

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

Roma, 27-28 febbraio 2026

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

FRANCESCO DENOZZA

Diritto privato (relazionale e regolatorio) e regolazione.

- Diritto privato relazionale.
- Diritto privato regolatorio.
- Regolazione.
- Diritto privato regolatorio v regolazione:  
razionalità individuale, razionalità collettiva.
- ---- Costi diretti
- ---- Possibili costi connessi

# Prodotti finanziari.

- Peculiare complessità ( *search, experience, credence* ). In realtà:
- A) La loro utilità deriva esclusivamente dal reddito che possono produrre e dalla possibilità di rivenderli con profitto.
- B) Al fine della formazione del prezzo, più che la diversità di preferenze rileva la diversità di opinioni in ordine a quali saranno i possibili futuri rendimenti e le possibili future rivalutazioni (o svalutazioni). Ne deriva il malfunzionamento del meccanismo equilibratore. Bolle.
- C) Assenza di reciproca indipendenza: a) rilevanza sistemica di scelte individuali; b) interdipendenza dei prezzi; c) *herd behaviour*; d) difficile non entrare nel mercato.
- TESI: in un simile contesto, il modello centrato sul tentativo di razionalizzare le scelte individuali non assicura un'adeguata protezione ai singoli, e neppure assicura l'efficienza del sistema.

# Razionalità individuale.

- Presupposto: le decisioni possono essere rese razionali (dal punto di vista di chi le assume) ed efficienti (dal punto di vista del sistema), attraverso il semplice perfezionamento del procedimento, e in particolare, della base informativa, che sorregge l'assunzione delle decisioni.
- Critica:
- La razionalità è un fenomeno non solo individuale, ma sociale ( Arrow): 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. Es. *roulette*.

# Tutela dei consumatori.

- Consumatori: 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.
- Perdurante analfabetismo finanziario / crescente sofisticazione dei prodotti.
- Dalla *governance* dei prodotti alla loro regolazione.
- Disallineamento tra interessi dei privati e interessi degli operatori: «*surfers riding the waves of market volatility*».

# Problemi sistemici.

- Comportamenti di gregge.
- *Fallacy of composition*: un insieme di comportamenti singolarmente razionali non produce un risultato necessariamente razionale dal punto di vista sistemico: assunzione di rischi sproporzionati, *securitization*, derivati, *originate to distribute*, ecc.
- Nuova intermediazione, esternalizzazione dei rischi, perdita del controllo sociale.
- I limiti dei ragionamenti in termini di *market failure*.
- Due riflessioni ovvie:
  - --- la scelta di non intervenire è una scelta regolatoria come quella di intervenire ed entrambe hanno costi.
  - --- una libertà concessa ad alcuni ( magari di creare rischi per loro e per gli altri) può spesso implicare una restrizione della libertà di altri ( incidendo, ad es., sulla loro sicurezza, che è uno dei presupposti della libertà).