

XVII CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO
COMMERCIALE"

*"IL DIRITTO COMMERCIALE NELLA PROSPETTIVA EUROPEA: FRA
OVERREGULATION E DEREGULATION, NORME IMPERATIVE ED AUTONOMIA
PRIVATA, ARMONIZZAZIONE E FLESSIBILITÀ"*

Roma, 27-28 febbraio 2026

FRANCESCO DENOZZA

PROFESSORE EMERITO - UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI MILANO

**Meglio chiedere scusa che permesso? Regolazione e diritto privato
regolatorio nei mercati finanziari.**

SOMMARIO: 1. Diritto privato relazionale, diritto privato regolatorio, regolazione.
- 2. Diritto privato, regolazione e mercati: le peculiarità dei prodotti finanziari. - 3.
Razionalità individuale e razionalità collettiva nei mercati finanziari. - 4. La protezione dei
consumatori di prodotti finanziari. - 5. I rischi e il sistema. - 6. Il rationale della
regolazione: spunti per un ripensamento critico generale.

1. *Diritto privato relazionale, diritto privato regolatorio, regolazione.*

Conveniamo di chiamare diritto privato relazionale l'insieme delle norme che disciplinano rapporti intercorrenti tra soggetti privati con la finalità di ottimizzare la riuscita dell'interazione e tenendo esclusivamente conto della relazione tra i due soggetti coinvolti.

Chiamiamo, invece, diritto privato regolatorio ¹ l'insieme delle norme che disciplinano anch'esse rapporti tra soggetti privati, e che tengono però conto non solo della riuscita dell'interazione, in rapporto alle posizioni delle parti coinvolte, ma anche di altri obiettivi, come l'efficienza, l'equità, la giustizia distributiva, o più contingenti finalità politiche (l'ampliamento dei mercati, la loro conformazione secondo certe modalità considerate migliori di altre, ecc.).

Chiamiamo, infine, regolazione l'insieme delle norme che disciplinano comportamenti di soggetti privati in funzione del perseguimento di obiettivi di interesse generale e che affidano ad autorità pubbliche il compito di sorvegliare i comportamenti dei privati in questione e di sanzionarli nei casi in cui i loro comportamenti si discostino da quelli previsti dalle norme.

¹ Sulla svolta c.d. regolatoria di una parte del diritto privato, v. ad es., H.COLLINS, *Regulating Contracts*, OUP, 1999; H.MICKLITZ, *The Visible Hand of European Regulatory Private Law. The Transformation of European Private Law from Autonomy to Functionalism, Competition and Regulation*, EUI LAW, 2008/14; M.HESSELINK, *Contract theory and EU contract law*, *Research Handbook on EU Consumer and Contract Law*, Edward Elgar Publishing, 2016; O.CHEREDNYCHENKO, *Rediscovering the public/private divide in EU private law*, *European Law Journal*, 2020, 27; HEDLEY, *Private Law Theory: The State of the Art* (September 5, 2021), SSRN: [3917777](https://ssrn.com/abstract=3917777). Nella dottrina italiana, v G.BELLANTUONO, *Contract law and regulation*, in *Comparative Contract Law*, Edward Elgar Publishing, 2017,111; A.ZOPPINI, *Diritto privato generale, diritto speciale, diritto regolatorio*, *Ars interpretandi*, 2021, 37; R.NATOLI, *Il diritto privato regolatorio*, *Rivista della regolazione dei mercati*, 2020, 134; C. ATTANASIO, *Profili ricostruttivi del diritto privato regolatorio*, ESI, Napoli, 2022, ed ivi altre citazioni.

Queste definizioni, e le distinzioni che esse evocano, sono ben lontane dall'essere pacificamente condivise. Credo tuttavia che al fine del discorso che andremo a svolgere possano rappresentare un riferimento sufficiente. Ciò premesso, alla luce della schematica tripartizione delineata, si può indicare l'oggetto del presente lavoro nell'esame di alcune delle ragioni che possono rendere preferibile il ricorso all'una o all'altra categoria di norme, in particolare che possono indurre a ricorrere al diritto privato regolatorio, che tendenzialmente punisce le violazioni *ex post*, quando esse provocano un danno (e in questo senso si può metaforicamente dire che costringe gli autori delle violazioni a chiedere scusa), o alla regolazione (che tendenzialmente cerca di prevenire il danno accordando preventivi permessi per i comportamenti conformi alle norme e cercando, per il resto, di scoprire e sanzionare in anticipo i comportamenti non conformi).

L'alternativa tra le due prospettive è ovviamente generale e spesso evoca una contrapposizione tra costi materiali: i costi inerenti al mantenimento di un apparato regolatorio (regolazione), confrontati con quelli inerenti alle procedure che devono assicurare il ristoro dei danni ingiusti eventualmente subiti da alcuni (diritto privato regolatorio).

E' però nei dibattiti relativi alla disciplina delle attività che possono presentare un importante intreccio di rischi e di potenzialità innovative, che l'alternativa tra diritto privato regolatorio e regolazione diventa più impegnativa e radicale ². Con riferimento ad attività di questo tipo, che si collocano in ambiti dominati in genere dall'incertezza e dalla difficoltà di

² In effetti la frase "it's better to beg forgiveness than ask permission" è attribuita a Travis Kalanick, il fondatore di Uber cfr. CIOFFI, John W.; KENNEY, Martin F.; ZYSMAN, John. Platform power and regulatory politics: Polanyi for the twenty-first century. *New Political Economy*, 2022, 27.5: 820-836.

fare attendibili previsioni, la scelta tra l'una e l'altra alternativa comporta una importante diversità di conseguenze e finisce per essere espressione di visioni e filosofie addirittura contrapposte.

In effetti, il ricorso alla regolazione implica la definizione *ex ante* dei comportamenti che possono considerarsi autorizzati e di quelli che sono invece vietati. In tal modo è possibile prevenire molti danni, ma si corre il rischio di includere tra i comportamenti vietati anche iniziative il cui sviluppo potrebbe condurre a soluzioni innovative ed efficienti.

Gli interventi nello spirito del diritto privato regolatorio tendono invece ad affidare la scelta tra il correre, o il non correre, certi rischi, direttamente ai privati potenzialmente responsabili per gli eventuali danni che la loro attività potrà creare. Questa possibilità di scelta si pensa possa lasciare i potenziali danneggiati liberi di intraprendere le azioni da cui potrebbero derivare benefici per loro, e per l'intera la società, e scoraggiare perciò solo le azioni che hanno maggiori probabilità di produrre più danni che vantaggi.

Ovviamente la scelta di questa prospettiva ha un prezzo, in quanto la maggiore libertà di iniziativa dei potenziali danneggiati è assicurata al costo, da una parte, di una maggiore esposizione al rischio dei potenziali danneggiati, e, dall'altra, della possibilità che il danno che non si è impedito di arrecare non venga di fatto risarcito o sia addirittura, per sua natura, irrisarcibile.

Volendo sintetizzare al massimo il principale elemento di contrapposizione tra le due prospettive, potremmo dire che la filosofia che ispira il diritto privato regolatorio fa maggiore affidamento sulla razionalità individuale dei vari soggetti interessati, ed assegna alla razionalità collettiva del legislatore il solo compito di assicurare che le scelte avvengano in contesti, e in connessione ad incentivi, che non siano in qualche modo distorti e che

non siano comunque tali da impedire o alterare i calcoli razionali degli agenti privati.

La filosofia che ispira la regolazione affida invece maggiori compiti alla razionalità collettiva e lascia meno spazio alla razionalità individuale.

Qui non sarà ovviamente possibile un esame approfondito del problema posto nei termini generali che ho appena enunciato. Mi limiterò a qualche riflessione con riferimento ad alcuni aspetti della disciplina dei mercati finanziari e a qualche osservazione generale che queste riflessioni possono suggerire.

2- Diritto privato, regolazione e mercati: le peculiarità dei prodotti finanziari.

Prima di esaminare l'alternativa tra ricorso alla regolazione e ricorso al diritto privato regolatorio, è utile interrogarsi anzitutto sulle ragioni che possono imporre l'abbandono di una prospettiva relazionale e l'adozione, invece, di una prospettiva regolatoria.

In via generale la mia opinione, che qui non posso compiutamente dimostrare, è che il diritto privato tradizionale, ispirato dall'obiettivo di ottimizzare le relazioni interindividuali, è stato costruito immaginando una società caratterizzata da tendenziale uguaglianza tra i suoi membri, reciproca indipendenza e assenza di esternalità, presenza di meccanismi sistemici equilibratori. Questa essendo la realtà da disciplinare, l'impegno del diritto privato è quello di implementare valori come autonomia, giustizia commutativa, neutralità (il legislatore non impone ai privati la sua concezione di ciò che è buono; fissa i limiti, e definisce le procedure, nel cui rispetto ciascun privato può perseguire la propria concezione del buono).

La costante crescita di posizioni di potere privato, e soprattutto la loro legittimazione avvenuta nel corso della seconda metà del secolo scorso, ha incrinato ognuno dei presupposti (uguaglianza, indipendenza, tendenziale equilibrio) indicati ed ha reso improponibile una immagine della realtà

sociale attualmente regolata anche solo lontanamente paragonabile a quella di un tempo³.

Ciò vale in generale. Nei mercati finanziari sono presenti alcune peculiarità che occorre più diffusamente illustrare.

Cercherò di illustrare queste peculiarità partendo dall'analisi della natura dei prodotti che circolano su questi mercati.

Questo modo di procedere è diffuso. Tutte le principali trattazioni del tema (della regolazione dei mercati finanziari) si occupano (con maggiore o minore enfasi) della natura dei prodotti finanziari per sottolinearne, o negarne, la dissomiglianza con i prodotti non finanziari e in particolare con i beni di consumo. Ciò che viene in genere sottolineata è la peculiare complessità dei prodotti finanziari la cui qualità è spesso molto difficile da accertare al momento dell'acquisto, cosa che induce gli autori più sistematicamente attenti a cercare di inquadrarne le caratteristiche qualitative nella classica tripartizione tra *search*, *experience* e *credence*.⁴

L'osservazione da cui vorrei partire qui è molto più radicale e riguarda un fattore che valorizza una contrapposizione tra prodotti finanziari e beni di consumo molto più netta di quelle cui ho fatto or ora riferimento.

Il punto è che i prodotti finanziari sono beni che non hanno un valore d'uso, distinto dal valore di scambio. La loro utilità deriva esclusivamente dal reddito che possono produrre e dalla possibilità di rivenderli con profitto⁵.

³ Ho sviluppato queste tesi in vari lavori e da ultimo in F.DENOZZA, *Il potere economico nel diritto privato relazionale e regolatorio*, Giappichelli, Torino, 2025, in via di pubblicazione.

⁴ V. ad es., D. LLEWELLYN, *The economic rationale for financial regulation*. London: Financial Services Authority, 1999, 34 ss.

⁵ Ovviamente non si tratta di una caratteristica *ontologica* dei beni in questione, ma dell'orientamento prevalente tra coloro che li scambiano. Anche beni di consumo possono essere scambiati con intenti speculativi, mentre strumenti finanziari, come le azioni, possono essere scambiate con l'intento di utilizzare i beni della società che le ha emesse. V.

In un certo senso, parlare di consumatori di prodotti finanziari è addirittura improprio, visto che i prodotti finanziari non sono suscettibili di essere goduti e consumati. L'acquirente consumatore non persegue un fine diverso da quello dell'acquirente speculatore: entrambi comprano il prodotto per realizzare un guadagno.

La seconda peculiarità, connessa alla prima, riguarda il funzionamento dei meccanismi che dovrebbero garantire la tendenza all'equilibrio.

La formazione dei prezzi dei prodotti finanziari non è infatti ancorata ad un insieme dato di ordinate preferenze che riflettono diversi bisogni (reali o percepiti) ⁶ e che, insieme ai costi del prodotto, determinano il punto di equilibrio tra domanda ed offerta. La formazione dei prezzi dipende, nei mercati finanziari, molto meno dalla varietà delle preferenze, e molto più dalla diversità delle opinioni ⁷ in ordine a quali saranno i possibili futuri rendimenti e le possibili future rivalutazioni (o svalutazioni) dei vari prodotti ⁸.

in argomento R.PRETCHER, W. PARKER, *The financial/economy dichotomy in social behavioral dynamics: The social perspective*, *Journal of Behavioral Finance*, 2007,94.

⁶ Come notato dall'allora presidente dell'FSA, A. TURNER, *The Momentum For Reform Must Be Maintained*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation, September 28, 2009, l'industria finanziaria, sganciata dal legame con effettivi bisogni, <<... has an ability to generate unnecessary demand for its own services...>> e di creare in conseguenza volatilità ed instabilità.

⁷ In teoria, come sottolinea una parte della dottrina, se tutti avessero le stesse opinioni, i prodotti finanziari non verrebbero scambiati (D.DRIESEN, *Legal theory lessons from the financial crisis*, *J. Corp. L.*, 2014, 81; R. NIGAM, *Behavioral mediators of financial decision making—a state-of-art literature review*, *Review of Behavioral Finance*, 2018, 4) come accade invece per prodotti che soddisfano differenti bisogni, che ben possono circolare anche tra soggetti che hanno identiche opinioni sul loro valore.

⁸ La controversa teoria che va sotto il nome di *efficient market hypothesis* (su cui v., tra i più recenti, R. NUNES, *The Efficient Market Hypothesis as an Extension of Neoclassical Theory*:

Tutto ciò altera il funzionamento del meccanismo equilibratore della domanda e dell'offerta ⁹ e produce il caratteristico, e ben noto, fenomeno per cui in certe fasi (la formazione delle bolle) l'aumento di prezzo non fa diminuire la domanda del prodotto, perché è diffusa l'opinione che il prezzo salirà ancora, mentre in altre fasi (quando la bolla è in rottura) per quanto si diminuisca il prezzo di un prodotto, non si riesce a trovare acquirenti, perché tutti pensano che il prezzo scenderà ulteriormente¹⁰.

A Theoretical and Empirical Critique, Journal of Economics, Finance and Accounting Studies, 2025, 117; L. XIN, K. XIN, Is the Market Truly in a Random Walk? Searching for the efficient market hypothesis with an AI assistant economist, Theoretical Economics Letters, 2025, 895; K. ANIL, et al., Testing the Weak Form Efficient Market Hypothesis: An Interpretive Study of Market Efficiency Via Literary Logic and Evidence, Journal of Global Economics, Management and Business Research, 2025,26) cerca di ancorare i prezzi, invece che al costo marginale (v. NUNES, cit. 118), alle informazioni disponibili, che si presumono essere totalmente riflesse nei prezzi di mercato. Ciò peraltro non implica che i prezzi siano necessariamente "corretti", ma solo che sono in grado di incorporare immediatamente ogni nuova informazione (R. CHERMONAS, I.HUDSON, *The profit doctrine*, Pluto press, 2017, 134). Il problema principale sollevato nel testo, non riguarda però la circolazione delle informazioni (che pure nei mercati reali può essere altamente perturbata), ma l' irrealismo delle varie assunzioni che vengono compiute in ordine alla razionalità e omogeneità delle aspettative; alla misurabilità delle probabilità, e quindi all' assenza di incertezza assoluta; al fatto che gli investitori abbiano, come aggregato, opinioni mediamente corrette; al fatto che la nuova informazione sia interpretata da tutti allo stesso modo, ecc. (cfr. H.VOGEL, *Financial market bubbles and crashes: features, causes, and effects*. Springer, 2018,280; A.LO, *Efficient markets hypothesis, The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, London, 2018, 3543; N.DUBOIS, *Assumptions, Applications and Implications of Modern Economic Analysis in Comprehending Neo-Classical Economics, Social Science Chronicle, 2022, 12)* .

⁹ S.ROSS, *The Interrelations of Finance and Economics: Theoretical Perspectives, American Economic Review, 1987, 30*: in finanza: <<The forces of supply and demand have no meaning...>>; R. PRETCHER, W. PARKER, *supra*, nt.33, :<< In financial markets, demand generally rises as prices rise and vice versa ...>>; S.OMAROVA, *New tech v. new deal: Fintech as a systemic phenomenon, Yale J. on Reg., 2019, 761*.

¹⁰ Sulle bolle e sulla loro natura (razionale e/o irrazionale) v., tra i più recenti, E. JOUINI, *Dancing to the Wrong Tune: How Rational Myopia, Belief Heterogeneity, and Adjustment Costs*

La terza peculiarità è che per i prodotti finanziari non si può presupporre l'esistenza di quella reciproca indipendenza delle scelte dei vari soggetti, e di quella tendenziale indifferenza per le scelte altrui, che può essere ipotizzata con riferimento ai beni di consumo. Mentre con riferimento a beni come le pere o le mele ciascun soggetto considera irrilevanti le scelte degli altri e può restare indifferente al loro contenuto ¹¹, nel caso dei prodotti finanziari la situazione è radicalmente diversa.

Lo è, anzitutto, dal punto di vista generale, in quanto questi prodotti si collocano al crocevia tra risparmi ed investimenti ed il fatto che i risparmi degli altri vengano indirizzati verso investimenti immeritevoli, o che comunque si riveleranno fonte di perdite e di sprechi, non è un fatto privato le cui conseguenze riguardano solo gli autori dell'investimento e i danni patrimoniali che potranno subire, ma è un fatto di rilevanza pubblica che riguarda l'intera collettività.

Shape Financial Bubbles, 2025, SSRN, [5297570](#); P.BEISNER, F. RIEDEL, *Belief-neutral efficiency in financial markets*. Center for Mathematical Economics Working Papers, 2025; H.CAO, et al., *Bubbles Under Heterogeneous Beliefs Without Short-Sales Constraints*, 2024, SSRN, [4758550](#); BURS, *A model of cycles and bubbles under heterogeneous beliefs in financial markets*, *Cogent Economics & Finance*, 2023, 2; A.SIMSEK, *The macroeconomics of financial speculation*, *Annual Review of Economics*, 2021, 335.

Dal punto di vista giuridico resta fondamentale il lavoro di L.STOUT, *Are stock markets costly casinos-disagreement, market failure, and securities regulation*, *Va. L. Rev.*, 1995, 611.

¹¹ In realtà l'interdipendenza esiste anche qui, in quanto resta pur sempre ovvio che la possibilità di soddisfare la mia preferenza per il bene X dipende dal suo prezzo, che a sua volta dipende dalla domanda complessiva per X, da quella per W, suo succedaneo, da quella per Y, fattore della produzione di X, da quella per Z, possibile complemento di X, ecc. Si tratta delle c.d. esternalità pecuniarie (gli atti di un soggetto che influenzano il benessere di altri soggetti non in via diretta, ma attraverso le modificazioni nei prezzi che gli atti stessi producono). Queste esternalità sono spesso considerate irrilevanti, in quanto non creano inefficienze nel mercato. In argomento v. E. MISHAN, *The Postwar Literature on Externalities: An Interpretative Essay*, *Journal of Economic Literature*, 1971, 1.

A ciò va aggiunta la complessa interconnessione che esiste tra i prodotti finanziari, sia con riferimento alla interdipendenza tra i prezzi¹², sia con riferimento alla possibile reciproca influenza delle scelte dei vari soggetti.

Vale anche qui il contrasto con quanto accade normalmente nei mercati della maggior parte dei beni di consumo. Mentre l'andamento del prezzo delle pere incide sul prezzo delle mele solo molto indirettamente e solo in certe condizioni (v. nt. 11), l'andamento del prezzo di un tipo di prodotti finanziari può avere effetti praticamente immediati sul prezzo di un altro tipo di prodotti.¹³ Da un altro punto di vista, mentre la preferenza di un soggetto per la pere non è in genere alterata dal fatto che molti altri preferiscano le mele, nel caso dei prodotti finanziari le scelte di un soggetto ben possono essere influenzate dalle scelte che sono compiute da altri soggetti¹⁴.

Un ultimo aspetto, legato non alla struttura dei prodotti finanziari, ma al contingente contesto in cui avviene oggi la loro circolazione, riguarda infine la volontarietà dell'ingresso sui relativi mercati e della conseguente accettazione dei relativi rischi. Non è difficile rendersi conto che alcune circostanze inerenti al contesto economico generale, come, ad es., lo

¹² L'intelligenza artificiale di Google, interrogata con riferimento alla ricerca " financial product prices interdependence" ci spiega che " Financial product prices are highly interdependent, driven by shared **macroeconomic factors** (like interest rates and inflation), **investor sentiment**, and direct functional relationships between different asset classes (e.g., how derivatives are priced based on their underlying assets)".

¹³ L' I.A. citata alla nota precedente ci ricorda che " If the stock market is volatile, investors might move money into safer assets like government bonds, increasing demand for bonds and thus affecting their prices (and yields)."

¹⁴ Ricorrendo alla stessa fonte delle note precedenti, " During periods of market stress or crisis, "contagion" can occur, where a sharp price drop in one market triggers panic and selling in unrelated markets, often due to shared investor psychology, herding behavior, or incomplete information".

smantellamento dei sistemi pensionistici, o la normalizzazione dell'inflazione, hanno reso l'investimento in prodotti finanziari una necessità praticamente ineludibile (per tutti coloro che possono permetterselo). Questa circostanza è tutt'altro che irrilevante dal punto di vista del bilanciamento degli interessi incisi dalla scelta tra regolazione e diritto privato regolatorio. In questo bilanciamento occorre infatti tenere qui conto del fatto che le potenziali vittime dei rischi che, come si è visto, sono creati dalla scelta di ricorrere a quest'ultimo, invece che alla regolazione, hanno in pratica ben scarse possibilità di evitarli.

3. Razionalità individuale e razionalità collettiva nei mercati finanziari.

Tornando al tema dell'alternativa tra regolazione e diritto privato regolatorio, e alla schematizzazione che contrappone i diversi ruoli della razionalità collettiva e della razionalità individuale, non mi sembra dubbio che quest'ultima sia stata negli ultimi decenni oggetto principale di una speciale attenzione del legislatore, soprattutto con riferimento ai temi della estensione del mercato degli investimenti privati e della protezione degli investitori- consumatori.

Prendiamo per comodità come riferimento principale la disciplina della Mifid II (che del resto rappresenta, per molti aspetti, un modello generale¹⁵) in particolare nella parte che ritroviamo trasfusa nell'art. 21 del nostro TUF. La parte più rilevante della disciplina in questione si ispira al ben noto modello che ritiene di poter risolvere ogni problema semplicemente

¹⁵ Una disciplina, dotata, come è stato detto, di "energia centripeta", v. F. ANNUNZIATA, *MiFID II as a template: towards a general charter for the protection of investors and consumers of financial products and services in EU financial law, Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, Banca d'Italia, 2020,21.

creando un contesto in cui il consumatore (qui l'acquirente di prodotti finanziari) possa esercitare al meglio la sua autonomia. L'idea generale di fondo è che il funzionamento dei mercati dipende dalle scelte individuali dei soggetti e che se si trova il modo per far sì che i soggetti scelgano oculatamente, sulla base di adeguate informazioni (e, magari, nel nostro caso, di qualche appropriata indicazione) il buon funzionamento dei mercati è garantito.

A mio avviso questa idea si basa su un presupposto sbagliato e cioè sul presupposto che tutte le decisioni possano essere rese razionali (dal punto di vista di chi le assume) ed efficienti (dal punto di vista del sistema), attraverso il semplice perfezionamento della base informativa su cui le decisioni sono assunte.

Nei mercati finanziari questo presupposto regge ancor meno che in altri, poiché qui assume speciale rilevanza la possibilità che la stessa informazione venga interpretata in modo diverso e che soggetti, pur tutti dotati delle stesse informazioni, maturino differenti opinioni ¹⁶, tutte

¹⁶ Il punto è sottolineato e sviluppato già da J.HARRISON, D. KREPS, *Speculative investor behavior in a stock market with heterogeneous expectations*, *The Quarterly Journal of Economics*, 1978, 323; v. anche, A. SIMSEK, *supra*, nt.38, 6; H.CAO, et al., *supra*, nt.38, 3; J.KWON, et al., *Disagreement, Subjective Uncertainty, and the Stock Market*, 2024, SSRN 4921479; S. BANERJEE, I KREMER, *Disagreement and learning: Dynamic patterns of trade*, *The Journal of Finance*, 2010,1269; C. NAPP, E. JOUINI, *Consensus consumer and intertemporal asset pricing with heterogeneous beliefs*. *Review of Economic Studies*, 2007, 1149.

apparentemente razionali ¹⁷ e che ciascuno di essi tenga comportamenti coerenti con le proprie opinioni e perciò diversi da quelli degli altri¹⁸.

Questa possibilità esclude che i regolatori possano qui ancorare i loro interventi ad un referente univoco, quale potrebbe essere quello offerto dal comportamento del soggetto che ha un preciso ordine di preferenze ed a cui si tratta (solo) di fornire le informazioni che gli consentano di perseguire, senza errori o brutte sorprese, la massima soddisfazione delle sue date preferenze, in totale indipendenza dalle preferenze e dai comportamenti degli altri.

Nei mercati finanziari il riferimento a questo paradigma non funziona. Mentre la razionalità di un atto di consumo non dipende dalle decisioni degli altri consumatori, anche il più razionale investitore può compiere scelte che possono rivelarsi per lui dannose, e, quindi, individualmente irrazionali, quando le opinioni, e le conseguenti decisioni altrui, abbiano ad incidere negativamente sul valore del prodotto che ha scelto, in conseguenza dei ben noti fenomeni di volatilità indotta da interconnessione, interdipendenza, contagio, ecc.¹⁹

¹⁷ Di investitori <<... buffeted en masse from one superficially plausible theory about conventional valuation to another...>> parla R.SHILLER, *Speculative asset prices*, *The Am. Econ. Rev.*, 2014, 1987.

¹⁸ Come giustamente nota D.MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, Giuffrè, 2024, 48s., la consapevolezza, fornita dal possesso di tutte le informazioni rilevanti, non è necessariamente garanzia di razionalità.

¹⁹ La letteratura in argomento è vastissima e spesso concentrata sullo studio dei rapporti tra specifici mercati (ad es., tra quello delle criptovalute e i mercati finanziari tradizionali, I.ADELOPO, X. LUO, *Interconnectedness among cryptocurrencies and financial markets: A systematic literature review*, *Digital Finance*, 2025, 1). Tra i lavori più recenti e più informativi, v. S.AL-KHAZALEH, et al., *Financial contagion in financial markets: a systematic literature review and directions for future research*, *Journal of Money Laundering Control*, 2025, 572; F.SU, et al., *Risk contagion in financial markets: A systematic review using bibliometric methods*,

A ciò, d'altra parte, va aggiunto che anche le decisioni del più razionale investitore, ben possono essere influenzate dall'osservazione delle decisioni altrui (si tratta degli altrettanto noti fenomeni classificati come *herding*, *sunspots*, *information cascade*, ecc.)²⁰.

In questo contesto, un modello centrato sul tentativo di razionalizzare le scelte individuali non assicura un'adeguata protezione ai singoli, e neppure assicura l'efficienza del sistema.

4. La protezione dei consumatori di prodotti finanziari.

Quanto ai singoli, io credo che le regole relative all'informazione, insieme alle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza e alla c.d. *product governance*, possono assicurare all'acquirente una certa protezione contro il compimento di scelte assolutamente sconosciute²¹. Credo però che la protezione non vada molto al di là di questo.

Australian Economic Papers, 2024,163; B.WU et al.,*The stress contagion among financial markets and its determinants*,*The European Journal of Finance*, 2023, 1267.

²⁰ Il comportamento di gregge, che è il principale tra i fenomeni cui si allude nel testo, viene usualmente classificato come razionale, quando si basa sull'idea di risparmiare costi imitando il comportamento di altri soggetti che si immaginano essere più informati, e come irrazionale, quando è invece alimentato da voci, sensazioni, paura, ecc. (v. , tra i più recenti, K.OOI, et al., *Following the Crowd: Psychological Drivers of Herding and Market Overreaction*, Springer Nature Singapore, 2025, 95). In realtà, anche il secondo tipo di *herding* può essere considerato perfettamente razionale quando il comportamento imitativo viene tenuto <<... to surf waves of macroeconomic momentum.>> (*ibidem*,96) ovvero nella keynesiana prospettiva di indovinare quale sarà il vincitore del concorso (alludo alla famosissima metafora usata da J.KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, 2008 [1936], cap. 12). Sulla razionalità dei comportamenti indotti da una << ...croyance généralisé dans la hausse future des cours.>> , v. A. ORLÉAN, *Les marchés financiers sont-ils rationnels?, Reflets et perspectives de la vie économique*, 2004, 37.

²¹ Come l'acquisto di titoli molto rischiosi (ad es. bonds argentini, v. Cassazione civ. sez. I - 29/04/2025, n. 11239 o titoli Lehman Brothers comprati pochi mesi prima del default dell'emittente, Cassazione civile sez. I - 23/03/2023, n. 8353)

Le impostazioni che focalizzano l'attenzione sulla razionalità del consumatore (finanziario o non finanziario che sia) dimenticano che la razionalità è un fenomeno non solo individuale, ma sociale ²² e che gli esiti dei processi decisionali sono determinati, prima e più che dalla maggiore o minore razionalità dell'agente, dalle caratteristiche del contesto in cui avviene la scelta.

Si pensi ad un contesto come il gioco della *roulette*. Qui la razionalità del giocatore si esprimerà nel rifiuto di accettare regole che prevedano conteggi delle vincite del tutto sganciati dal calcolo delle probabilità di vittoria. Il giocatore razionale rifiuterà, per esempio di giocare un *en plein* che paghi 15 volte la posta, o di giocare una dozzina che paghi una volta la posta, ecc. Al di là di ciò, la razionalità in questo contesto non può andare. Non c'è una decisione razionale che possa scansare i rischi, o gestire adeguatamente le probabilità del loro avveramento ²³.

Non è questo il luogo per discutere di impostazioni alternative. Credo però che da quanto precede si possa ricavare una indicazione generale, e cioè che occorrerebbe sganciarsi da una visione procedurale focalizzata sul modo in cui avvengono le scelte, e preoccuparsi invece dei risultati in concreto

²² K. ARROW, *Rationality of Self and Others in an Economic System*, *Jour. of Bus.*, 1986, S392

²³ Questo è il limite fattuale di quella calcolabilità che alcuni considerano elemento essenziale <<...dell'alea giuridica in finanza...>> (così D. MAFFEIS, *supra*, nt. 42, 47 e passim)

ottenibili ²⁴ e della qualità delle scelte effettivamente disponibili, tenendo conto delle condizioni complessive in cui esse si svolgono.

Non basta che i risparmiatori possano oculatamente scegliere un investimento in vece di un altro, occorre anche chiedersi se il ventaglio dei possibili investimenti a loro disposizione è effettivamente in grado di soddisfare le esigenze basilari di tutti i risparmiatori. L'attenzione dovrebbe essere spostata sui prodotti, con conseguente necessità di confrontarsi con molti delicati problemi, che non possono essere esaminati qui²⁵.

Mi limito solo a ribadire che, a mio avviso, l'idea di affidare integralmente all'offerta privata la soddisfazione delle esigenze finanziarie dei risparmiatori, dovrebbe essere decisamente corretta ²⁶, e la c.d. *governance* dei prodotti finanziari dovrebbe trasformarsi in una vera e propria

²⁴ Da una parte non si può ovviamente ipotizzare di porre a carico dell'intermediario obbligazioni di risultato, dall'altra sarebbe però opportuna un'impostazione che assumesse come punto di riferimento l'effettivo miglioramento del benessere dell'investitore. V. in argomento I. CHIU, W. WAN, *Constructing a Taxonomy of Financial Consumer Protection Policy and Assessing the New Consumer Duty in the UK's Financial Sector*, *Cardozo Journal of International and Comparative Law*, 2024,465; I. CHIU, A. BRENER, *Articulating the gaps in financial consumer protection and policy choices for the financial conduct authority – moving beyond the question of imposing a duty of care*, *Capital Markets Law Journal*, 2019,217.

²⁵ Cenni in I. CHIU, *More paternalism in the regulation of consumer financial investments? Private sector duties and public goods analysis*, *Legal Studies*, 2021,657.

Un paradosso evidente è costituito dal fatto che mentre viene continuamente lamentata la modestia del livello medio di educazione finanziaria dei consumatori (v. ad es. E. LANCIANO, *Financial Literacy and Financial Education: An Overview. The Relevance of Financial Literacy: Theory, Research, and Metrics*, 2025, 1) si consente agli operatori privati di inventare prodotti sempre più complessi, che dovrebbero circolare solo tra coloro che possiedono adeguate competenze.

²⁶ Va considerato, tra l'altro, che gli incentivi dei professionisti non sono qui allineati con quelli dei consumatori. Per i primi, che amano spesso autodescrivere come *surfers riding the waves of market volatility*, la volatilità dei prezzi è l'essenza del gioco come lo è l'onda per i surfisti. Non credo che la stessa cosa si possa dire per la maggior parte dei consumatori.

regolazione che non solo limiti, o vieti, la circolazione di prodotti eccessivamente pericolosi, ma anche incentivi la creazione di prodotti cui sia possibile assicurare un relativo, ma elevato, grado di sicurezza²⁷.

5. I rischi e il sistema.

Venendo al livello sistemico, il contributo che la protezione dei singoli risparmiatori partecipanti al mercato finanziario può dare alla stabilizzazione dei mercati finanziari è, a dir poco, limitato. In realtà, la volatilità di questi mercati è sicuramente potenziata dalla loro generalizzata apertura ad una massa di risparmiatori le cui opinioni sono ben difficili da controllare e indirizzare, e l'idea che basti favorire il compimento di scelte "razionali" per neutralizzare questo effetto non è credibile. E' sufficiente ribadire qui la possibilità che si diffondano opinioni basate su previsioni errate o che meccanismi del tipo dei comportamenti di gregge abbiano a coinvolgere ampi gruppi di risparmiatori²⁸.

Allargando lo sguardo all'intero mercato, va anche considerato che esistono, per di più, ampie zone di possibile discrepanza tra ciò che può

²⁷ A livello europeo, il riferimento all'obiettivo di accrescere le opportunità di investimento, e le iniziative relative ai *saving and investment accounts* presenti nella *Saving and Investment Union* (v. il relativo documento del Direttorato generale per la stabilità finanziaria, in data 30 settembre 2025), sembrano riconoscere la necessità di intervenire anche sui prodotti.

²⁸ Esiste, in definitiva, una contraddittorietà cui nessun diritto privato regolatorio è in grado di rimediare. La contraddittorietà nasce dal fatto che l'ampliamento dei mercati finanziari, e la loro piena apertura alla partecipazione di risparmiatori, demolisce le limitazioni strutturali e sposta l'attenzione sui comportamenti dei singoli.

Dall'altra parte, l'ampliamento (già di per sé causa di un'ulteriore instabilità che richiederebbe controlli strutturali) si nutre proprio della volatilità che esso stesso crea e che, per i risparmiatori, è fonte di insicurezza e di potenziali perdite, mentre è, per gli speculatori professionali, un elemento vitale, fonte principale dei loro guadagni, v. B.LEE, E.ROSAMOND, *Introduction: Volatility in finance, art, and culture, Finance and Society*, 2023,2.

apparire razionale dal punto di vista individuale e ciò che può essere considerato razionale dal punto di vista sistemico²⁹.

Ricorrendo a qualche esempio, la decisione di assumere una posizione nell'immediato molto redditizia, ma esposta ad un rischio di elevate perdite future, può anche essere una scommessa razionale dal punto di vista di chi l'assume, specialmente se si tratta di un *manager* che, da una parte, è pressato dalla necessità di esibire l'elevata redditività della società che amministra, e, dall'altra, può essere tentato di fare affidamento sul fatto che quando la bolla scoppierà egli avrà già incassato i compensi dovutigli da quella società e si troverà alla guida di un'altra.

Dal punto di vista generale, invece, la diffusa assunzione di posizioni di questo tipo, e l'inevitabilità statistica del verificarsi di eventi negativi, può risultare assolutamente irrazionale quando (come è effettivamente avvenuto nella crisi del 2007-2008) diffuse perdite, e connesso panico, abbiano ad ingenerare una crisi estesa all'intero sistema.

Analogo discorso può essere fatto con riferimento alla c.d. *securitization* su cui si basava l'intero sistema dei mutui *subprime*. Osservato dal punto di vista delle singole transazioni, il sistema sembrava perfettamente razionale e addirittura come una innovativa forma di intermediazione creditizia più efficiente delle precedenti. Dal punto di vista complessivo, si stava invece generando una sovrapproduzione di rischi che avrebbe condotto alla crisi iniziata a metà 2007.³⁰

²⁹ L'idea che comportamenti individualmente razionali debbano sempre combinarsi in un risultato complessivo sistemicamente razionale è affetta dalla c.d. *fallacy of composition*, v. F. ÜLGEN, *Financialization and vested interests: self-regulation vs. financial stability as a public good*, *Journal of Economic Issues*, 2017,336.

³⁰ L'esempio è utilizzato nella stessa prospettiva del testo da S. OMAROVA, *Financial Innovation: Three Fallacies in the Debate*, Cornell Law School research paper No. 23-27, p. 17.

Prendendo i derivati come altro possibile esempio, è evidente che la loro stipulazione può essere considerata come rispondente ad esigenze perfettamente razionali, specialmente se si tratta di derivati destinati a compensare gli effetti dannosi che una delle parti può subire in conseguenza di un rischio cui è esposta. E' facile però rendersi conto che il sistematico ricorso a questo tipo di prodotto finanziario aumenta complessivamente la rischiosità dell'intero sistema. Ricorrendo ad un truculento paragone, una società che ammette la diffusa stipulazione di derivati è, sul piano finanziario, pericolosa come lo sarebbe nella realtà un mondo popolato da *kamikaze*, occulti e legalizzati, che vanno in giro pieni di bombe³¹.

Va rilevato, per di più, che, nel mondo dei derivati, una unità di rischio reale (un debito, un rischio di cambio, ecc.) può diventare n volte più rischiosa se fatta oggetto di altrettanti derivati a catena (x , esposto al rischio originario, fa un derivato con y , che a sua volta lo fa con z , e così via: tutti derivati di copertura, ma rischio di insolvenza moltiplicato lungo tutta la catena).

Proprio con riferimento al tema dei rischi si può ulteriormente notare che è in atto una generalizzata tendenza a trasferire i rischi all'esterno delle

³¹ F. DENOZZA, *La funzione dei derivati nel mercato: tra disciplina del contratto e disciplina dell'impresa, Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, Giuffrè, Milano, 2011, 147. E' ovvio che il problema non può essere risolto affermando che è compito dei creditori quello di stare alla larga dai debitori che, essendo pieni di derivati, possono diventare insolventi. Sarebbe come il dire, con riferimento al mondo reale, che ciascuno dovrebbe arrangiarsi da sé e imparare a stare ben lontano dalle persone che possono esplodere. Il fatto è che se la rischiosità della società cresce e se il fare credito diventa un'attività così pericolosa da indurre le banche, come avvenne nell'autunno del 2008, a smettere di farsi credito tra di loro con elevato rischio di collasso dell'intero sistema, a soffrirne non sono solo i creditori che sbagliano, ma tutti noi.

imprese. Basti pensare al passaggio operato dalle banche, negli anni precedenti la crisi del 2007-2008, al modello (cui si è già accennato) c.d. *originate to distribute*, che prevede la cartolarizzazione dei crediti e il loro trasferimento a terzi, alla ulteriore separazione tra controllo e responsabilità che si verifica nell'ambito dei fondi di investimento, alle diverse situazioni in cui l'impresa svolge solo il ruolo di facilitatore del contatto tra le parti e resta perciò estranea ai rapporti da cui sorgono i rischi, e, più in generale, al ruolo di "semplice" intermediario svolto, anche al di fuori dei mercati finanziari, da molte piattaforme.

Questo fenomeno ha un duplice effetto. Da una parte aumenta i rischi cui possono risultare esposti i risparmiatori, dall'altra riduce le possibilità di controllo collettivo sul livello, e sulla diffusione, dei rischi all'interno dell'intero sistema³².

In conclusione, la finanziarizzazione, la crescita dei mercati e della divisione sociale del lavoro, l'interdipendenza e i possibili contagi, aumentano, come già osservava in via generale Keynes³³, l'incertezza e con essa i rischi.

L'idea di consentire ai privati la continua incontrollata creazione di nuovi rischi, e di integralmente affidare la loro complessiva allocazione alla circolazione mercantile, non mi sembra condivisibile.

6. Il razionale della regolazione: spunti per un ripensamento critico generale.

Credo che le considerazioni svolte con riferimento ai mercati finanziari possano suggerire qualche spunto di riflessione con riferimento al tema più generale delle possibili giustificazioni della regolazione. Le tesi correnti in

³² OMAROVA, Saule T. Dealing with disruption: emerging approaches to fintech regulation. *Wash. UJL & Pol'y*, 2020, 61: 25.

³³ J. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, 2008 [1936], capp. 12 e 17.

materia di regolazione, e sue giustificazioni, meritano a mio avviso qualche rilevante correzione, in particolare con riferimento ad alcuni dei fenomeni più comunemente indicati come bisognosi di regolazione correttiva, quali le esternalità, la razionalità limitata e, più in generale, i c.d. fallimenti del mercato.

Cominciamo dalla nozione di esternalità potenzialmente rilevante. Nel caso dei mercati finanziari si osserva con chiarezza un fenomeno che ha portata in realtà molto più generale e cioè la potenziale rilevanza non solo degli effetti esterni che si producono attraverso canali diversi dal mercato (come nel caso, ad es., dell'impianto che emette sostanze inquinanti), ma anche degli effetti che le decisioni mercantili di un agente producono sulla situazione di mercato di altri agenti.

Nel caso della finanza questi effetti esterni negativi sono molto frequenti ed evidenti. Si pensi, per fare un semplice esempio cui ci siamo già riferiti, alla diffusione di comportamenti di gregge. Il fatto che alcuni si lascino trascinare a prendere decisioni calibrate in base alle scelte compiute da altri, può far sì che altri ancora comprino, in fase di crescita della bolla, prodotti finanziari ad un prezzo superiore al valore reale dei fondamentali, o siano costretti a vendere, nel momento di rottura della bolla stessa, a prezzi inferiori.

Fuori dall'ambito finanziario, gli effetti negativi esterni di decisioni di mercato possono assumere configurazioni diverse ed apparire meno degni di considerazione. Credo però, per dirla in termini più tecnici, che la distinzione, tanto cara agli economisti, tra esternalità pecuniarie ed esternalità tecnologiche, non abbia motivo di essere adottata come un criterio distintivo tra esternalità rilevanti ed esternalità non meritevoli di

considerazione³⁴. La potenziale esigenza di interventi diretti a regolare fenomeni di esternalità pecuniarie non può essere scartata *a priori*.

Un altro punto riguarda il tema delle razionalità. E' oggi largamente riconosciuto che fenomeni di razionalità limitata, come asimmetrie informative, possibili opportunismi, pregiudizi comportamentali, ecc., sono in genere una più che valida giustificazione di interventi regolatori correttivi.

L'analisi dei mercati finanziari rivela però, come abbiamo visto, l'esistenza di un altro rilevante fenomeno, e cioè la possibilità di situazioni in cui comportamenti, che sono pienamente razionali dal punto di vista del singolo individuo che decide di tenerli, producono effetti sistemici complessivamente negativi e sono perciò in un certo senso " irrazionali " dal punto di vista generale.

Più in generale, credo che occorra ripensare l'intero ragionamento che attribuisce un ruolo centrale alla nozione di *market failure*, immaginata come

³⁴ Sulla distinzione tra esternalità pecuniarie ed esternalità non pecuniarie v. ad es. E. J. MISHAN (1971) , *The Postwar Literature on Externalities: An Interpretative Essay*, 9 *Journal of Economic Literature*,1.

Immediata si pone però una domanda. "... why should only non pecuniary externalities be of moral concern? For pecuniary externalities can totally transform people's lives." Così D. HAUSMAN (1992) *When Jack and Jill Make a Deal*, 9 *Soc. Phil. & Pol'y*, 95. Lo stesso R. POSNER, *Overcoming Law*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1995, 24, nota l'arbitrarietà dell'esclusione dalla nozione di danno delle esternalità pecuniarie e mentali (quelle che derivano da invidia, antipatia, ecc.). V. anche 305 dove viene giustamente notato che "Each of us is harmed every day by the actions of unknown others and harms unknown others by our own actions, if only through the operation of competition in economic and other marketplaces".

Mi sono occupato della questione più diffusamente in F. DENOZZA, *Fallimenti del mercato: i limiti della giustizia mercantile e la vuota nozione di "parte debole"*, *Orizzonti del diritto commerciale*, 2013, fasc. 3.

Da un punto di vista filosofico v. l'ottimo lavoro di S. OLSARETTI,, *Liberty, desert and the market: A philosophical study*. Cambridge University Press, 2004.

una sorta di spartiacque tra situazioni in cui si può pensare ad interventi regolatori, e situazioni nelle quali non è assolutamente contemplata (almeno dal punto di vista dell'efficienza) la possibilità di alcun intervento. Questo ragionamento si basa sull'idea che in assenza di *market failures* i mercati tendano naturalmente verso equilibri ottimali e che per tale ragione sia sconsigliata qualsiasi interferenza con il loro funzionamento.

Nel caso dei mercati finanziari la pretesa tendenza naturale all'equilibrio non può essere assunta come un dato e, quindi, il ragionamento in termini di fallimenti del mercato, intesi come fenomeni di eccezionale e patologica alterazione dell'equilibrio, non ha in realtà alcun senso.

C'è però da chiedersi, più in generale, che senso abbia continuare a ragionare in termini di equilibri e fallimenti in una realtà in cui nessun mercato ha le caratteristiche che sono necessarie per garantire l'equilibrio studiato da Arrow e Debreu³⁵. Posto che in nessun mercato reale sono presenti le condizioni necessarie per garantire l'equilibrio, e posto che nessuno pensa di poter creare queste condizioni, eliminando tutti i fattori che impediscono alla tendenza all'equilibrio di manifestarsi, sarebbe meglio smetterla di contrapporre equilibrio a squilibrio e sarebbe più chiaro, e più onesto, parlare di esiti di processi di mercato che, nonostante l'ineliminabile presenza di fallimenti del mercato (e di costi di transazione) sono accettabili, ed esiti di mercato che producono situazioni che sono invece inaccettabili.

Il che ci conduce ad un ultimo, conclusivo, punto. Nel valutare l'accettabilità delle diverse situazioni non è corretto contrapporre, come in genere avviene, esigenze di libertà individuale e di sviluppo, garantite dall'assenza di regolazione, e protezione di interessi collettivi, garantita

³⁵ K.ARROW, G. DEBREU, *Existence of an equilibrium for a competitive economy*, *Econometrica*, 1954,265

dalla regolazione.

La realtà è un'altra ed è che in sistemi come quelli attuali in cui esiste un elevatissimo grado di interconnessione, e di reciproca influenza delle azioni degli uni sul benessere e sulla libertà di altri, la libertà individuale garantita ad alcuni può facilmente coincidere con una limitazione della libertà individuale di altri.

Nel caso dei mercati finanziari il riferimento al fenomeno del rischio illustra bene il punto. Consentire ad alcuni di lucrare sulla creazione di nuovi rischi, e ad altri di scommettere sui nuovi rischi che i primi creano, aumenta la libertà di costoro e favorisce, forse, l'innovazione. Espone però altri sia a rischi individuali (errori negli investimenti che, come si è detto, il sistema costringe, chi ne ha la possibilità, a fare) sia a rischi generali, quelli che coinvolgono la tenuta dell'intero sistema.

I tempi in cui si poteva kantianamente ragionare di ambiti di naturale autonomia, in cui le azioni di ciascun individuo non sono influenzate da, e non interferiscono con, quelle degli altri, se mai sono esistiti, sono finiti da un pezzo.

Ricordare questa verità abbastanza evidente può non essere inutile in un'epoca e in contesto in cui si calcolano solo i benefici immediati che alcuni possono ricavare dall'assenza di regolazione e non si calcolano i costi che altri dovranno sopportare, e si tenta così di presentare la deregolamentazione come un fattore di progresso³⁶.

³⁶ V. ad es. EU Press release, Dec 10 2025, *Promoting sustainable growth with simpler and smarter environmental legislation*.

