmente con le società mutuanti, «così da poter acquistare un portafoglio di mutui ben in anticipo rispetto alla cartolarizzazione attesa», J. COFFEE, (nt. 1), 6 ss. e 29, sulla base dell'analisi empirica di A. MIAN - A. SUFI, *The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis*, May 2008, in www.ssrn.com; per analoghe osservazioni B. QUINN, (nt. 9), 51 s.

³⁴ Il rilievo è assai diffuso: per tutti, J. COFFEE, (nt. 1), 10 ss.; DE LAROSIÈRE GROUP, (nt. 1), 9; S. ROUSSEAU, *Regulating Rating Agencies after the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability*, July 2009, in www.ssrn.com, 21 ss., spec. 24 ss.

³⁵ F. DENOZZA, *Law and Power in a World with No Transaction Costs: An Essay on the Legitimizing Function of the Coasian Narrative*, March 2009, in www.ssrn.com, 39.

finanziario. Pur essendo del tutto condivisibile, per le ragioni appena discusse, un superamento della posizione che considera *a priori* inappropriata una *product regulation* e altrettanto rigidamente reputa il mercato superiore al legislatore nel valutare l'utilità di un prodotto³⁶, due obiezioni sembrano, infatti, opporsi all'utilizzo di una simile approccio nel mercato all'ingrosso.

Al di là dei possibili limiti connessi all'eventuale cattura del regolatore e al rischio di *rent seeking*³⁷, un'effettiva disciplina del prodotto pare, anzitutto, necessariamente scontare l'assenza di spazi per arbitraggi regolamentari³⁸. Senza una disciplina uniforme a livello internazionale - della cui possibilità sembra attualmente lecito dubitare - la migrazione delle operazioni vietate o ristrette verso ordinamenti più permissivi rischia, infatti, di frustrare, in tutto o in parte, gli obiettivi perseguiti con la *product regulation*. Per altro verso, una normativa appropriata, capace di prevenire comportamenti pregiudizievoli senza eliminare gli effetti positivi di un determinato prodotto finanziario, dal punto di vista tecnico può essere assai difficile da realizzare. Come dimostra il recente dibattito sui *credit derivatives*³⁹ e sulle vendite allo scoperto⁴⁰, in molte situazioni le soluzioni draconiane risultano largamente imperfette. Di qui, con ogni probabilità, la preferibilità di un intervento incentrato sugli effetti, nelle forme della disciplina prudenziale o delle regole di comportamento.

5. Diversamente da quanto accade per la disciplina di trasparenza e per la *product regulation*, il tema delle regole di comportamento nel mercato all'ingrosso è appena sfiorato dalla discussione sulle riforme. Soprattutto nei principi elaborati in sede istituzionale, non mancano, per la verità, riferimenti a «*investor protection*», «*fair dealing*» e «*business*

³⁶ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, (nt. 1), 106 ss., spec. 110; nella medesima direzione, ma con specifico riferimento al mercato al dettaglio, O. BAR GILL - E. WARREN, *Making Credit Safer*, 157 *U. Penn. L. Rev.* (2008), 1 ss., p. 23 e 98 ss.; L. WILLIS, *Against Financial-Literacy Education*, 94 *Iowa L. Rev.* (2008), 267 ss.

³⁷ Al riguardo, rispettivamente, J. STIGLITZ, *Regulation and Failure*, in D. MOSS - J. CISTERNINO (eds.), *New Perspectives on Regulation*, Cambridge, 2009, 18 s., e R. ROMANO, *A Comment on Information Overload, Cognitive Illusions, and Their Implications for Public Policy*, in 9 *S. Cal. L. Rev.* (1986), 320 s.

³⁸ Per uno spunto in questo senso, S. SCHWARCZ, (nt. 25), 1118.

³⁹ Per una sintesi delle discussioni sull'eventuale divieto di stipulare *credit derivatives* in assenza di un "rischio assicurabile" e, quindi, con finalità meramente speculative, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, (nt. 1), 109 s.; sul punto v. anche H. SHADAB, *Guilty by Association? Regulating Credit Default Swaps*, August 2009, spec. 44 ss.

⁴⁰ Per tutti IOSCO'S TECHNICAL COMMITTEE, *Regulation of Short Selling*. Final Report, June 2009, in www.iosco.org, spec. 7 ss.; nel nostro ordinamento, CONSOB, *Position Paper in tema di short selling*, Maggio 2009, in www.consob.it.

conduct rules»⁴¹: nondimeno, tali indicazioni sono declinate con esclusivo riferimento alla protezione da accordare agli investitori *retail* e alla disciplina dello *short selling*⁴².

La disciplina dei rapporti tra soggetti professionali trova, piuttosto, considerazione nel differente contesto dell'analisi di *prudential regulation* dedicata ai prodotti cartolarizzati e ai *credit derivatives*⁴³: dove, tuttavia, le raccomandazioni che concludono l'indagine colgono solo in parte la potenziale portata di un intervento sulle regole di comportamento. Certamente l'indicazione di ripensare «i criteri per la valutazione di adeguatezza e la definizione di investitore sofisticato»⁴⁴ o di adottare un comportamento trasparente che arrivi a «discutere i termini fondamentali di un'operazione complessa prima della sua esecuzione»⁴⁵, segnano, infatti, il superamento della meccanica equiparazione tra operatore professionale e assenza di regole per la protezione dell'investitore, con la conseguente riduzione degli spazi per eventuali comportamenti opportunistici degli intermediari⁴⁶. Nondimeno, tali raccomandazioni non sembrano cogliere appieno una delle lezioni pur chiaramente emergente dalla crisi: la necessità di predisporre misure che impediscano a chi beneficia di un'operazione finanziaria di scaricare i relativi costi sulla controparte e sul mercato.

Accanto a soluzioni intermedie tra disciplina prudenziale e regole di comportamento⁴⁷, le strategie normative per conseguire un simile esito

⁴¹ Rispettivamente, G-20, (nt. 1), 3; DEPARTMENT OF THE TREASURY, (nt. 3), *passim*, spec. 15 s. e 70 ss.; G-20, *Action Plan to Implement Principles for Reform*, Washington, November 15, 2008, in www.g20.org, 4.

⁴² Rispettivamente DEPARTMENT OF THE TREASURY, (nt. 3), *passim*, spec. 70 ss.; G-20, *Progress Report on the Immediate Actions of the Washington Action Plan*, 14 March 2009, in www.g20.org, 7, n. 31.

⁴³ IOSCO'S TECHNICAL COMMITTEE, (nt. 22), 22 ss.; a livello di *policy analysis* dell'industria finanziaria, CRMPG III, (nt. 25), 53 ss.

⁴⁴ IOSCO'S TECHNICAL COMMITTEE, (nt. 22), 26; con riferimento alla definizione degli *standard of sophistication*, CRMPG III, (nt. 25), 57 ss.

⁴⁵ CRMPG III, (nt. 25), 63.

⁴⁶ Nel nostro ordinamento tale possibilità è ben illustrata dal diffuso utilizzo, nel vigore dell'art. 31, co. 2, Regolamento Consob, 1 luglio 1998, n. 11522, della dichiarazione scritta del legale rappresentante sul possesso di «una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari» per attribuire a una società o persona giuridica lo *status* di «operatore qualificato» e in tal modo escludere l'applicazione della gran parte delle norme a tutela dell'investitore: sul punto, per tutti, V. CHIONNA, *L'accertamento della natura di "operatore qualificato" del mercato finanziario rispetto a una società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, 38 ss., spec. 45; anche con riferimento ai recenti orientamenti giurisprudenziali, C. MOTTI, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti finanziari derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.*, 2008, 1167 ss. cui *adde* Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *Danno e resp.*, 2009, 1067.

⁴⁷ Per una discussione di *corporate governance* specificamente orientata a prevenire i comportamenti opportunistici dei *secondary managers*, S. SCHWARCZ, *Conflicts and Financial Collapse: The Problem of Secondary-Management Agency Costs*, in 26 *Yale J. on Regulation* (2009), 457 ss., secondo una prospettiva che, tuttavia, rimane problematica

possono compendiarsi in un duplice approccio: un intervento *ex ante*, realizzato secondo regole di adeguatezza che impongano al contraente in posizione di superiorità informativa di valutare gli effetti dell'operazione per la controparte; ovvero, un rimedio *ex post*, che consenta di sindacare l'operazione secondo *standards* di diligenza e correttezza, impiegando il giudizio di responsabilità per addossare a chi ne trae beneficio il costo che altri debbano sopportare per la sua attività⁴⁸. Scontando la necessità di individuare il soggetto in posizione di superiorità informativa e di configurare *fiduciary duties* nei confronti della controparte, una simile impostazione risulta certamente più immediata nella disciplina del rapporto tra l'intermediario e l'investitore *retail*, piuttosto che in quella del mercato all'ingrosso. Come storicamente dimostrato dalle risalenti proposte parlamentari statunitensi di introdurre un generale requisito di adeguatezza nel mercato dei derivati negoziati *over the counter*⁴⁹, la diversità dei contesti non pare, tuttavia, tale da precludere il ricorso a un regime di responsabilità civile fondato su stringenti regole di comportamento: anche nel *wholesale market* sono, infatti, identificabili asimmetrie informative in favore del contraente sulla *sell-side* o nel ruolo di responsabile del collocamento⁵⁰, così da rendere ragionevole un controllo di adeguatezza da parte di quest'ultimo

quando si considera che le misure di *governance* sono state «*one of the most important failure of the present crisis*»: così DE LAROSIÈRE GROUP, (nt. 1), 29; analogamente, N. HOWSON, *When "Good" Corporate Governance Makes "Bad" Financial Firms: The Global Crisis and the Limits of Private Law*, in 108 *Mich. L. Rev. First Impressions* (2009), 44 ss.

⁴⁸ In generale, per tutti R. COOTER - T. ULEN, *Law and Economics*⁴, Boston, 2004, p. 310, nonché, naturalmente, G. CALABRESI, *The Cost of Accidents. A Legal and Economic Analysis*, New Haven, 1970, p. 144 ss., e P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961, *passim*, ma spec. p. 34 ss.

⁴⁹ H.R. 4503, 103d Cong. (1994), esplicitamente imponendo alle autorità di vigilanza la predisposizione regole di comportamento capaci di assicurare che «un intermediario non raccomandandi o intraprenda attività in derivati che, sulla base delle informazioni disponibili, sa o ha ragione di credere siano inadeguati per il cliente»: sul punto G. GOLDMAN, *Crafting a Suitability Requirement for the Sale of Over-the-Counter Derivatives: Should Regulators "Punish the Wall Street Hounds of Greed"?*, in 95 *Colum. L. Rev.* (1995), 1145 s.; W. GIBSON, *Investors, Look Before You Leap: The Suitability Doctrine Is Not Suitable for OTC Derivatives Dealers*, in 29 *Loy. U. Chi. L. J.* (1998), 530; la proposta venne reiterata nella successiva legislatura: H.R. 20, 104th Cong., 1st Sess. (1995) e H.R. 31, 104th Cong., 1st Sess. (1995), su cui J. FREDERICK, *Not Just for Widows & Orphans Anymore: The Inadequacy of the Current Suitability Rules for the Derivatives Market*, in 64 *Fordham L. Rev.* (1995), 133 s.

⁵⁰ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, 2002, 523; N. POSER, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors*, in 2001 *B.Y.U. L. Rev.*, 1507 ss.; ma v. già D. LANGEVOORT, (nt. 11), 667 ss., e J. MARKHAM, (nt. 8), 359 s. Icasticamente nel senso che «*investor sophistication, as that term is generally used, may in fact be a myth*», S. ROOT, *Suitability - The Sophisticated Investor - and Modern Portfolio Management*, in 1991 *Colum. Bus. L. Rev.*, 355

a beneficio della parte meno informata⁵¹; mentre l'esclusione di un obbligo di diligenza e correttezza nei rapporti tra operatori professionali non sembra trovare giustificazione diversa da una mera scelta politica, soprattutto quando si consideri il grave rischio sistemico proprio di un mercato assai interconnesso nei suoi diversi segmenti e fortemente vulnerabile al panico⁵².

Oltre che capace di rispondere a un'istanza di *corrective justice* nei rapporti tra le parti⁵³, il ricorso a regole di responsabilità si presenta ragionevole anche in una prospettiva di *public policy*. Sotto un primo profilo, l'intermediario chiamato al controllo di adeguatezza è il soggetto nella posizione migliore per valutare la rischiosità dell'operazione: nell'espressione classica di Guido Calabresi⁵⁴, questi risulta, pertanto, il *cheapest cost avoider*, al quale è efficiente addossare il risarcimento del danno cagionato dall'operazione, secondo una scelta normativa che comporta l'ulteriore effetto di prevenire condotte dirette a proporre intenzionalmente (o con colpa grave) investimenti non adeguati alla controparte⁵⁵. Da un diverso angolo visuale, poi, un'attuazione della disciplina affidata a un organo giurisdizionale riduce il rischio di cattura del regolatore, che la crisi ha dimostrato essere particolarmente acuto proprio con riguardo al mercato all'ingrosso⁵⁶: un meccanismo di *private enforcement* diversifica, infatti, l'allocazione del potere di intervento nelle dinamiche del mercato finanziario, con la conseguenza di aumentare il costo (e diminuire la probabilità) di scelte normative influenzate da gruppi di interesse. Né, da ultimo, è da trascurare la capacità delle norme giuridiche di influire sulla "cultura" degli agenti economici⁵⁷, potendosi ragionevolmente

⁵¹ N. POSER, (nt. 50), 1570 ss.; J. FREDERICK, (nt. 49), 138 s.; G. GOLDMAN, (nt. 49), 1145 s.; S. ROOT, (nt. 50), 289.

⁵² Per quest'ultima notazione, ampiamente confermata dal momento più acuto della crisi finanziaria, H. GARTEN, (nt. 12), 306.

⁵³ Per tutti J. COLEMAN, *Risks and Wrongs*, Cambridge-New York, 1992, *passim*, spec. 374 ss.; nella letteratura europea continentale J. MERTENS, *Vor §§ 823-853*, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch. Schuldrecht - Besonderer Teil III*, München, 1997, Rdn. 41 ss., 1414 ss.; H. KÖTZ, *Ziele des Haftungsrechts*, in *Festschrift für Ernst Steindorff*, Berlin-New York, 1990, 643 ss.; in Italia G. ALPA - M. BESSONE - V. ZENO ZENCOVICH, *I fatti illeciti*, in *Tratt. dir. priv.*², XIV, Torino, 1995, 26 ss.; G. PONZANELLI, *La responsabilità civile. Profili di diritto comparato*, Bologna, 1992, 174.

⁵⁴ G. CALABRESI, (nt. 48), 135 ss.; sul punto v. anche S. SHAVELL, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Cambridge Mass., 2004, 189 s.

⁵⁵ N. POSER, (nt. 50), 1570.

⁵⁶ Ai riferimenti indicati *supra*, nt. 15 *adde*, in una prospettiva storica, W. GIBSON, (nt. 48), 530 s.; G. GOLDMAN, (nt. 49), 1146.

⁵⁷ In generale, per tutti C. SUNSTEIN, *Preferences and Politics*, in *20 Phil. & Pub. Aff.* (1991), 3 ss.; J. BALKIN, *Ideology as Constraint*, in *43 Stan. L. Rev.* (1991), 1133; G. CALABRESI, *Ideals, Beliefs, Attitudes, and the Law*, Syracuse, 1985, 84, secondo un'impostazione che, nella versione propria della tradizione aristotelico-tomista (*Eth. Nicom.*, II, 1103b; *Summa Theol.* I, II, q. 95, a. 1), assegna al diritto la funzione "educativa" di «trasformare le passioni, sicché i comportamenti attraverso cui esse ricevono espressione

ritenere che una sanzione risarcitoria per violazione della regola di adeguatezza o di obblighi di diligenza e correttezza favorisca il rispetto dell'integrità del mercato ben più che un'opposta situazione di irresponsabilità⁵⁸.

6. L'impostazione così prospettata non va esente da possibili obiezioni. Le regole di protezione sono, infatti, esposte, come tali, a un duplice ordine di inconvenienti: *ex ante*, il costo di *compliance* per il contraente che ne è gravato⁵⁹; ed *ex post* il comportamento opportunistico da parte del soggetto protetto, foriero di ulteriori costi connessi a un possibile eccesso di litigiosità⁶⁰, soprattutto qualora la probabilità di errore o di precomprensioni da parte del giudicante sia significativamente elevata⁶¹. In termini più generali, strategie giuridiche orientate alla protezione di una controparte contrattuale, in deroga al principio dell'autonomia privata, potrebbero essere censurate di paternalismo⁶², come tale strutturalmente inefficiente in un contesto di libero mercato⁶³.

Pur sollecitando il necessario affinamento di un possibile ricorso alle regole di comportamento, tali obiezioni non sembrano, tuttavia, giustificare l'abbandono. Per un verso, se certamente i costi di *compliance* e derivanti dal *legal risk* sono destinati ad essere scaricati sul prezzo dell'operazione negoziata con la controparte protetta⁶⁴, proprio un simile meccanismo può

siano virtù» (A. MACINTYRE, *Natural law as subversive: the case of Aquinas*, in *Ethics and Politics*, II, Cambridge, 2006, 63).

⁵⁸ Per analoghe considerazioni S. RAMIREZ, *The Professional Obligations of Securities Brokers under Federal Law: An Antidote for Bubbles?*, in 70 *U. Cin. L. Rev.* (2002), 527 ss.

⁵⁹ W. GIBSON, (nt. 49), 572 s. e 578; analogamente, D. SIENKO, *The Aftermath of Derivatives Losses: Can Sophisticated Investors Invoke the Suitability Doctrine Against Dealers under Current Law?*, in 8 *DePaul Bus. L. J.* (1995), 130; nel medesimo senso la posizione dell'industria finanziaria: INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, *Hearing on the Derivatives Safety and Soundness Supervision Act of 1994*, H.R. 4503, 103d Cong. (1994), 139.

⁶⁰ W. GREENOUGH, *The Limits of the Suitability Doctrine in Commodity Futures Trading*, in 47 *Bus. Law.* (1992), 1007 s.; J. ROSENTHAL, *Incorporation May not Mean Sophistication: Should There Be a Suitability Requirement for Banks Selling Derivatives to Corporations?*, in 71 *Chi.-Kent L. Rev.* (1996), 1266; paventa il rischio di «*frivolous litigation*» INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, (nt. 59), 139.

⁶¹ W. GREENOUGH, (nt. 60), 1006.

⁶² Il riconoscimento del carattere paternalistico della regola di adeguatezza è pacifico: per tutti, N. MOLONEY, *Large-Scale Reform of Investor Protection Regulation: The European Union Experience*, in 4 *MqJBL* (2007), 165; J. MARKHAM, (nt. 8), 369; R. CLARK, *The Soundness of Financial Intermediaries*, in 86 *Yale L. J.* (1976), 19 s.

⁶³ Per tutti, R. POSNER, *Economic Analysis of Law*⁴, Boston, 1992, 76; più di recente, E. GLAESER, *Paternalism and Psychology*, in 73 *U. Chi. L. Rev.* (2006), 133 ss., secondo un'impostazione epistemologica che risale, come noto, a J. S. MILL, *On Liberty*, 1859, ristampa a cura di J. Gray, Oxford, 2008, 84 s.

⁶⁴ J. ROSENTHAL, (nt. 60), 1262; più in generale, pur nelle opposte opzioni di *policy*, D. LLEWELLYN, *Regulation of Retail Investment Services*, in 15 *Econ. Affairs* (1995), 15; G. BENSTON, *Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals*, London, 1998,

risolversi in un vantaggio competitivo per il soggetto più “virtuoso”: poiché il rispetto rigoroso delle regole di comportamento diminuisce il rischio legale, a parità di condizioni il prezzo offerto sul mercato può risultare più ridotto e, quindi, maggiormente competitivo. Né mancano strumenti giuridici per contenere i comportamenti opportunistici del soggetto protetto, in particolare rilevando: il ricorso alle regole sul concorso di colpa, tipicamente configurabile in un contesto di operatori professionali⁶⁵; e, sotto un diverso profilo, la possibilità di assegnare la controversia a un procedimento arbitrale, secondo una prassi che coniuga la specializzazione del giudicante con le dinamiche reputazionali proprie di uno specifico contesto di mercato⁶⁶. Non persuasiva, infine, pare la censura argomentata dal carattere paternalistico della soluzione. Se, in una prospettiva generale, la tradizionale considerazione del paternalismo come fonte di inefficienze appare abbondantemente superata⁶⁷, con specifico riferimento alla crisi di fiducia che connota l’attuale momento del mercato finanziario una disciplina fortemente marcata in senso protettivo può favorire un recupero di reputazione da parte degli intermediari, contrastando, in questo modo, eventuali dinamiche di selezione avversa⁶⁸.

7. La discussione sino a ora svolta a livello di *policy* trova nel diritto vigente negli Stati Uniti e in Europa un riscontro “asimmetrico”.

Negli Stati Uniti, infatti, né l’offerta limitata a «*qualified institutional buyers*» gode delle tutele per l’investitore dalla disciplina generale delle *Secc. 11 e 12(a)(2) Securities Act*, né alle operazioni tra soggetti professionali trova puntuale applicazione una regola di adeguatezza, in particolare con riguardo a contratti derivati conclusi tra

61; R. CRASWELL, *Passing On the Cost of Legal Rules: Efficiency and Distribution in Buyer-Seller Relationships*, in 43 *Stanford L. Rev.* (1991), 361 ss.

⁶⁵ Per una declinazione delle regola di perizia nel caso di investimenti in operazioni di finanza strutturata, IOSCO’S TECHNICAL COMMITTEE, *Good Practices in Relation to Investment Managers’ Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments. Final Report*, July 2009, in www.iosco.org; in termini generali, per l’efficienza del ricorso al concorso di colpa R. COOTER - T. ULEN, (nt. 46), 328 ss.; T. MICELL, *The Economic Approach to Law*, Stanford, 2004, 46 ss.; da ultimo, A. PORAT, *A Comparative Law Defense in Contract Law*, in 107 *Mich. L. Rev.* (2009), 1397 ss., spec. 1411 ss.

⁶⁶ Sul punto, B. BONDI, *Securities Arbitrations Involving Mortgage-Backed Securities and Collateralized Mortgage Obligations: Suitable for Unsuitability Claims?*, in 14 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* (2009), 268 ss.

⁶⁷ Per tutti, E. ZAMIR, *The Efficiency of Paternalism*, 84 *Va. L. Rev.* (1998), 229 ss.; R. THALER - C. SUNSTEIN, *Libertarian Paternalism*, in 93 *Am. Econ. Rev.* (2003), 175 ss.; C. CAMERER ET AL., *Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for “Asymmetric Paternalism”*, in 151 *U. Pa. L. Rev.* (2003), 1211 ss.

⁶⁸ In generale, sulla capacità della *substantive regulation* di favorire la fiducia degli investitori, S. RIPKEN, (nt. 29), 194 s.; R. PRENTICE, *Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for Its Future*, 51 *Duke L. J.* (2002), 1500 s.

«*eligible contract participants*»⁶⁹. Diversa, invece, la situazione nella disciplina comunitaria dei servizi di investimento, dove la circostanza fattuale che al collocamento o alla negoziazione in proprio di prodotti finanziari sofisticati si accompagni, di regola, un momento di raccomandazione personalizzata, comporta l'applicazione della disciplina propria della consulenza (art. 19, par. 4, MiFID) e, pertanto, la rilevanza della regola di adeguatezza (art. 35 Direttiva 2006/73/CE), sia pure limitata, ricorrendo un investitore professionale, alla verifica della congruenza tra l'operazione e gli obiettivi di investimento della controparte (art. 35, par. 2, Direttiva 2006/73/CE)⁷⁰.

La conseguente possibilità di un arbitraggio regolamentare pone, pertanto, la questione di un'armonizzazione delle discipline. Anche su tale terreno si misurerà l'impegno assunto in sede internazionale per un'azione diretta a far sì che «le autorità nazionali di vigilanza implementino coerentemente *global standards* in modo da assicurare un *level playing field* e ed evitare la frammentazione dei mercati, il protezionismo e l'arbitraggio regolamentare»⁷¹.

⁶⁹ Rispettivamente *Rule 144A* e *Sec. 105(b) Commodity Futures Modernization Act*, H.R. 5660, 106th Cong. (2000); sull'incerta applicabilità della regola di *suitability* nel caso di operazioni con investitori sofisticati, da ultimo N. POSER, (nt. 48), 1527 ss., spec. 1569; R. REINSCH - J. REICH - N. BALSARA, *Trust Your Broker?: Suitability, Modern Portfolio Theory, and Expert Witness*, in 17 *St. Thomas L. Rev.* (2004), 178 ss.

⁷⁰ Sul punto, per tutti N. MOLONEY, (nt. 8), 614 ss., spec. 616.

⁷¹ G-20, (nt. 3), n.12.