

I principi costituzionali in materia di investimento e risparmio

1. Premessa; 2. La Costituzione economica; 3. L'art. 41 della Costituzione; 4. L'art. 47 della Costituzione; 5. L'art. 91 del T.U.F.; 6. La tutela del risparmio nell'Unione europea; 7. La tutela costituzionale del risparmio negli altri ordinamenti (cenni)

I. Premessa

Una trattazione della disciplina giuridica dell'informazione *price-sensitive* che ambisca a possedere un sufficiente grado di completezza non deve limitarsi all'esame delle disposizioni previste dalla disciplina legislativa e regolamentare di settore (T.U.F. e Regolamenti Consob) ma deve necessariamente prendere le mosse dall'analisi di fonti normative apparentemente estranee al diritto finanziario *stricto sensu* inteso. A tal proposito, appare prioritario esaminare le disposizioni della Costituzione italiana, non restringendo la prospettiva alle sole norme dedicate alla tutela del risparmio e dell'investimento ma adottando una prospettiva che attribuisca il giusto peso a tutte le norme costituzionali rilevanti, comprese quelle non tradizionalmente ritenute afferenti la materia economico-finanziaria.

E invero, sebbene i principi costituzionali riguardanti ad ampio spettro la materia economica abbiano una latitudine particolarmente ampia, e quindi trascendano la materia specifica dell'informazione *price-sensitive*, è bene esaminarli con dovizia in quanto rappresentano, sul piano della gerarchia delle fonti, l'apice della piramide valoriale del nostro ordinamento giuridico, costituendo, quindi, il paradigma che informa e plasma l'intera disciplina giuridica dei mercati finanziari.

In breve, i principi costituzionali in materia di risparmio e investimento delineano l'approccio culturale che il legislatore e il regolatore sono tenuti a far proprio in sede normativa. Questi, infatti, in virtù della nota rigidità della nostra Carta Costituzionale, sono tenuti a osservare, in sede di produzione legislativa e regolamentare, i principi delineati in sede costituente, pena l'illegittimità costituzionale della normativa primaria, sub-primaria e secondaria.

Ma anche in sede di *enforcement*, come vedremo, l'autorità di vigilanza dei mercati finanziari dovrà tenere presenti i principi e i valori generali espressi nella Carta Costituzionale.

Fin da ora è però opportuno evidenziare come, nonostante la Costituzione italiana rappresenti la sede normativa fondamentale di disciplina dei principi guida in materia di risparmio e investimento, con l'entrata in vigore dei trattati dell'Unione Europea e della relativa normativa di attuazione, questa ha perso quella prerogativa di primazia normativa che le spettava in passato, essendo stata affiancata dalle fonti del diritto di provenienza comunitaria.

Ciò ha comportato, come avremo modo di vedere, una reinterpretazione, a testo costituzionale invariato, di alcune norme e principi i quali hanno assunto una rinnovata e moderna interpretazione, a seguito dell'attuazione dell'impianto capital-liberistico di matrice comunitaria. Non a caso la dottrina ha coniato il termine di «Nuova Costituzione Economica»¹ per la nuova interpretazione delle disposizioni costituzionali in campo economico, a seguito dell'applicazione dei principi di derivazione comunitaria.

La struttura di questo capitolo si articola pertanto in base al seguente schema. Dopo aver messo in luce le principali caratteristiche dell'ordinamento economico delineato dalla Costituzione del 1948, prenderemo in considerazione gli articoli 41 e 47. Ciò che intendiamo sottolineare in questa sede è che la prima norma, nella sua nuova interpretazione conforme al dettato comunitario, tutela prevalentemente il mercato e quindi anche quella particolare forma di mercato oggetto del nostro studio, cioè quello dei capitali, mentre il secondo fornisce una tutela costituzionale al risparmio, in tutte le sue forme. Questi due contrapposti valori sono temperati in via legislativa dall'art. 91 T.U.F., il quale si propone di compiere un certo bilanciamento fra i menzionati principi costituzionali. Infine, volgeremo lo sguardo alle fonti normative della tutela del risparmio nell'Unione europea e negli altri ordinamenti.

2. La Costituzione economica

Gli articoli 41 e 47 Cost. rappresentano il fulcro della disciplina costituzionale in materia di diritto dei mercati finanziari.

Tali disposizioni sono collocate al termine del titolo III della prima parte della Costituzione, cioè in coda a quell'insieme di norme che vengono definite in dottrina come «Costituzione economica»². Tale titolo detta i prin-

¹ S. Cassese, *La nuova Costituzione economica*, Roma-Bari, 2011.

² Il concetto di costituzione economica può essere interpretata in tre modi. In un primo senso, può essere inteso come formula riassuntiva delle norme della Costituzione in senso formale sui rapporti economici (quindi dall'art. 41 all'art. 47). In una seconda e più ampia accezione, la «costituzione economica» è un insieme di istituti che, pur rientrando nel novero della scienza giuridica, non appartengono necessariamente alla Costituzione scritta. Ecco allora che, oltre

cipi fondamentali dei rapporti economici esistenti nel nostro ordinamento. Esso viene aperto dall'articolo 35, avente ad oggetto la materia della cooperazione, e si occupa, per grandi linee, di tutti gli aspetti più importanti della dimensione economico-sociale, quali il lavoro, la partecipazione dei lavoratori all'impresa, l'espropriazione per pubblica utilità, la proprietà³; tutti aspetti che, tuttavia, non riguardano, almeno direttamente, il mercato dei capitali. Resta in definitiva soltanto l'art. 47 a disciplinare, direttamente, questo settore e l'art. 41 a riguardarlo trasversalmente, benché in misura non secondaria.

L'articolo 41 riconosce la libertà di iniziativa economica privata.

L'articolo 47 dispone invece: «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. [La Repubblica] favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese»⁴.

allo studio della Carta fondamentale e delle relative leggi di attuazione, è necessario inserire anche il mutamento dell'opinione pubblica su questi argomenti. Infine, l'ultimo possibile significato di costituzione economica è quello che allarga lo sguardo anche agli aspetti amministrativi. Lo studio del diritto deve considerare anche la prassi e le norme relative ai rapporti economici fra le imprese. Così Cassese, *La nuova costituzione economica*, cit. pp. 3-5. Ulteriori e opportune considerazioni sulla c.d. Costituzione economica sono inoltre svolte da V. Atripaldi, *La Costituzione economica tra "patto" e "transizioni"*, in *Governi ed economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, a cura di V. Atripaldi, G. Garofalo, C. Gnesutta, P.F. Lotito, Padova, 1998, pp. 9-10, dove si evidenzia come questa formula non possa e non voglia evidenziare un primato dell'economia sulla politica, né un'autonomia di un settore di norme costituzionali. Il concetto di Costituzione economica si limita, al contrario, a individuare i possibili strumenti economici scelti dalla Carta fondamentale per soddisfare i valori politici individuati dalla Costituzione.

³ La Costituzione Repubblicana del 1948 se, per un verso, ha ribadito il principio fondamentale della libertà di iniziativa economica privata (art. 41, comma 1), ha nel contempo delineato nuovi valori da tutelare e ha fissato nuove direttive programmatiche alla legislazione economica ordinaria. Questi principi sono l'indirizzo a fini sociali dell'attività economica privata e pubblica (art. 41, comma 3); la promozione delle imprese cooperative a carattere di mutualità e senza fini di speculazione privata (art. 45, comma 1); la tutela e lo sviluppo dell'artigianato (art. 45, comma 2); il riconoscimento del diritto dei lavoratori a collaborare alla gestione delle imprese (art. 46) nel quadro di una più generale tutela della loro posizione morale ed economica; oltre che alla tutela del risparmio e promozione dell'investimento diretto e indiretto nei grandi complessi produttivi (art. 47, comma 2).

⁴ È opportuno evidenziare la proposta di riforma costituzionale che al momento giace in Parlamento in base alla quale verrebbero modificati alcuni aspetti di questa sezione della Costituzione. Tale riforma andrebbe a incidere prevalentemente sull'art. 41, mentre l'art. 47 subirebbe soltanto una modifica lessicale dato che nel secondo comma si inserirebbe un richiamo alla piccola e media impresa. A prima vista tale modifica potrebbe sembrare opportuna. Al riguardo vedi. I. Massa Pinto, *L'innocenza della Costituzione e la sua difesa minima: in margine al dibattito sulla proposta di modifica dell'art. 41 della Costituzione*, in <<http://www.constituzionalismo.it>>, 2, 2010; Eadem, *Norma generale esclusiva e antropologia positiva (o perversa?): le implicazioni giuridico costituzionali del ddl di revisione dell'art. 41 della Costituzione*, in <<http://www.constituzionalismo.it>>, 2, 2011; L. Cuocolo, *Art. 41 Cost.: tanto rumore per nulla*, in <<http://www.ilricostituente.it>> (31 gennaio 2011).

Abbandonando momentaneamente l'esame dell'art. 47, occorre osservare come l'impostazione generale delle relazioni economiche delineato dal Costituente rappresenti una mediazione tra il liberismo e il collettivismo. Da un lato, infatti, la Costituzione ha inteso preservare la spontaneità dei meccanismi di mercato, evitando che i necessari atti di indirizzo della politica economica si trasformassero nella negazione dell'iniziativa privata, dall'altro, al centro del sistema è stata posta la persona umana e non la proprietà (artt. 2, 41 e 42)⁵. In altre parole, la Costituzione italiana ritiene che i profili sociali dell'agire economico siano più importanti rispetto alle 'egoistiche' logiche di mercato. E ciò è particolarmente vero nell'area del mercato dei capitali in cui, su impulso del legislatore comunitario, si è cercato di raggiungere il giusto *trade-off* tra l'interesse dell'industria della finanza alla buona salute dei mercati finanziari, in termini di efficienza ad attrarre risorse e investimenti privati, e l'interesse dell'investitore, 'iper-tutelato' negli ultimi anni nel nostro ordinamento sia nel momento in cui si rapporta con l'intermediario per la conclusione di un contratto avente ad oggetto strumenti finanziari, sia nel rapporto esistente con l'emittente nei confronti del quale è titolare di un diritto collettivo alla fruizione, con la massima tempestività, di tutta l'informazione *price-sensitive* che riguarda lo stesso emittente.

Le ragioni che hanno indotto l'Assemblea Costituente a questo genere di scelta sono di tipo storico-culturale. All'indomani della seconda guerra mondiale l'Italia si trovava, infatti, in una situazione di profonda recessione economica. Si raggiunse, dunque, in sede costituente una soluzione di compromesso, prendendo le distanze sia dal liberismo degli anni Venti, che aveva condotto alla grande depressione del 1929, sia da un rigido collettivismo di tipo sovietico. La mediazione raggiunta tra le forze politiche democristiane, quelle marxiste-comuniste e quelle liberali, ha comportato l'accoglimento dell'idea di uno Stato che accetta il ricorso agli investimenti pubblici in funzione sostitutiva di risorse private, ogni qual volta queste risultino insufficienti. Ciò, tuttavia, senza alcuna preclusione pregiudiziale nei confronti di un mercato improntato a principi di libera concorrenza⁶.

Il sistema economico così configurato può pertanto definirsi misto, anche per due ordini di ragioni; per la possibile commistione tra iniziativa privata e pubblica e per il fatto che l'agire economico è regolato sia dai principi di mercato che da valori di carattere sociale. Sotto quest'ultimo profilo, infatti, il costituente ha previsto che l'attività economica possa essere indirizzata dal legislatore verso fini sociali⁷.

⁵ Cfr. G. Rolla, *Il sistema costituzionale italiano*, Milano, 2005, vol. III, pp. 155-158.

⁶ In questo senso E. Cardi, *Mercati e istituzioni in Italia, diritto pubblico dell'economia*, Torino, 2005, pp. 1-10.

⁷ Cfr. C. Cavaleri, *Iniziativa economica privata e costituzione "vivente"*, *Contributo allo studio della giurisprudenza sull'art. 41 Cost.*, Padova, 1978.

Il sistema misto così delineato, definibile anche come «economia sociale di mercato», ha pian piano mutato la propria fisionomia, in senso più marcatamente liberistico, a seguito dell'emanazione della normativa comunitaria, che ha codificato le quattro libertà di circolazione (merci, persone, capitali e servizi), impegnandosi alla creazione di un mercato comune europeo.

La normativa comunitaria ha infatti realizzato una liberalizzazione dei mercati interni degli Stati membri⁸, nonché la creazione di un mercato europeo, improntato a sostanziali condizioni di concorrenza. Ciò ha comportato un'inevitabile sterzata da parte del nostro ordinamento in favore del libero mercato, così come ideato nel trattato di Maastricht prima e dal trattato UE poi⁹. Tuttavia, nonostante i numerosi interventi legislativi nazionali degli ultimi tre decenni siano andati nella direzione delineata dall'Unione europea, essendo detta svolta avvenuta a testo costituzionale invariato, si è creato qualche momento di frizione concettuale con la nostra Costituzione¹⁰.

Un esempio di questo disallineamento è rinvenibile nella fredda accoglienza che ha ricevuto la legge in materia antitrust (legge 10 ottobre 1990, n. 287) da parte della dottrina costituzionale prevalente. Sebbene questa normativa si fosse autoqualificata come dettata in attuazione dell'art. 41 Cost. e ponesse inoltre le basi per una connessione fra l'Autorità garante per la concorrenza e il mercato italiano e la Commissione europea, a molti non parve affatto rappresentare un'attuazione del dettato costituzionale¹¹.

In definitiva, nella Costituzione italiana non vi è una completa e acritica accettazione della visione liberale proposta dai trattati comunitari. E ciò probabilmente perché, come ha osservato la più autorevole dottrina¹², il

⁸ Per ridurre il debito pubblico l'Italia ha cercato faticosamente di diminuire, a partire dagli anni Ottanta, il proprio intervento nell'economia, in particolare avviando un processo di privatizzazione delle aziende che erano sotto il controllo dello Stato.

⁹ È molto interessante l'impostazione di Cardì il quale scrive: «Il gioco fra "istituzioni e mercato" impone di misurarsi con la contemporaneità. Esso segna di volta in volta – secondo motivazioni politiche e ideologiche – gli ambiti e i limiti della sfera del "pubblico" rispetto a quella propria dell'"iniziativa privata". Il pendolo delle preferenze in ordine all'ampiezza del governo dell'economia, riflettendo ideologie diverse, è oscillato frequentemente nel corso del secolo XX: ai "fallimenti di mercato" si sono spesso opposti i "fallimenti dell'intervento pubblico"». Cardì, *Mercati e istituzioni in Italia*, cit., pp. 1 sgg. L'Autore inoltre individua negli anni Novanta il decennio in cui l'Italia si è trasformata da Stato altamente «interventista» a Stato «regolatore».

¹⁰ C. Pinelli, *I rapporti economico-sociali fra Costituzione e trattati europei*, in *La Costituzione economica: Italia, Europa*, a cura di C. Pinelli, T. Treu, Bologna, 2010, p. 7. È bene notare come a seguito della crisi dei debiti *subprime* nata negli Stati Uniti nel 2007-2008 e poi diffusa nel resto delle banche mondiali, gli Stati europei abbiano nuovamente fatto uso dello strumento dell'intervento pubblico nell'economia. Semplificando un argomento tanto complesso delle cui ripercussioni l'Italia e l'Europa stanno ancora soffrendo, i governi nazionali per salvare istituti di credito, ridare fiducia ai mercati e dare impulso a un'economia stagnante hanno fatto ampiamente ricorso all'immissione di denaro pubblico nell'economia.

¹¹ Così come riportato da Pinelli, *I rapporti economico-sociali*, cit. p. 11.

¹² G. Amato, *Il mercato nella Costituzione*, relazione al VI convegno nazionale dell'Associazione italiana dei costituzionalisti sul tema: "La Costituzione economica negli anni novanta" (Ferrara, 11-12 ottobre 1991), «Quaderni costituzionali», 1992, 1, pp. 7-19.

legislatore costituente ha introdotto la libertà di iniziativa economica non tanto perché pensasse di aderire consapevolmente all'opzione capitalistica, quanto perché le forze politiche prevalenti nell'Assemblea Costituente, ossia quelle democristiane, identificavano nella libertà di iniziativa economica la più fedele proiezione di ciò che sul piano politico era rappresentato dai principi democratici.

Il dibattito dottrinale ha messo in rilievo come l'art. 41 in un certo senso impedisca che le disposizioni attuative del libero mercato europeo possano porsi in contrasto con i valori sociali espressi dalla Costituzione. Tuttavia sono in molti a ritenere ormai inappropriata l'impostazione mista del nostro sistema economico rispetto alla declinazione costituzionale comunitaria di mercato, poiché frutto di un compromesso politico figlio di una vicenda storica ormai ampiamente superata. Quella cioè degli anni del dopoguerra dove i padri Costituenti non immaginavano quali sarebbero stati gli sviluppi futuri del sistema istituzionale ed economico¹³, e quindi mantenevano un certo grado di voluta indeterminatezza e, se vogliamo, anche di contraddizione¹⁴. Basti pensare al disposto del comma 3 dell'art 41, il quale dispone che: «La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali». Detta norma ha rappresentato il fondamento normativo degli interventi legislativi di pianificazione economica degli anni Sessanta.

Curiosamente però, l'Italia non ha mai ritenuto necessario intervenire con una riforma costituzionale per modificare l'art. 41 in maniera tale da renderlo compatibile con l'impostazione economica comunitaria. Il mercato ha sempre rappresentato il invitato di pietra della nostra Costituzione, nel senso che lo si desume, lo si implica ma non lo si nomina mai. E quindi è toccato alla dottrina, a costituzione formale invariata, attribuire un nuovo significato alla Costituzione materiale economica, accontentandoci, sul piano tecnico giuridico, di dare ingresso nel nostro ordinamento interno ai principi economici comunitari attraverso l'utilizzo dell'art. 11 Cost., inteso come un trasformatore permanente del diritto comunitario in diritto interno¹⁵.

¹³ E men che meno i Costituenti si potevano immaginare il roboante sviluppo degli ultimi decenni dei mercati finanziari e degli strumenti su di essi scambiati.

¹⁴ Cfr. A. Pizzorusso, *La Costituzione. I valori da conservare, le regole da cambiare*, Torino, 1996, pp. 89-92, concetti poi ripresi da F. Zatti, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno? In corso di pubblicazione negli Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*; l'ultimo Autore citato definisce il sistema economico delineato dai Costituenti come neutrale e quindi declinabile sia verso un sistema di mercato che dirigista secondo le necessità politiche ed economiche del momento storico. Gli unici due limiti imposti al legislatore sono «da un lato, il monopolio privato per quelle attività economiche definibili di interesse generale, e, dall'altro, il diritto di iniziativa economico privata qualora contrasti con l'utilità sociale e rechi danno alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana».

¹⁵ Una scelta in parte differente è stata invece intrapresa da Germania e Francia. Infatti la prima pur già riconoscendo rilevanza costituzionale alla *Bundesbank* ai sensi dell'art. 88, ha

Un'ultima importante precisazione riguarda l'opportunità, in materia di tutela del risparmio, di non limitare la lettura della Carta costituzionale alle disposizioni della cosiddetta Costituzione economica e in particolare all'art. 47. Assumono infatti rilevanza, seppur indirettamente, gli articoli 2, 3, 21, 36 e 117 della Costituzione.

In primo luogo l'art. 2, mettendo al centro dell'ordinamento giuridico la persona, giustifica tutti quegli interventi di protezione dei soggetti deboli operanti nel mercato dei capitali e quindi i piccoli investitori, a tutela dei quali il legislatore, nazionale e comunitario, ha negli ultimi anni dedicato importanti misure di tutela.

In secondo luogo l'art. 3, delineando il principio di uguaglianza sostanziale dei cittadini comporta l'obbligo per la Repubblica di rimuovere anche gli ostacoli di ordine economico che di fatto pregiudicano detta uguaglianza. In quest'ottica possiamo inquadrare *lato sensu* tutta quella normativa tesa a garantire condizioni di parità informativa, rimuovendo le asimmetrie informative presenti sul mercato.

Inoltre, l'art. 21 Cost. ha codificato la libertà di espressione e informazione e le sue possibili limitazioni. L'analisi di detta disposizione assume assoluta centralità in relazione alla disciplina delle informazioni *price-sensitive* dei mercati finanziari. E infatti l'attività comunicativa, compresa quella finanziaria, trova in primo luogo una tutela diretta nella libertà di manifestazione del pensiero, almeno con riferimento alle opinioni personali.

Ancora l'art. 117, comma 2, Cost. alla lettera e), così come riformato dalla l. cost. 18-10-2001 n. 3, ha individuato la potestà legislativa esclusiva dello Stato per le materie concernenti «la moneta, la tutela del risparmio e dei mercati finanziari...». Spetta allo Stato quindi, e non alle Regioni, salvo alcune eccezioni individuate dall'art. 117, comma 3, Cost., che ha introdotto dei casi di competenza concorrente per una serie di materie contigue al settore in esame¹⁶, garantire una piena tutela del valore risparmio¹⁷.

ritenuto opportuno riformarlo nel 1992 chiarendo che «i compiti e i poteri della Banca centrale tedesca possono essere trasferiti nell'ambito dell'Unione europea alla Banca centrale europea, che è indipendente e che è impegnata al fine prioritario della garanzia e della stabilità dei prezzi». Analogamente la Francia nello stesso anno ha stabilito all'art. 88-2 che «a condizioni di reciprocità, e secondo le modalità previste dal trattato sull'Unione europea firmato il 7 febbraio 1992, la Francia acconsente ai trasferimenti di competenza necessari alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria». Aspetto puntualmente riportato da M. D'Amico, S. Catalano, *Tutela del risparmio e principi costituzionali*, «Diritto dell'economia», 2008, 1, p. 34. Al contrario il nostro legislatore ha invece posto le basi per una riforma dell'art. 41 senza però andare a sanare il summenzionato contrasto. Al riguardo vedi *supra* nota 4.

¹⁶ E in particolare «casse di risparmio, casse rurali, aziende di credito a carattere regionale, enti di credito fondiario e agrario a carattere regionale».

¹⁷ Si rinvia a Zatti, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio*, cit. per un'analisi della dottrina e della giurisprudenza relativa all'argomento della competenza esclusiva dello Stato in materia di risparmio. Tuttavia è opportuno evidenziare in questa sede che già nel 1958 la Corte Costituzionale metteva in luce la necessità di individuare una necessaria unità nell'indirizzo del credito e del risparmio e di precisare entro quali limiti può operare la competenza

3. L'articolo 41 della Costituzione

L'art. 41 della Costituzione¹⁸ assumeva, nel clima politico, economico e sociale dell'immediato dopoguerra, nell'ambito dell'ossatura economica della Costituzione, il valore di una vera e propria scelta di campo, in quanto rappresentava l'adesione dell'Italia al modello economico capitalistico, in contrapposizione ai modelli economici socialisti o collettivistico-comunisti.

Come osservato in dottrina¹⁹, più o meno consapevolmente, l'adesione del Costituente al modello economico capitalista rappresentava, per le forze politiche cattoliche allora predominanti, una trasposizione, in campo economico, di ciò che sul piano politico era rappresentato dall'adesione al modello democratico²⁰.

delle Regioni, palesando allo stesso tempo un *favor* nei confronti della competenza statale «soprattutto perché la circolazione creditizia influisce direttamente sulla stabilità del potere di acquisto della moneta». D'altro canto la Consulta evidenziava come il mercato monetario fosse nazionale e non regionale. Così *Corte Cost.*, 24 novembre 1958, n. 58, «Giur. Cost.», 1958, pp. 881 sgg. Tuttavia le considerazioni della Consulta, per quanto valide al tempo in cui erano state enunciate, oggi con la moneta unica europea risultano desuete.

¹⁸ L'articolo 41 recita «1 L'iniziativa economica privata è libera. 2 Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. 3 La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali».

¹⁹ G. Amato, *Il governo dell'industria in Italia*, Bologna, 1972; G. Amato, *Il mercato nella Costituzione*, «Quaderni cost.», 1992, p. 7 sgg.; A. Baldassarre, *Iniziativa economica privata*, in *Enc. Dir.*, XXI, Milano, 1971; A. Baldassarre, *Diritti inviolabili*, in *Diritti della persona e valori costituzionali*, Torino, 1997; A. Barbera, *Leggi di piano e sistema delle fonti*, Milano, 1968; G. Bognetti, *La Costituzione economica italiana*, Milano, 1993; Cassese (a cura di), *La nuova costituzione economica*, cit.; L. Cassetti, *La cultura del mercato fra interpretazione della Costituzione e principi comunitari*, Torino, 1997; P. Cavaliere, *Iniziativa economica privata e Costituzione vivente*, Padova, 1978; E. Cheli, *Libertà e limiti dell'iniziativa economica privata nella giurisprudenza della Corte costituzionale e nella dottrina*, «Rass. dir. pubbl.», 1960, 1, pp. 300 sgg.; F. Cocozza, *Profili di diritto costituzionale applicato all'economia. I «diritti di cittadinanza» tra libertà economiche ed integrazione sociale*, Torino, 2001; C. Esposito, *I tre commi dell'art. 41 della Costituzione*, «Giur. cost.», 1962, p. 37; F. Galgano, *Art. 41*, in *Commentario Cost. Branca*, Bologna-Roma, 1982, pp. 1 sgg.; M.S. Giannini, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1985; G. Guarino, *Pubblico e privato nell'economia. La sovranità tra Costituzione ed istituzioni comunitarie*, «Quaderni cost.», 1992, pp. 21 sgg.; N. Irti, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998; M. Luciani, *La produzione economica privata nel sistema costituzionale*, Padova, 1983; M. Luciani, *Economia nel diritto costituzionale*, in *Digesto pubbl.*, V, Torino, 1990, pp. 375 sgg.; M. Mazzioiti, *Il diritto al lavoro*, Milano, 1956; G. Morbidelli, *Iniziativa economica privata*, in *Enc. Giur.*, XVII, Roma, 1989; A. Moscarini, *Sussidiarietà e libertà economiche*, in *Trasformazioni della funzione legislativa. I «vincoli» alla funzione legislativa*, a cura di F. Modugno, Milano, 1999, pp. 245 sgg.; R. Nania, *Libertà economiche e libertà d'impresa*, in *I diritti costituzionali*, a cura di R. Nania, P. Ridola, Torino, 2001, vol. I, pp. 69 sgg.; G. Oppo, *L'iniziativa economica*, in AA.VV., *La Costituzione economica a quarant'anni dall'approvazione della Carta fondamentale*, Milano, 1990, pp. 70 sgg.; A. Pace, *Problematica delle libertà costituzionali. Parte speciale*, Padova, 1992, pp. 457 sgg.; A. Pace, *Libertà «del» mercato e «nel» mercato*, «Politica del diritto», 2, 1993, p. 327 sgg.; A. Pace, *Iniziativa privata e governo pubblico dell'economia*, in *Scritti in onore di Tosato E.*, Milano, 1982, vol. II; A. Predieri, *Pianificazione e Costituzione*, Milano, 1963; T. Spagnuolo Vigorita, *L'iniziativa economica privata nel diritto pubblico*, Napoli, 1959.

²⁰ Amato, *Il governo dell'industria in Italia*, cit.

Il riconoscimento della libertà di iniziativa economica privata, in risposta all'onnivoro e invadente statalismo fascista, anche sul piano economico, implicava l'intenzione di superare ogni forma di monopolio, pubblico o privato, salvo nei casi in cui sussistesse, un comprovato interesse pubblico al mantenimento di monopoli pubblici.

Detta premessa appare strumentale all'enunciazione del principio secondo cui libertà di iniziativa economica privata equivale, nell'area del mercato dei capitali, a libertà di allocazione del risparmio privato di cui ciascun individuo dispone. E assunzione dell'iniziativa economica non vuol dire soltanto, nell'accezione classica della locuzione, avvio di un'attività imprenditoriale. Vuol dire anche, in una declinazione moderna e più ricca dell'istituto, assunzione di una partecipazione, quantunque di minoranza, in una società commerciale. Anche l'azionista, infatti, assume un'iniziativa economica, in quanto corre un rischio di impresa e quindi aspira a trovare una giusta e adeguata remunerazione per l'assunzione del rischio consistente nella possibilità di subire una perdita derivante dal minore valore della propria partecipazione.

Ma il riconoscimento della libertà di iniziativa economica privata assume una molteplicità di significati politico normativi, tra cui, vi è, in termini più generali, anche il riconoscimento dell'importanza e centralità, nel nostro sistema economico, del mercato *tout court*. Cos'è infatti il mercato se non, da un lato, sul piano dell'offerta, la somma delle singole iniziative economiche, pubbliche o private, e dall'altro, sul piano della domanda, la somma di tutti coloro i quali, soddisfacendo un proprio bisogno economico, attingono, in quanto consumatori, alla produzione di beni e servizi forniti da chi assume un'iniziativa economica.

In breve, l'efficienza del mercato è in quanto tale un valore costituzionale per il costituente, sebbene non esista un norma costituzionale che tuteli direttamente il mercato, giacché un mercato correttamente funzionante risponde a un interesse pubblico di natura macroeconomica e rappresenta un garanzia di tutela del singolo consumatore.

L'autentico valore precettivo dell'articolo 41 della Costituzione, almeno con riferimento alla disciplina dei mercati finanziari, è rappresentato proprio dalle due menzionate conclusioni, ossia da un lato che l'azionista di un emittente quotato su un mercato regolamentato, anche quello di minoranza, assume un'iniziativa economica e per questa ragione merita tutela e, in secondo luogo, che l'integrità del mercato, nel nostro caso del mercato dei capitali, rappresenta un valore costituzionale.

Con riferimento a questa seconda conclusione, la libertà di iniziativa economica privata, nell'implicare una tutela dell'efficienza del mercato, si pone come l'altra faccia della medaglia della tutela del risparmio. Quest'ultimo valore, infatti, non assume una dimensione assoluta, dovendo sempre fare i conti ed essere temperata con la necessità di garantire l'esistenza di un mercato efficiente. E non sempre la tutela del risparmio avviene a ef-

ficienza del mercato immutata. Sovente un eccesso di tutela del risparmio può arrecare nocimento all'efficienza del mercato in quanto arreca un beneficio minimo alla posizione dell'investitore, a fronte di un apprezzabile sacrificio imposto all'industria finanziaria²¹.

L'importanza dell'articolo 41 della Costituzione, in sede di applicazione e interpretazione della normativa dettata dal T.U.F., nonché in sede di regolamentazione secondaria, risiede nella natura di limite naturale alla latitudine normativa dell'articolo 47 della Costituzione, che non rappresenta una disposizione costituzionale assolutamente libera e incondizionata, bensì una norma che deve costantemente dialogare con la libertà di iniziativa economica e la necessità di garantire l'efficienza del mercato dei capitali.

Sarebbero pertanto incostituzionali, dal nostro punto di vista, quelle interpretazioni delle norme di legge o quella regolamentazione secondaria che, pur arrecando un beneficio alla tutela del risparmio, incidano negativamente sulle condizioni di efficienza del mercato degli strumenti finanziari. O meglio, in una logica di giusto temperamento tra le due norme, a nostro avviso, susciterebbero perplessità costituzionali quelle interpretazioni normative o quelle norme secondarie che arrechino una minima tutela del risparmio o dell'investimento, arrecando un grosso *vulnus* all'efficienza complessiva del mercato degli strumenti finanziari.

In conclusione, attraverso l'art. 41 della Costituzione assurge al rango di valore costituzionale l'efficienza e competitività del mercato dei capitali.

4. L'articolo 47 della Costituzione

Delineato, sebbene per sommi capi, da un lato, il quadro generale delle relazioni economiche predisposto dalla nostra Costituzione e, dall'altro, l'incidenza dell'art. 41 sul diritto dei mercati finanziari, è bene ora soffermarsi più attentamente sulla tutela del risparmio di cui si occupa l'art. 47.

Anche detta norma risente dell'impostazione di fondo delineata dai Costituenti. Basti, per esempio, leggere il secondo comma della disposizione in esame dove è posto l'accento sul risparmio dei comuni lavoratori e non su quello derivante dalle grandi rendite²². È del tutto evidente la forte carica sociale e di protezione dei soggetti individuati come deboli che il Costituente italiano ha voluto porre su questa norma.

²¹ Si pensi alla normativa in materia di deleghe di voto la quale per tanti anni è rimasta sostanzialmente inutilizzata da parte degli operatori del mercato perché troppo sbilanciata sul versante della tutela degli investitori. Una volta rimossi una serie di obblighi informativi che rappresentavano soltanto degli oneri in termini di costi per l'emittente, senza apportare alcuna effettiva tutela in favore degli azionisti, la disciplina ha iniziato a trovare un'utilizzazione sempre maggiore.

²² Tale comma è interessante perché sembrerebbe legittimare eventuali interventi legislativi sulla tassazione delle grandi rendite finanziarie, in questo senso D'Amico, Catalano, *Tutela del risparmio*, cit., p. 32.

Anche con riferimento all'art. 47, l'interpretazione di questa norma ha subito nel tempo, alla luce dell'evoluzione economica, finanziaria e istituzionale degli ultimi cinquant'anni, un'interpretazione evolutiva che ha comportato una divaricazione della Costituzione vivente rispetto al testo positivo.

Nei primi anni di vigenza della norma l'indeterminatezza del concetto di risparmio da un punto di vista giuridico²³ e la concisione semantica della norma hanno indotto la giurisprudenza²⁴ e la dottrina ad attribuire un carattere programmatico alla disposizione (con la conseguenza che questa non sarebbe ritenuta portatrice di significati immediatamente e direttamente precettivi)²⁵.

Ma, come anticipato, la sensibilità del legislatore è mutata, anche in virtù dell'accresciuto ruolo assunto dall'investimento nei mercati finanziari che, da modalità di impiego del risparmio residuale ed elitario, è diventato una forma di allocazione della ricchezza molto frequente e diffuso tra le diverse fasce sociali della popolazione. D'altra parte, come già messo in luce, i Padri Costituenti non potevano immaginare i forti cambiamenti che hanno stravolto la fisionomia dei mercati mobiliari. Una forte accelerazione nella regolamentazione del settore è derivata dalla globalizzazione, dall'integrazione fra i diversi mercati all'insegna dell'efficienza e dalla nascita e sviluppo di prodotti finanziari sempre più sofisticati (si pensi alla recente cartolarizzazione dei mutui *subprime*), oltre che dalla maggiore semplicità nel compiere investimenti finanziari, attraverso l'utilizzo degli intermediari *online*.

È da notare inoltre che, a differenza dell'art. 41, che enuncia esplicitamente le finalità della norma, la disposizione costituzionale in esame omette ogni riferimento di natura teleologica, così incrementando le difficoltà interpretative.

²³ Per la scienza economica invece il risparmio è quella parte di reddito netto che non viene consumata. Il risparmio è ogni forma di surplus monetario di carattere volontario in qualunque modo indirizzato, così A. Cerri, A. Baldassarre, *Interpretazione dell'ordinanza di rimessione, tutela del risparmio, decreti legislativi vincolati*, «Giur. Cost.», 1965, p. 824. Altri invece sostengono che oggetto della tutela costituzionale sia solo il risparmio che sia componente del ciclo economico e non puro e semplice accantonamento di moneta, così F. Merusi, *Art. 47*, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di G. Branca, Zanichelli, Bologna-Roma, 1980, pp. 153 sgg.

²⁴ Corte Cost., sent. n. 143/1982, n. 19/1975, n. 143/1995 e n. 29/2002. Al riguardo si veda anche S. Baroncelli, *Art. 47*, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti, Torino, 2006, vol. I, e G. Ariolli, *La tutela del risparmio. Quaderni di sintesi della giurisprudenza costituzionale* reperibile su <http://www.cortecostituzionale.it/informazione/file/STU_211_La_tuteladelRisparmio.pdf>.

²⁵ Soltanto un Autore ha recentemente interpretato l'art. 47 come norma precettiva immediatamente applicabile. G. De Minico, *La costituzione difende il risparmio. E il legislatore?*, in <<http://www.associazionedeicostituzionalisti.it>>. Questa impostazione consentirebbe ai cittadini di agire direttamente contro la Consob nel caso in cui, a causa della sua scorretta vigilanza, abbia arrecato un danno agli investitori. Il fondamento del diritto al risarcimento dei soggetti danneggiati risiederebbe nella diretta violazione dell'art. 47 e non nel principio generale del *neminem laedere*.

Un'importante premessa all'esegesi della norma è che l'art. 47 individua una libertà: quella di decidere se e in quale modo utilizzare il proprio risparmio²⁶.

Al di là di questa pacifica considerazione, la dottrina ha dato, con il passare dei decenni, un'interpretazione dell'art. 47 via via diversa.

Inizialmente infatti è stato evidenziato come il dualismo credito-risparmio fosse a vantaggio del primo. Soltanto attraverso lo sviluppo del sistema bancario-creditizio si poteva raggiungere una piena tutela del risparmio, con ciò lasciando intendere che l'unico strumento di tutela del risparmio fosse rappresentato dalla regolamentazione del settore dell'erogazione del credito²⁷. Così l'art. 47 veniva visto semplicisticamente come fondamento giuridico agli interventi legislativi in materia creditizia e di politica monetaria (si pensi ad esempio all'inflazione o al potere d'acquisto). E ciò era del resto in linea, nell'immediato dopoguerra, con lo scarso sviluppo e popolarità dei mercati finanziari come strumento di allocazione del risparmio. Il canale privilegiato era infatti quello bancario.

Un'ulteriore difficoltà che la norma in commento pone sul piano ermeneutico deriva dal fatto che l'art. 47 disciplina congiuntamente sia il risparmio in senso stretto sia il risparmio che, correlato al credito, entra a far parte della liquidità monetaria²⁸. Tuttavia nella seconda accezione vi è una forte connessione fra la tutela del risparmio e il valore della moneta. Tale interpretazione ha portato alcuni autori a mettere in relazione l'art. 47 con la legge bancaria del 1936, quasi che la disposizione in questione andasse a giustificare a posteriori l'intervento normativo nel settore creditizio²⁹. In particolare Merusi ha compiuto una distinzione fra le forme di risparmio possibili: utilizzazione economica del *surplus* monetario individuale contrapposto al puro e semplice accantonamento di moneta. Per l'Autore solo la prima accezione rientra nel concetto di risparmio delineato dall'art. 47, coerentemente con la posizione che esalta il risparmio come componente del processo economico³⁰.

Tale impostazione è stata rigettata dai più³¹ poiché l'art. 47 si limita a costituzionalizzare un principio generale in materia di credito e risparmio.

²⁶ Così Giannini, *Diritto pubblico dell'economia*, cit. Aspetto avvallato dalla lettura dell'art. 41 appena esposta, vedi *supra* cap. 1.3.

²⁷ Cfr. Merusi, *Art. 47*, cit.; G Ferri, *La validità attuale della legge bancaria*, «Rivista di diritto commerciale», 1974, pp. 136 sgg. a supporto di tale impostazione vi è sia il dato letterale che il contesto storico in cui è stata elaborata la Costituzione italiana. Per una puntuale ricostruzione del dibattito assembleare della Costituente vedi sull'argomento D'Amico, Catalano, *Tutela del risparmio*, cit., pp. 35 sgg.

²⁸ In questo senso Merusi, *Art. 47*, cit p. 184.

²⁹ M.S. Giannini, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1977, p. 205. L'Autore evidenzia come l'Assemblea Costituente avesse voluto la costituzionalizzazione di una serie di poteri concatenati: l'incoraggiamento e la tutela del risparmio, la disciplina, il coordinamento e il controllo del credito, che dinamicamente dovrebbero concorrere a fare della moneta un elemento cardine della costituzione economica.

³⁰ Merusi, *Art. 47*, cit., pp. 183 sgg.

³¹ Cfr. M. Mazzotti Di Celso, G.M. Salerno, *Manuale di diritto costituzionale*, Padova, 2007, p. 251.

Inoltre la norma costituzionale non può spingersi fino ad attribuire alla legge bancaria del 1936 contenuti e finalità che non le sono propri, quali quelle della pianificazione economica, oppure a giustificare l'utilizzazione del sistema bancario per scopi di politica economica³². Per di più tutte le considerazioni circa la costituzionalizzazione del valore della moneta, in relazione all'art. 47 Cost., vanno accantonate con l'introduzione nel 2001 della moneta unica europea, l'Euro³³. Infatti la politica monetaria dell'UE rappresenta una prerogativa delle istituzioni comunitarie.

L'impostazione appena evidenziata è inoltre criticabile nella misura in cui mette in secondo piano il concetto di investimento che è invece richiamato, sebbene indirettamente, al secondo comma dell'art 47 Cost.

Le due critiche appena esposte indeboliscono fortemente la tesi che vede il risparmio come bene giuridico da tutelare solo in relazione alla stabilità monetaria e alla limitazione dell'impatto dei processi inflattivi sul valore dei risparmi. Ecco perché è necessario focalizzare l'attenzione piuttosto sul concetto/valore di risparmio in senso stretto, naturalmente tenendo sempre in considerazione le evoluzioni economiche e istituzionali.

Parte della dottrina ha di recente identificato quale «oggetto della tutela dell'art. 47 non il risparmio in quanto tale, quanto piuttosto quello che grazie all'esistenza e al corretto funzionamento del mercato si risolve in un investimento finanziario. Nella rinnovata convinzione che promuovendo e tutelando quest'ultimo e le aspettative di redditività dell'investitore, oltre che l'interesse individuale, si soddisfa anche un interesse collettivo alla ottimale ed equilibrata distribuzione delle risorse e all'efficienza dell'intero sistema economico»³⁴.

Altri autori invece, riconoscendo il risparmio come un principio/valore del nostro ordinamento, concepiscono la tutela del risparmiatore/investitore come attuazione da parte dello Stato-ordinamento della finalità individuata dall'art. 47. Tale norma, focalizzando l'attenzione sul valore del risparmio, impone al legislatore di salvaguardare qualsiasi forma di investimento a prescindere dalla forma giuridica che questo assume³⁵.

In altri termini, se un'interpretazione letterale e storica conduceva a ritenere il risparmio secondo un'accezione oggettiva, vale a dire con riferimento all'oggetto e non al soggetto, oggi si pone in evidenza il valore generale

³² Ferri, *La validità attuale della legge bancaria*, cit., p. 138.

³³ È indubbio tuttavia che il ruolo del finanziamento bancario alle imprese in Italia abbia avuto sempre un ruolo di primo piano. Il ricorso al mercato del capitale attraverso la quotazione in borsa è un fenomeno poco diffuso, se messo a confronto con altre esperienze straniere, probabilmente anche per le dimensioni contenute della maggior parte delle nostre imprese. Situazione specularmente differente avviene invece negli Stati Uniti d'America, dove oltre al massiccio ricorso al pubblico risparmio sono anche diffusi strumenti alternativi di finanziamento quali il *venture capital* e il *private equity*.

³⁴ Così F. Guizzi, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, «Il Filangieri», 2-4, 2005, pp. 171 sgg.

³⁵ Zatti, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio*, cit., p. 7.

di risparmio, poi declinabile dal legislatore nella tutela sia del singolo risparmiatore/investitore che, più in generale, dell'efficienza del mercato. D'altra parte la stessa legislazione italiana, per ottemperare ai principi comunitari della libera circolazione dei capitali e della libertà di stabilimento ha focalizzato la propria attenzione maggiormente sul risparmiatore che, avendo accesso a numerose tipologie di strumenti finanziari su un mercato globale, diviene investitore.

A noi sembra che la nozione di risparmio menzionata nella Costituzione sia ormai datata e non al passo coi tempi. E infatti sia nella legislazione comunitaria, sia nel T.U.F. non si parla mai di risparmiatori bensì di investitori. E infatti la nozione di risparmio, sul piano economico, richiama un'accezione conservativa di quella parte di reddito percepito e non consumato che viene appunto definito, anche nel gergo comune, come risparmio. Ed effettivamente nel dopoguerra la stragrande maggioranza della popolazione italiana tendeva ad accantonare una quota di reddito, generalmente sotto forma di depositi bancari, con la finalità di mantenerne inalterato il potere di acquisto piuttosto che aumentarne il valore in misura eccedente il tasso di inflazione. Oggi, invece, i mercati finanziari raccolgono, con diversi gradi di rischio di investimento, capitali di rischio o capitali di debito appartenenti a soggetti che perseguono finalità accrescitive del proprio capitale. Ecco allora che l'investimento, rispetto al risparmio, presenta natura e modalità di tutela differente. E infatti, sotto il profilo della tutela, mentre la protezione del risparmio è affidata a una forma di vigilanza di tipo sistemico (attraverso la Banca d'Italia che vigila sulla sana e prudente gestione degli istituti di credito), la tutela dell'investimento viene attuata mediante l'imposizione di obblighi a carico delle tre categorie di soggetti vigilati dalla Consob: emittenti, intermediari e mercati. Sui primi gravano una serie di obblighi informativi, tra cui gli obblighi di informativa *price-sensitive* da fornire al pubblico; sugli intermediari gravano obblighi di informativa di natura contrattuale con il singolo cliente; sui mercati gravano obblighi di vigilanza diretta sugli emittenti strumenti finanziari nonché obblighi di natura regolamentare sui meccanismi di funzionamento del mercato gestito.

E sempre dal punto di vista soggettivo, il richiamo dell'art. 47 all'origine popolare del risparmio sembra far ritenere che la Costituzione voglia tutelare la figura dell'investitore medio, ossia quello asseritamente sprovvisto, piuttosto che quella dell'investitore professionale; sebbene poi anche i secondi possano beneficiare, in determinati casi, della tutela legislativa fornita all'investitore meno sofisticato³⁶.

³⁶ In questo senso A. Zito, *Contraddizioni concettuali ed anomalie sistemiche del mercato finanziario: considerazioni minime sulla centralità della tutela del risparmiatore*, «Il diritto dell'economia», 1, 2008, pp. 78-79. Nella letteratura d'oltreoceano Z. Goshen, G. Parcjomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, «Duke Law Journal», 4, 2006, pp. 711 sgg., sostengono invece che il ruolo principale della regolamentazione del diritto dei mercati finanziari sia quello di creare un mercato competitivo per gli investitori professionali. Gli Autori giungono a questa conclu-

Una lettura attuale dell'art. 47, come già messo in luce in relazione all'art. 41, non può non fare riferimento all'efficienza e alla trasparenza dei mercati finanziari. Soltanto in presenza di un mercato che riflette correttamente e immediatamente il valore degli indici azionari si può giungere a una tutela effettiva di tutti i risparmiatori e investitori. È indubbio che a complicare lo scenario vi è il fatto che l'investitore non rappresenti una figura unitaria. Nel mondo dei mercati finanziari ci sono sia investitori sofisticati o professionali che investitori non professionali. La peculiarità dei mercati finanziari deve sempre essere tenuta in considerazione. È chiaro che le prospettive di guadagno e di successo saranno molto differenti tra le due categorie di investitori; tuttavia è necessario che la normativa impedisca, quanto meno, che i primi si approfittino dei secondi e che entrambi 'giochino', almeno formalmente, alla pari. Del resto è indubbio che un *trader* di una banca d'investimento, oltre a possedere un bagaglio di conoscenze tecniche superiori, vive e lavora in un contesto che, gioco forza, gli consente di essere maggiormente informato e 'attivo' rispetto a un lavoratore che decide di investire i propri risparmi sul mercato obbligazionario e azionario. Ciò che però è necessario è che quest'ultimo debba avere la consapevolezza del rischio a cui va incontro sottoscrivendo strumenti finanziari (ed ecco che interviene la normativa sui prospetti) e la sicurezza che le informazioni rilasciate al mercato vengano fornite obbligatoriamente e prontamente dall'emittente attraverso canali informativi che giungano anche al piccolo investitore (ecco la normativa sull'informazione *price-sensitive*). Infine l'investitore medio deve nutrire il massimo grado di fiducia nel sistema finanziario, e tale fiducia può esserci soltanto impedendo che vengano poste in essere frodi finanziarie³⁷.

Si consideri inoltre che non risulta agevole per l'investitore medio valutare la profittabilità dei prodotti finanziari, in quanto, a differenza di altre tipologie di prodotti e merci, lo strumento finanziario, per sua caratteristica intrinseca, è privo del valore d'uso. In altri termini il risparmiatore, di fronte a uno strumento finanziario non è in grado di calcolarne il giusto valore di scambio, proprio perché non è possibile farne un uso materiale.

Il meccanismo di funzionamento dei mercati finanziari risulta ulteriormente complicato da un ulteriore aspetto e cioè dalla negoziabilità nel suo

sione analizzando il modo in cui la legge regola alcuni settori del mercato mobiliare. In primo luogo, la *mandatory disclosure* riduce i costi per gli *informed traders*, che altrimenti deriverebbero dalla raccolta di informazioni finanziarie. In secondo luogo, il divieto di manipolazione e frode permettono agli investitori professionali di diminuire ugualmente i costi concernenti la verifica delle notizie in loro possesso. Infine, bandendo l'*insider trading* si riduce la competizione fra investitori professionali e *insider*. D'altra parte, secondo questi Autori, soltanto questo tipo di investitori, attraverso la loro operatività, riescono a rendere efficiente il mercato da un punto di vista informativo.

³⁷ Analizza brillantemente il concetto di fiducia tra investitori e mercato F. Vella, *Capitalismo e finanza*, Bologna, 2001.

ambito di una vasta gamma di strumenti finanziari con gradi di rischio ed elaborazione strutturale differenti.

Per cercare di garantire l'integrità dei mercati finanziari, accanto a una tutela privatistica, c.d. *private enforcement*, l'ordinamento ha predisposto una tutela di carattere pubblicistico, c.d. *public enforcement*³⁸, consistente nel potere di vigilanza della Consob e della Banca d'Italia, oltre che nell'intervento repressivo del diritto penale.³⁹

Tuttavia è indubbio che la ciclicità delle crisi finanziarie che hanno colpito le economie mondiali degli ultimi decenni, impone un miglioramento della disciplina in esame con riferimento a entrambe le dimensioni di tutela.

5. L'articolo 91 del T.U.F.

L'art. 91 del T.U.F. contiene una sintesi tra i valori antagonisti previsti dagli articoli 41 e 47 della Costituzione, e per tale ragione appare dotata di un rango sostanzialmente costituzionale nella disciplina del diritto dei mercati finanziari.

L'art. 91 T.U.F. rappresenta, infatti, la norma di apertura della Parte IV del Testo Unico, cioè quella relativa agli emittenti. Sebbene la rubrica della norma si riferisca ai «Poteri della Consob», al suo interno troviamo esposti dei principi generali circa il comportamento dell'Autorità di vigilanza dei mercati; i poteri veri e propri della Consob sono esposti nelle disposizioni successive.

Come ha illustrato la dottrina, l'articolo in esame è specularmente agli artt. 5⁴⁰ e 74⁴¹ T.U.F., e cioè rispettivamente alle norme di apertura della parte sugli intermediari e sul mercato, i quali, al pari dell'art. 91 T.U.F., individuano i principi a cui la Consob si deve ispirare nello svolgimento delle proprie attività⁴².

In base alla norma in esame, i criteri generali a cui l'Autorità di vigilanza deve avere riguardo durante la propria attività sono la tutela degli investitori, l'efficienza e la trasparenza del mercato.

³⁸ Per un'attenta analisi delle differenze fra pena pubblica e sanzione civile vedi P. Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, pp. 77 sgg.

³⁹ Cfr. F. Zatti, *Il controllo pubblico del mercato mobiliare. Profili istituzionali*, versione provvisoria, Torino-Firenze, 2004.

⁴⁰ Art. 5, comma 1, T.U.F. «La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi: a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria».

⁴¹ Il quale al primo comma stabilisce che «La Consob vigila sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori e può adottare ogni misura per garantire il rispetto degli obblighi previsti dal presente Capo. A tal fine, agli operatori ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati, diversi dai soggetti abilitati, si applicano gli articoli 8, comma 1 e 10, comma 1».

⁴² Sul tema dell'art. 91 vedi i commenti di F. Annunziata, *Art. 91*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza D.lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, a cura di P. Marchetti; L. Bianchi, Milano, 1999, vol. II, pp. 1-8; G. Santoni, *Art. 91*, in *Testo unico della finanza: D.lg. 24 febbraio 1998 n. 58*, a cura di G. F. Campobasso, vol. II, pp. 745-749, Torino, 2002.

A nostro avviso questa disposizione non fa altro che positivizzare il rapporto esistente tra due norme costituzionali in continuo dialogo, ossia l'articolo 41, da cui può evincersi, alla luce dell'interpretazione evolutiva suggerita dalla nuova costituzione economica, il valore costituzionale rappresentato dall'obbligo di perseguire l'efficienza del mercato dei capitali e l'articolo 47, che tempera l'impronta liberistica dei mercati, a vantaggio di un approccio sociale, il quale richiede il dovere di fornire massima tutela degli investitori.

L'articolo 41 e l'articolo 47 della Costituzione, come detto, sono norme che dialogano costantemente, in quanto rappresentano valori contrapposti, meritevoli di contemperamento, sia da parte del legislatore/regolatore, in sede di produzione normativa, sia da parte delle autorità di vigilanza, in sede di *enforcement* della normativa finanziaria.

L'articolo 41, infatti, nel prevedere la libertà di iniziativa economica privata, almeno alla luce dell'interpretazione evolutiva che abbiamo descritto, come già evidenziato, non si limita a riconoscere una libertà del singolo, ma intende costituzionalizzare un modello economico, ossia quello dell'economia sociale di mercato. In breve, l'articolo 41 fornisce un appiglio costituzionale al cosiddetto capitalismo di mercato. Ciò vuol dire che è compito del legislatore garantire non solo che esista un mercato, nel nostro caso un mercato dei capitali, ma anche che detto mercato sia quanto più efficiente possibile.

L'efficienza del mercato può naturalmente intendersi in almeno due accezioni.

In una prima accezione i mercati finanziari si considerano efficienti quando questi siano tali da un punto di vista informativo, ossia quando il prezzo di uno strumento finanziario riesce a riflettere e incorporare tutte le informazioni disponibili aventi ad oggetto quel determinato titolo⁴³.

In una seconda accezione un mercato finanziario è efficiente quante più risorse e investimenti riesca a convogliare o attrarre. Nel caso del mercato dei capitali, quindi, l'efficienza potrebbe misurarsi assumendo come parametro di riferimento, ad esempio, il numero di società quotate o di strumenti finanziari scambiati sul mercato.

Naturalmente dal punto di vista degli emittenti i mercati efficienti sono quelli in cui minore è la protezione degli investitori *retail* e quindi massimi sono i vantaggi in favore dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio.

⁴³ Cfr. E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, «The Journal of Finance», 25, 2, 1970, pp. 383-417. Per Fama esistono tre distinte ipotesi di efficienza dei mercati: 1) Efficienza in *forma debole*, qualora i prezzi osservati sul mercato riflettono tutta l'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi stessi; 2) Efficienza in *forma semi-forte*, qualora i prezzi di mercato riflettono tutta l'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi, più qualunque altra informazione pubblica; 3) Efficienza in *forma forte*, qualora i prezzi di mercato riflettono l'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi stessi, qualunque altra informazione pubblica, nonché qualunque informazione privata. Al riguardo si veda diffusamente *infra*, cap. 2.1.

Ma la Costituzione attribuisce rilevanza, all'articolo 47, anche alla tutela del risparmio/investimento, in ragione della rilevanza sociale dello stesso.

Sussistono quindi due beni costituzionali, apparentemente configgenti, i quali vanno contemperati. O meglio è necessario individuare, sia in sede di legislazione/regolazione, sia in sede di *enforcement*, il giusto *trade-off* tra efficienza del mercato e tutela degli investitori. In particolare, in materia regolamentare apparirebbe contrastante con il combinato disposto degli articoli 41 e 47 una norma che imponga un obbligo o un onere in capo a un emittente quotato che arrechi un costo a un operatore del mercato, senza che questo trovi giustificazione in un beneficio a vantaggio degli investitori. Si pensi ad esempio ai numerosi obblighi informativi previsti, in sede di prospetto informativo, in capo a chi intenda sollecitare il pubblico risparmio. Non è detto che la previsione di obblighi informativi molto dettagliati apporti sempre un beneficio ai risparmiatori. A volte, detti obblighi si limitano a incrementare la quantità di notizie a disposizione dell'investitore, confondendogli le idee e risolvendosi in un mero costo a carico del sollecitante⁴⁴.

L'articolo 91, pertanto, nello stabilire che: «La Consob esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali» intende regolare in maniera equilibrata il rapporto esistente tra due valori costituzionali di pari forza, ossia il principio dell'efficienza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali e quello della tutela degli investitori. La prima non può spingersi fino al punto da pregiudicare o anche soltanto mettere a repentaglio il principio enucleato dall'articolo 47 della Costituzione e la seconda non può essere interpretata in maniera talmente radicale da menomare l'efficienza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali.

Tutto ciò assume particolare rilevanza, con riferimento all'informazione *price-sensitive*, in almeno due sedi di operatività della Consob.

La prima è la sede regolamentare. E invero, la Consob, in sede di attuazione dell'art. 114 del T.U.F., ha definito nel dettaglio i confini operativi dell'informazione *price-sensitive*. Nel far ciò si è cercato di evitare un approccio eccessivamente invasivo che comporti un obbligo di *disclosure* troppo rigido in capo agli emittenti anche quando ciò non trovi giustificazione in un interesse effettivo del pubblico ad essere informato su determinate vicende societarie⁴⁵.

Lo stesso approccio viene seguito, conformemente a quanto disposto dall'articolo 91 del T.U.F. in sede di *enforcement* della normativa. Si pensi ai casi in cui la Consob richieda, ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del T.U.F., a un emittente di comunicare al pubblico un'informazione privilegiata. O

⁴⁴ Per un'analisi economica dei costi della *disclosure* per gli emittenti vedi *infra* cap. 2.1.

⁴⁵ Per un'applicazione di questi principi in sede pratica si veda *infra* cap. 3.

al caso in cui la Commissione, valutata ai fini sanzionatori, se una determinata informazione possieda il requisito della *price sensitivity*⁴⁶.

In conclusione, tutta la normativa in materia di informativa *price-sensitive* si caratterizza per un'elevata indeterminatezza, in quanto l'interprete dovrà di volta in volta, riempire di contenuto disposizioni che richiedono l'applicazione di giudizi di valore. In sede applicativa, quindi, il giusto equilibrio tra l'efficienza del mercato dei capitali e la tutela degli investitori, dovrà rappresentare il parametro in grado di orientare l'operatore del diritto.

È il faro di riferimento per l'interprete in questa attività non può che essere rappresentato dall'art. 91 T.U.F., così come declinato in virtù dei contrapposti principi costituzionali dettati dagli articoli 41 e 47.

6. Le fonti della tutela del risparmio nell'Unione Europea (cenni)

Appare opportuno, al fine di disporre di una visione completa del fenomeno costituzionale, esaminare le disposizioni previste dai trattati comunitari e dalle fonti normative comunitarie da essi derivati.

Nelle norme comunitarie, come anticipato, non ci si occupa espressamente di risparmio. Così come la nozione di mercato è assente nella nostra costituzione, allo stesso tempo il concetto di risparmio latita nei trattati comunitari. Altrettanto si può dire per le norme di diritto comunitario derivato che spesso fanno riferimento a concetti eterogenei quali «la tutela degli investitori», «il corretto funzionamento e l'integrità del mercato finanziario» o ancora «l'efficienza dei mercati finanziari».

È da notare inoltre come la normativa dell'Unione europea, così come il T.U.F. del resto, non faccia tanto riferimento ai risparmiatori, quanto agli investitori. Sono poi le direttive a classificare questo investitore secondo varie tipologie (si pensi per esempio alla direttiva MiFID).

Il diritto dell'Unione europea, in base all'art. 5 T.U.E. (principio di attribuzione), per poter intervenire su una materia deve disporre della necessaria competenza legislativa e tali competenze sono strettamente legate agli obiettivi dell'Unione. In altri termini, è necessario verificare se i legislatori nazionali hanno deciso di spogliarsi in tutto o in parte della competenza legislativa su un determinato settore.

Per poter agire sulla tutela del risparmio, vista l'assenza nei trattati di una disposizione *ad hoc*, si sono dovute cercare le basi giuridiche in altri fondamenti normativi in tale Carta. Il legislatore comunitario, inoltre, a differenza di quello statale, non può legiferare in materie sulle quali la Carta fondamentale tace.

⁴⁶ Annunziata ha inoltre evidenziato come l'art. 91 T.U.F. abbia in definitiva una duplice funzione; da un lato quella di individuare un criterio di qualificazione dell'operato della Consob, dall'altro quella di fungere da elemento di integrazione delle norme in materia di diritto dei mercati finanziari, così da sopperire, *in primis*, alle eventuali lacune e, *in secundis*, a individuare la corretta interpretazione delle norme in caso di possibili molteplici significati ad esse attribuibili. Annunziata, *Art. 91*, cit., p. 3.

Di regola la tutela del risparmio viene desunta dalla libertà di stabilimento, dall'agevolazione all'accesso alle attività autonome, dalla libera prestazione dei servizi e dalla cooperazione in materia penale. Questi non sono evidentemente principi legati alla tutela del risparmio, ma principi finalizzati all'attuazione degli obiettivi dell'UE e cioè alla creazione di un mercato comune basato sulla libera concorrenza, all'istituzione di una politica monetaria europea, alla protezione dei consumatori e via dicendo.

È bene ricordare inoltre l'art. 352 T.F.U.E. che codifica la cosiddetta *clausola di flessibilità*, in base alla quale l'Unione europea può agire in un certo settore, pur se non esiste una base giuridica specifica, a patto che questo sia necessario al conseguimento degli obiettivi dei trattati indicati all'art. 2 e 4 del Trattato di Lisbona.

Analizzando in dettaglio quali sono le basi giuridiche di riferimento utilizzate dal legislatore europeo nelle direttive che riguardano la disciplina dei mercati finanziari emerge che il ventaglio di principi richiamati è estremamente eterogeneo. La disposizione normativa che fa da fondamento agli interventi dell'Unione europea sono di regola rinvenibili nei preamboli o nei considerando dell'atto.

Dall'esame di alcuni dei provvedimenti europei di maggiore rilevanza per la materia del diritto dei mercati finanziari, come la direttiva 2003/6/CE (la c.d. *Market Abuse Directive*)⁴⁷, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, emerge l'importanza attribuita, nei suoi considerando, all'art. 95 CE, come norma a fondamento dell'intervento normativo. Tale disposizione detta la disciplina per l'emanazione dei provvedimenti per l'avvicinamento delle normative, regolamentari e amministrative, degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno europeo.

La direttiva 2003/71/CE⁴⁸ relativa al prospetto da pubblicare in occasione di un'offerta pubblica per l'ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari (e che modifica la direttiva 2001/34/CE) ha come fondamento sia l'articolo 95, come la direttiva sulla *market abuse*, sia l'art. 44 CE, concernente la libertà di stabilimento.

Ancora, la direttiva 2004/39/CE⁴⁹ relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. MiFID) si giustifica in virtù dell'art. 47, comma 2, CE, disposizione che riguarda nuovamente la libertà di stabilimento, anche se da una prospettiva più specifica, quella dell'armonizzazione delle attività non salariate.

Infine, la direttiva 2004/25/CE⁵⁰ concernente le offerte pubbliche di acquisto trova il suo fondamento giuridico ai sensi del già citato art 44 CE⁵¹.

⁴⁷ Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003.

⁴⁸ Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003.

⁴⁹ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004.

⁵⁰ Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004.

⁵¹ Analizza in dettaglio la basi giuridiche di riferimento per le norme già adottate in materia di tutela del risparmio Cfr. J. Ziller, *La tutela del risparmio tra obiettivi e competenze dell'Unione europea*, «Diritto dell'economia», 1, 2008, pp. 21-27.

Con il trattato di Lisbona del 2007⁵² il diritto comunitario si è complicato ulteriormente poiché, accanto ai trattati dell'Unione, ha assunto effettività ed efficacia giuridica la Carta dei Diritti Fondamentali dell'UE (CEDU). Difatti l'art. 51 del medesimo Trattato ha stabilito che «le disposizioni della presente Carta si applicano alle istituzioni, organi e organismi dell'Unione nel rispetto del principio di sussidiarietà, come pure agli Stati membri esclusivamente nell'attuazione del diritto dell'Unione. Pertanto, i suddetti soggetti rispettano i diritti, osservano i principi e ne promuovono l'applicazione secondo le rispettive competenze e nel rispetto dei limiti delle competenze conferite all'Unione nei trattati». Sulla base di questa norma è precluso alla CEDU un ampliamento delle competenze dettate dai Trattati dell'UE. Pertanto il legislatore europeo può intervenire solo in presenza di una base giuridica rinvenibile nelle sue fonti supreme.

Le disposizioni di questa Carta che riguardano, almeno incidentalmente, la materia qui in esame sono l'articolo 38 sulla protezione dei consumatori, l'articolo 17 sul diritto di proprietà e l'art. 1 sulla dignità umana. Sebbene ancora una volta non vi siano dei riferimenti specifici alla tutela del risparmio, queste disposizione potrebbero rivelarsi un ulteriore stimolo per il legislatore europeo nel cogliere le esigenze di salvaguardia del corretto funzionamento dei mercati finanziari e nella tutela degli investitori⁵³.

Riteniamo utile infine soffermarci sul quarantaquattresimo considerando della direttiva 2003/6/CE in materia di *market abuse* il quale recita «La presente direttiva rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti segnatamente dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, in particolare l'articolo 11, nonché l'articolo 10 della Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali. A questo riguardo, la presente direttiva non impedisce in alcun modo agli Stati membri di applicare le loro norme costituzionali in materia di libertà di stampa e di libertà d'espressione nei mezzi di informazione».

La Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti UE, richiama in causa le norme costituzionali degli ordinamenti nazionali relative alla libertà di stampa e cioè per l'Italia la libertà di espressione⁵⁴ codificata nell'art. 21 Cost.⁵⁵.

⁵² Tuttavia gli articoli summenzionati che sono stati individuati come le basi giuridiche delle direttive sulla disciplina mercati finanziari non sono stati modificati, se non marginalmente per le procedure di adozione della normativa, dal Trattato di Lisbona.

⁵³ Ziller, *La tutela del risparmio*, cit., pp. 27-31.

⁵⁴ L'art. 11 della CEDU recita «1. Ogni persona ha diritto alla libertà d'espressione. Tale diritto include la libertà d'opinione e la libertà di ricevere o di comunicare informazioni o idee senza ingerenza alcuna da parte delle autorità pubbliche e senza considerazione di frontiera. Il presente articolo non impedisce che gli Stati sottopongano a un regime di autorizzazione le imprese di radiodiffusione, di cinema o di televisione. 2. L'esercizio di queste libertà, comportando doveri e responsabilità, può essere sottoposto a determinate formalità, condizioni, restrizioni o sanzioni previste dalla legge e costituenti misure necessarie in una società democratica, per la sicurezza nazionale, l'integrità territoriale o l'ordine pubblico, la prevenzione dei reati, la protezione della salute e della morale, la protezione della reputazione o dei diritti altrui, o per impedire la divulgazione di informazioni confidenziali o per garantire l'autorità e l'imparzialità del potere giudiziario».

⁵⁵ Il cui primo comma recita: «Tutti hanno diritto di manifestare liberamente il proprio pensiero con la parola, lo scritto e ogni altro mezzo di diffusione».

È interessante notare come, da un lato, la direttiva in esame dialoghi sia con la CEDU⁵⁶ che con le carte costituzionali degli Stati membri e, dall'altro, riconoscendo la supremazia dei dettati costituzionali in tema di libertà di espressione, acconsente alla sua eventuale limitazione.

7. La tutela costituzionale del risparmio negli altri ordinamenti (cenni)

Il nostro ordinamento ha scelto di tutelare in sede costituzionale il risparmio, in considerazione dell'elevato valore sociale ad esso riconosciuto. In tal modo si è assegnato al bene in esame la natura di principio costituzionale, attribuendogli una forza normativa che lo pone su un piano superiore rispetto alla normativa di rango primario.

Tuttavia, la scelta di costituzionalizzare il bene risparmio non rappresenta l'unica opzione normativamente possibile, in quanto una carta può anche non menzionare il risparmio e comunque tutelarlo con altro strumentario giuridico. L'esempio classico è quello dato dall'ordinamento tedesco, in cui l'orientamento giurisprudenziale basa la nozione giuridica di risparmio sul diritto di proprietà privata⁵⁷. La stessa Unione europea, come si vedrà con più precisione fra breve, non individua espressamente il valore risparmio quale principio da proteggere, eppure è più volte intervenuta in questa materia. Per fare ciò ha desunto questo principio muovendo da altri valori presenti nei trattati.

Oltre alla Costituzione italiana soltanto poche altre carte fondamentali a livello mondiale hanno previsto norme che tutelano espressamente il risparmio. In Europa solamente il Portogallo lo ha fatto, all'art. 101 del titolo IV, riguardante il sistema fiscale e finanziario, dove si enuncia che «Il sistema finanziario deve essere disciplinato dalla legge in modo da garantire l'accumulazione, il deposito e la sicurezza dei risparmi, nonché la domanda di risorse finanziarie necessarie per lo sviluppo economico e sociale»⁵⁸.

Al di fuori dei confini europei, una previsione costituzionale della tutela del risparmio si riscontra nell'ordinamento cinese⁵⁹ e in quelli della Bolivia, Venezuela, Cuba, Corea del Nord e Vietnam⁶⁰.

⁵⁶ Per di più ancora prima che il Trattato di Lisbona formalmente certificasse il suo valore quale fonte giuridica per la competenza del legislatore europeo.

⁵⁷ In Germania la tutela del risparmio, dal punto di vista giuridico, è innanzitutto fondata sul diritto di proprietà. Nelle diverse cause che sono state promosse negli anni davanti al *Bundesverfassungsgericht* è sempre stato utilizzato il diritto di proprietà per tentare, e spesso arrivare per quanto questo sia possibile al diritto, a una migliore tutela del risparmio. J. Ziller, *La tutela del risparmio*, cit., pp. 15 sgg.

⁵⁸ La traduzione proposta è stata da noi realizzata dalla versione inglese della Costituzione portoghese.

⁵⁹ Cfr. V. Cardinale, *Diritto di proprietà e costituzione economica nella Repubblica Popolare Cinese*, «Diritto pubblico e comparato europeo», 2, 2009, pp. 857 sgg.

⁶⁰ Per un'analisi comparatistica europea vedi anche G. Cerrina Feroni, *La tutela del risparmio. Un quadro comparato*, «Diritto pubblico comparato ed europeo», 3, 2009, p. 1154.

Anche nella Costituzione degli Stati Uniti non troviamo alcun riferimento alla tutela del risparmio. Negli USA la costituzione nasce per regolare i diritti delle persone, ma non impone regole per il mercato. L'ombrello giuridico dell'istituto dell'*insider trading* negli USA, Paese in cui questo istituto è nato, a livello costituzionale, è il primo emendamento della costituzione, cioè la libertà di espressione.

È da evidenziare, inoltre, come nei paesi anglosassoni il concetto di risparmio è pensato in funzione di un investimento produttivo, piuttosto che un semplice accantonamento di denaro. Come visto in precedenza, tale impostazione si sta estendendo anche nei Paesi continentali.

D'altra parte gli Stati che hanno inserito all'interno della propria Carta costituzionale la tutela del risparmio, e in questo senso l'Italia rappresenta un'eccezione, hanno adottato un modello economico pubblico con una forte impronta statalista.