



Studi di diritto e regolazione dell'economia
Fatti economici e diritto

Collana diretta da F.M. D'Ettore e F. Zatti

La dualità istituzionale del risparmio popolare

a cura di

**Felice Maurizio D'Ettore
Andrea Bucelli - Filippo Zatti**



G. Giappichelli Editore

Studi di diritto e regolazione dell'economia

Fatti economici e diritto

Collana diretta da F.M. D'Ettore e F. Zatti

1

*Allorché ogni soluzione che si
tenti di un dato problema si
rivela contraddittoria, e il
problema tuttavia permane, è
da supporre, tra l'altro, che non
si posseggano tutti i principi
necessari per la soluzione.*

(B. CROCE, *Riduzione della
filosofia del diritto alla filosofia
dell'economia*, cap. II: *Il diritto come
pura economia*, Napoli, 1926, 35)

Collana diretta da:

Felice Maurizio D'Ettore (Università degli Studi di Firenze);

Filippo Zatti (Università degli Studi di Firenze).

Comitato scientifico:

Niccolò Abriani (Università degli Studi di Firenze), Mariangela Atripaldi (Università degli Studi Roma Tre), Giuseppe Conte (Università degli Studi di Firenze), Giovanni Doria (Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"), Leonardo Ferrara (Università degli Studi di Firenze), Marco Miccinesi (Università Cattolica del Sacro Cuore), Sergio Patriarca (Università degli Studi dell'Insubria), Angelina Principe (Università degli Studi di Salerno), Andrea Simoncini (Università degli Studi di Firenze), Andrea Zoppini (Università degli Studi Roma Tre).

Modalità di presentazione dei contributi monografici e delle opere collettanee

Gli Autori interessati alla pubblicazione nella Collana fanno pervenire il proprio contributo ai Direttori unitamente ad una lettera di presentazione della proposta editoriale da trasmettere ai revisori individuati secondo le modalità e i criteri di seguito stabiliti ai fini della procedura di valutazione.

Procedura di valutazione

Le proposte di pubblicazione nella Collana, se ritenute meritevoli di accoglimento da parte dei membri del Comitato scientifico, sono sottoposte a un procedimento di revisione tra pari secondo il metodo della *double-blind peer review*. I revisori sono individuati dai membri del Comitato scientifico in base al principio di competenza, anche affidandosi a *referee* esterni, e, comunque, secondo una procedura che garantisca autonomia e trasparenza di valutazione.

Per le proposte riguardanti opere collettanee curate da entrambi i Direttori della Collana, ciascun membro del Comitato scientifico è chiamato a rilasciare soltanto un parere sulla rispondenza della proposta editoriale alle finalità scientifiche della Collana.

In copertina:

PIERO BONACCORSI (detto Perin del Vaga), *Giustizia di Zaleuco*, affresco staccato riportato su tela (a. 1521), Galleria degli Uffizi, Firenze, Italia.

Gli obblighi relativi ai diritti di riproduzione sono stati assolti.

La dualità istituzionale del risparmio popolare

a cura di

Felice Maurizio D'Ettore
Andrea Bucelli - Filippo Zatti



G. Giappichelli Editore

G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100
<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-921-1321-3

*Il volume è stato pubblicato con il contributo del Dipartimento di Scienze
per l'Economia e l'Impresa dell'Università degli Studi di Firenze.*

Composizione: Sidebloom s.r.l. - Pisa

Stampa: LegoDigit s.r.l. - Lavis (TN)



Opera distribuita con Licenza Creative Commons
Attribuzione – non commerciale – Non opere derivate 4.0 Internazionale

In loving memory of my Father Domenico

F. Z.

INDICE

	<i>pag.</i>
<i>Introduzione</i>	IX
 MAURO LOMBARDI Il Risparmio da meccanismo propulsore dell'economia capitalistica a "potenziale di instabilità" endogeno al sistema economico	 1
 UGO BIGGERI La funzione sociale del risparmio nell'era della finanza globale	 40
 FRANCESCO CIAMPI Vulnerabilità del sistema bancario nazionale e tutela del risparmio	 54
 LORENZO GAI – FEDERICA IELASI Il rischio bail-in per correntisti e obbligazionisti delle banche italiane	 67
 LAURA MAGI Bail-in: quale tutela del risparmio nell'ordinamento internazionale e dell'Unione europea?	 91
 LAURA MAGI L'incidenza dell'Unione economica e monetaria sul risparmio: un quadro a tinte fosche?	 104
 GIANFRANCO MARTIELLO La tutela penale del "risparmio" tra effettività e simbolismo: la vicenda delle false comunicazioni sociali	 116
 ANDREA BUCELLI Accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione tra politiche della casa e tutele privatistiche	 168

	<i>pag.</i>
NICOLA LUCIFERO L'accesso alla proprietà diretta coltivatrice. Riflessioni sulle dinamiche attuative dell'art. 47, secondo comma, Cost. e sulla valenza della disposizione costituzionale nell'attuale contesto economico	194
MASSIMO ARAGIUSTO Lavoro e risparmio nella Costituzione	211
SILVIA TURELLI L'investimento del risparmio nell'impresa azionaria: profili di diritto societario	224
FELICE MAURIZIO D'ETTORE L'exit dei risparmiatori-azionisti dalle banche cooperative tra tutela del risparmio e stabilità del sistema bancario	240
NICOLETTA VETTORI Risparmio popolare e sistema amministrativo di regolazione dei mercati finanziari. Prime riflessioni	257
SERENA STACCA I codici di comportamento degli operatori finanziari: note brevi sulla tutela del risparmio	275
FILIPPO ZATTI Il <i>favor</i> all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese tra disattese prospettive di democrazia economica ed esigenze di sviluppo del mercato finanziario nazionale	293
MARIANGELA ATRIPALDI Quale tutela, quale <i>favor</i> per il risparmio popolare	325
<i>Note sui Curatori e sugli Autori</i>	348

IL FAVOR ALL'INVESTIMENTO AZIONARIO NEI GRANDI COMPLESSI PRODUTTIVI DEL PAESE TRA DISATTESE PROSPETTIVE DI DEMOCRAZIA ECONOMICA ED ESIGENZE DI SVILUPPO DEL MERCATO FINANZIARIO NAZIONALE

Filippo Zatti

SOMMARIO: 1. Una riflessione preliminare sulla disposizione finale del secondo comma dell'art. 47 Cost. – 1.1. I “limiti” dell’approccio tradizionale all’interpretazione della regola economica: dal diritto dell’economia al “diritto economico”. – 1.2. Il terzo *favor*: l’investimento azionario. – 1.3. Il terzo *favor*: i grandi complessi produttivi del Paese. – 2. Il ruolo dei fattori extragiuridici nell’attuazione del terzo *favor* dell’art. 47, secondo comma, Cost. – 3. La prevalenza della tutela sul *favor*: la “trasformazione” dei portatori di “risparmio popolare” in clienti al dettaglio dell’industria dei servizi finanziari. – 4. Il “risparmio popolare” nella prospettiva del diritto europeo del mercato dei capitali. – 5. Considerazioni conclusive.

1. *Una riflessione preliminare sulla disposizione finale del secondo comma dell'art. 47 Cost.*

La disposizione posta al termine dell'art. 47, secondo comma, Cost., quella cioè destinata a favorire l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario, diretto e indiretto, nei grandi complessi produttivi del Paese, è rispetto alle altre due – proprietà dell'abitazione e diretta coltivatrice¹ – meno immediata da interpretare².

¹ Per le quali si rinvia, in questo Volume, rispettivamente, ai contributi di A. BUCELLI, *Accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione tra politiche della casa e tutele privatistiche*, 168 ss.; N. LUCIFERO, *L'accesso alla proprietà diretta coltivatrice. Riflessioni sulle dinamiche attuative dell'art. 47, 2 co., Cost. e sulla valenza della disposizione costituzionale nell'attuale contesto economico*, 194 ss.

² Lo si evince diffusamente dalle riflessioni di Mariangela Atripaldi raccolte, tra gli altri, in due mirati e significativi lavori monografici dedicati a tale specifico tema: M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, 2014; ID., *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano: dalle prime forme di risparmio alla Costituzione del '48*, Napoli, 2009. Si v. anche, della stessa Autrice, M. ATRIPALDI, *Risparmio e investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento tedesco: la disciplina della “funftes vermögensbildungsgesetz”*, in *Diritto e cultura*, 1-2, 2005, 197 ss.; ID., *Risparmio, credito ed*

Non solo dal punto di vista giuridico³. Anche la dimensione economica del fenomeno pare sfuggente⁴.

In un suo libro di inizio millennio, Alberto Quadro Curzio, a proposito di tale disposizione costituzionale, scrive: «Questo articolo è certamente molto moderno se letto in connessione allo sviluppo del mercato finanziario e dell'investimento azionario e prefigura un sistema produttivo capace di essere alimentato dal risparmio privato. Oggi, non si capisce però perché esso si spinga a individuare i soggetti beneficiari dell'investimento azionario solo nei "grandi complessi produttivi del Paese", tipologia economica che non si identifica con l'impresa e meno che mai con quelle medio-piccole. Comunque questo articolo non ha potuto avere attuazione adeguata neanche per le grandi imprese per la mancanza di sviluppo in Italia di un mercato finanziario adeguato e di quelle tipologie di fondi che in altri Paesi hanno davvero consentito tali partecipazioni azionarie»⁵. L'affermazione che fa Quadro Curzio è particolar-

investimenti socialmente rilevanti: le relazioni a livello micro e macro-economico nel dibattito per l'approvazione dell'art. 47 Cost., in Diritto e cultura, 1-2, 2004, 167 ss. Per inciso, vale la pena osservare, sin da subito, che la dottrina giuridica si è occupata poco del secondo comma dell'art. 47 Cost., concentrandosi, soprattutto, sul primo comma. Per una recente ricostruzione delle posizioni che storicamente si sono succedute in dottrina si rinvia, tra gli altri, a R. IBRIDO, *L'Unione bancaria europea: profili costituzionali*, Torino, 2017, 67-75.

³ Cfr. P.E. CORRIAS, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, 2011, 37: «La disposizione contenuta nel secondo (...) contempla attività che (...) si traducono o in atti di vero e proprio consumo (...), oppure, comunque, nella partecipazione ad attività economiche di tipo produttivo (...) la cui riconducibilità al concetto di risparmio in senso stretto (...) non è sempre sicura o, comunque, necessita di una valutazione caso per caso». Si cfr. anche S. ORTINO, *Banca d'Italia e Costituzione*, Pisa, 1979, 173; V. SPAGNUOLO VIGORITA, *Principi costituzionali sulla disciplina del credito*, in Rass. dir. pubb., 1962, 355 ss.

⁴ Probabilmente, l'incertezza della dimensione economica di tale norma è stata causa della sua "limitata" attuazione (ma v. *infra* citazione di A. Quadro Curzio). Cfr. P. CARETTI-G. TARLI BARBIERI, *I diritti fondamentali: libertà e diritti sociali*, Torino, 2017, 515 ss.: «(...) come è dimostrato a tutt'oggi dagli scarsi risultati ottenuti dalla politica della casa e da quella fondiaria, nonché da una colpevole sottovalutazione delle potenzialità di tale disposizione soprattutto in alcuni recenti processi di privatizzazione di alcuni processi produttivi». La sottovalutazione di cui parlano Caretti e Tarli Barbieri potrebbe ricondursi all'irrisolta questione ideologica che accompagna questa disposizione sin dal dibattito emerso in Assemblea Costituente. Ora, al di là dell'ermeneutica della norma, sia che la si colleghi o meno al destino dell'art. 46 Cost. – cfr. R. MOLESTI, *Impresa e partecipazione: esperienze e prospettive*, Milano, 2006, 56 ss. – una spiegazione della disattenzione del legislatore verso questa norma potrebbe essere individuata nel compromesso intentato nel riferirla all'azionariato popolare piuttosto che a quello più specificamente operaio. Emerge, inoltre, sottesa un'esigenza di superamento in chiave attualizzatrice della norma come testimonianza anche il recente progetto di legge costituzionale A.C. n. 19 presentato il 15 marzo 2013 (*"Modifica all'articolo 47 della Costituzione, in materia di accesso del risparmio popolare alla partecipazione nelle piccole e medie imprese e all'investimento azionario"*) con il quale «(...) si intende estendere alla partecipazione nella proprietà delle piccole e medie imprese il *favor* costituzionale (e) si elimina la limitazione al suolo italiano dell'investimento azionario nei complessi produttivi, estendendolo a tutto il territorio dell'Unione europea». Ma v. *infra* § 1.3 spec. note 40 e 42.

⁵ Si v. A. QUADRO CURZIO, *Sussidiarietà e sviluppo. Paradigmi per l'Europa e per l'Italia*, Milano, 2002, 46-47.

mente significativa se si considera che la sua ricerca scientifica si è concentrata prevalentemente sui profili istituzionali e politico-sociali dell'economia reale ⁶.

Il giurista “contemporaneo” che si trova di fronte a questa disposizione costituzionale può darne interpretazioni, per così dire, più o meno “coerenti” con quella che è la visione economica attualmente dominante. E ciò anche muovendo dai medesimi presupposti giuridici di natura costituzionale, ovvero dagli articoli 41, 42 e 43 della Carta quali proiezioni ⁷ della concezione dell'impresa richiamata dall'art. 47, comma secondo ⁸. Per alcuni interpreti il riferimento è all'impresa azionaria quotata, ma, per altri, invece, soltanto a quella a capitale pubblico prevalente anche non quotata.

Secondo la prima delle due interpretazioni, la disciplina “ordinaria” delle società per azioni “aperte” deve quindi aver riguardo, tra gli interessi anche costituzionalmente meritevoli di protezione, all'interesse dei risparmiatori-investitori ⁹. Nell'altra interpretazione, invece, emerge il riferimento a quelle particolari società per azioni pubbliche nate dalla privatizzazione dei servizi pubblici essenziali, anche non quotate, in cui si evidenziano «gli interessi di formazioni sociali di utenti che si organizzano alla salvaguardia di istituti e servizi di rilevanza sociale, sia nella fase di istituzione

⁶ Mi piace segnalare che Alberto Quadro Curzio si laureò nel 1961 con una tesi di laurea su “Il risparmio nella teoria del benessere economico”.

⁷ Si osservi che si tratta di una lettura a senso inverso, per così dire, che va oltre la preminenza data dagli esegeti al primo comma dell'art. 47 Cost. Tale lettura, evidentemente, si pone in contrasto con quella più autorevole dottrina risalente che qualificava il secondo comma come “paccottiglia”: si v. la ricostruzione esegetica di C. CARCELLI, *L'interesse pubblico alla tutela del risparmio e al controllo del credito*, in M. Giusti (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1994, 168 ss.

⁸ Dei quali, in particolare dell'art. 41 Cost., può essere data una lettura fondata sui poli contrapposti, appunto, della teoria contrattualistica e di quella istituzionalistica dell'impresa. Si v. A. PAVONE LA ROSA, *Profili della tutela degli azionisti*, in Riv. soc., 10, 1965, 86 ss. Cfr. anche G. FERRI, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in Riv. soc., 2, 1961, 193-194; G. ROSSI, *Controllo pubblico sulla società per azioni*, in Riv. soc., 1958, 524; B. LIBONATI, *Recenti tendenze del diritto germanico in tema di società e cartelli*, in Riv. soc., 1957, 904 ss.

⁹ Si v. F. GALGANO, *Il diritto commerciale in 25 lezioni*, Milano, 2007, 131 ss. e più di recente in ID., *Trattato di diritto civile vol. V*, Padova, 2011, 210 ss.: «(...) Il favore per l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario è forma di tutela del risparmio (i costituenti, come risulta dai lavori dell'assemblea erano particolarmente sensibili alla sua difesa contro l'inflazione) ed è al tempo stesso, rilancio del modello della società per azioni, preordinata fin dalle sue origini alla formazione dei grandi capitali industriali e commerciali con l'apporto dei più diversi ceti detentori della ricchezza»; G.C.M. RIVOLTA, *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari nel diritto dell'impresa e delle società*, in P. De Carli (a cura di), *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, Milano, 2012, 91 e, più di recente, ID., *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2015, 31; sull'uso della locuzione “risparmiatore-investitore” mi si consenta di rinviare a F. ZATTI, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in A.A.V.V., *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, 1479 ss. Ma cfr. anche G.L. CARRIERO, *Crisi bancarie, tutela del risparmio, rischio sistemico*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2016, 374 ss.; P.E. CORRIAS, *op. cit.*, 36 ss.

della società che in quella del suo concreto funzionamento»¹⁰ e si dà la necessaria considerazione all'importanza e al ruolo della partecipazione azionaria come «intesa a garantire l'obiettivo del servizio sociale universale e i suoi standard qualitativi (...) attraverso la potenziale partecipazione agli organi societari (C.d.A., Collegio sindacale e dei Revisori), controllo della gestione e della contabilità, affinché non prevalga l'interesse economico sul servizio sociale»¹¹.

Entrambi colgono adombrato, in questa norma, un disegno di «azionariato popolare»¹² ma con distinte funzioni e finalità.

Da un lato, nella visione mercatistica, in uno sforzo di sintesi eccessivo ma efficace, un tale tipo di azionariato dovrebbe far confluire e conciliare l'interesse della massa dei «piccoli risparmiatori» con l'accesso «ad investimenti più dinamici e remunerativi, l'interesse delle grandi imprese societarie ad attingere direttamente dal risparmio diffuso i necessari mezzi finanziari a titolo di capitale di rischio e l'interesse generale del Paese alla trasformazione della ricchezza accumulata in capitale produttivo di nuova ricchezza. Disegno di azionariato «popolare» nutrito, negli anni del secondo dopoguerra, dall'entusiasmo della ricostruzione e sorretto da una visione ottimistica delle dinamiche del mercato azionario; visione non ancora intaccata dalle delusioni delle ricorrenti crisi borsistiche e degli scandali finanziari a getto continuo»¹³.

Dall'altro lato, l'azionariato popolare è concepito in funzione di una prospettiva di democrazia economica che va ben oltre l'interpretazione dell'art. 47, comma secondo, Cost. «quale proiezione dell'art. 42 Cost. sull'accesso alla proprietà ritenendo che tale articolo trasformi un principio di uguaglianza formale, quale l'accesso, in un principio di uguaglianza sostanziale, puntualizzato su tre obiettivi di carattere primario della formazione della personalità: abitazione, proprietà coltivatrice e azionariato popolare»¹⁴.

Entrambe le interpretazioni, dunque, sono percorribili per il diritto; ma se l'interpretazione giuridica tiene in considerazione i fatti economici? Sia chiaro, non quale sia la visione economica dominante, ma i «fatti economici», ovvero, per usare in economia, se possibile, la nozione che Mortati ha usato per la Costituzione, «l'economia materiale». Nel mondo della complessità istituzionale, lo studio dei fenomeni economici attraverso un metodo «transdisciplinare» può essere utile a testare la funzionale efficacia ed effettività dell'assetto regolativo in azione¹⁵.

¹⁰ Si v. F. LUCARELLI, *La tutela dei beni dal codice alla Costituzione. Le «proprietà comuni» e l'Assemblea Costituente*, in F. Lucarelli (a cura di), *Lo Stato di opinione e il danno alla Costituzione. Riflessioni sullo Stato di diritto*, Napoli, 2010, 170.

¹¹ *Id.*, 171.

¹² Ma si v. *supra* nt. 4.

¹³ Si v. G.C.M. RIVOLTA, *op. cit.*, 91.

¹⁴ Si v. F. LUCARELLI, *op. cit.*, 170.

¹⁵ Qui il termine «transdisciplinarietà» viene usato nell'accezione datane dallo psicologo svizzero

1.1. I “limiti” dell’approccio tradizionale all’interpretazione della regola economica: dal diritto dell’economia al “diritto economico”

La letteratura economica, in genere, non è parsa particolarmente interessata a riflettere sulle ragioni della presenza nella Carta costituzionale di una norma sull’investimento azionario, diretto o indiretto che sia; sulla sua correlazione con quello che i Costituenti hanno chiamato “risparmio popolare”; e con il *favor* del finanziamento ai “grandi complessi produttivi del Paese”.

D'altronde, in un sistema economico di mercato, è del tutto naturale, anzi, necessario, che il capitale privato, sia che provenga da investitori sia da piccoli risparmiatori, intesi “evolutive” come clienti dell’industria dei servizi finanziari, affluisca all’economia reale del Paese nel suo complesso. E, dunque, non solo ai “grandi complessi produttivi” per non penalizzarne l’efficiente allocazione.

Secondo la teoria economica sinora dominante, la *mainstream economics*, l’economista dovrebbe essere orientato, innanzitutto, a individuare le soluzioni economiche efficienti, per l’appunto, che, in un quadro di massimizzazione dell’utilità individuale, consentano la migliore allocazione nei sistemi economici delle esauribili risorse¹⁶. Lo sviluppo economico che ne deriverebbe dovrebbe implicitamente garantire, con l’aumento del reddito, anche una sua più equa redistribuzione ottenendo così una forma di *giustizia distributiva*. Il diritto, dunque, secondo questa concezione del rapporto con l’economia, non avrebbe altro compito se non quello di assecondare e agevolare il funzionamento del sistema economico limitandosi semmai ad intervenire per incentivare o sanzionare. La regolazione, infine, dovrebbe rendere più efficiente la circolazione dei capitali nel sistema economico ampliando gli effetti incentivanti e al contempo limitando quelli disincentivanti come nel caso dei comportamenti illeciti.

E, invece, per il giurista? Quali dovrebbero essere oggi le modalità di intervento sull’attività economica funzionali al temperamento dell’efficienza economica e dell’effettività giuridica? La risposta a tale quesito non è, evidentemente, di immediata identificazione né tanto meno può avere carattere di generalità. Intanto, perché il tipo di interfaccia esistente tra diritto ed economia è oggetto ormai di un interesse a geometria variabile, in funzione degli ordinamenti e dei sistemi economici. E poi perché gli sguardi, per così dire, che giuristi ed economisti gettano sulle relazioni tra diritto ed economia sono poco omogenei. Si passa da soluzioni metodologiche

Jean Piaget: «(...) infine, ci auguriamo di vedere in futuro lo sviluppo delle relazioni interdisciplinari verso uno stadio superiore che potrebbe essere indicato come “transdisciplinare”, che non dovrà essere limitato a riconoscere le interazioni o le reciprocità attraverso le ricerche specializzate, ma che dovrà individuare quei collegamenti all’interno di un sistema totale senza confini stabili tra le discipline stesse»: F. MARZOCCA, *Il nuovo approccio scientifico verso la transdisciplinarietà*, in Suppl. riv. 'Atopon', 10, 2014.

¹⁶ Ma, come sottolinea Luciani (v. M. LUCIANI, *La produzione della ricchezza nazionale*, in *Costituzionalismo.it*, 3, 2008, 6), l’efficienza economica non è mai uno scopo ma solo un mezzo.

miste a soluzioni impermeabili alla contaminazione metodologica e alternative l'una all'altra. Nell'Europa continentale, almeno finora, è prevalsa la seconda, quella che potremmo definire, più tipicamente, di diritto dell'economia, in cui l'analisi si concentra sullo studio dei sistemi economici in funzione delle singole discipline giuridiche¹⁷. La complessità che i fatti economici hanno assunto in relazione alla dissoluzione del potere regolativo dello Stato in materia economica, sta nuovamente facendo riemergere l'idea della necessità di un approccio interdisciplinare, o, come detto, "transdisciplinare", con l'obiettivo di fornire un quadro di analisi unitario delle relazioni che intercorrono tra l'evoluzione dei regimi giuridici e le trasformazioni dei sistemi economici. Quindi, non un diritto dell'economia ma un "diritto economico" che si concentri non soltanto sull'analisi delle conseguenze economiche delle scelte giuridiche ma, piuttosto, sulla dimensione economica della loro effettività. L'analisi, dunque, ha sì per oggetto le politiche poste in essere da quei poteri pubblici "reticolari" che dovrebbero svolgere il proprio ruolo di garanzia e indirizzo delle scelte economiche ma in funzione delle finalità teleologiche "locali" – come, ad esempio, è il caso, nell'ordinamento costituzionale nazionale, per la tutela del risparmio, in tutte le sue forme, e per il *favor* al risparmio popolare¹⁸. È appena il caso di osservare che tale mutamento di indagine costituisce inevitabile conseguenza del declino del diritto statale a vantaggio di organi non statali, o situati alla periferia dello Stato, come le autorità indipendenti, oppure al suo esterno, come nel caso del *multilevel constitutionalism*.

1.2. *Il terzo favor: l'investimento azionario*

Alla luce delle riflessioni che precedono, un primo aspetto merita un approfondimento, ovvero il richiamo all'investimento azionario all'interno di una Carta costituzionale. Soprattutto, in una Carta come la nostra che non "imponesse" il sistema economico attraverso il quale raggiungere gli obiettivi di indirizzo politico-costituzionale da essa stabiliti.

Viene da chiedersi, a tal proposito, riprendendo quanto emerso nel dibattito all'interno dell'Assemblea Costituente se si tratti *soltanto*, come è stato detto in dottrina anche in relazione agli altri due *favor*, di una mera elencazione esemplificativa.

¹⁷ Cfr. M. ORTINO, *The Notion of Economic Law and Regulatory Competition*, in K.M. Meessen (ed.), *Economic Law as an Economic Good*, Munich, 2009, 103 ss.

¹⁸ Cfr. A. JACQUEMIN-G. SCHRANS, *Le Droit économique*, Paris, 1982: «Il diritto economico non è una nuova materia giuridica, ma una nuova prospettiva di fronte a materie tradizionali. [...] È una qualificazione del diritto, il diritto visto nelle sue conseguenze economiche, o un modo "di prendere in considerazione" il diritto». Secondo Kirat l'espressione "diritto economico" è associata ad una nozione "qualificatrice" che insiste sulla necessità di un approccio interdisciplinare che trasforma la regola di diritto: si v. T. KIRAT, *Quale diritto per l'economia*, Milano, 2013, 27-28.

Nell'originaria formulazione, la norma – come ricorda Sorace¹⁹ – constava solo della tutela e non anche dell'incoraggiamento al risparmio. Il secondo comma, per iniziativa dell'on. Zerbi, come noto, venne inserito durante la discussione nell'Assemblea Costituente e nacque da un emendamento che suonava così: «La Repubblica tutela il risparmio in tutte le sue forme e favorisce l'accesso del risparmio popolare agli investimenti reali promuovendo la diffusione della proprietà dell'abitazione [...]». Vi era all'interno dell'Assemblea Costituente chi, come l'on. Ruini, si dichiarava contrario, in generale, a tutte le norme costituzionali che specificano troppo e anche all'emendamento proposto dall'on. Zerbi per il suo richiamo ai soli investimenti reali e alla loro individuazione in tre sole forme. L'on. Ruini riteneva che una specifica previsione costituzionale a favore degli investimenti reali potesse penalizzare il flusso di risparmio verso i titoli emessi dallo Stato.

L'on. Zerbi ritirò la locuzione “investimento reale” perché poteva prestarsi ad interpretazioni non volute e chiarì che, per il resto, l'elencazione proposta era solo, in parte, qualificabile come esemplificativa mentre l'emendamento conteneva «una affermazione finalistica, che non esige necessariamente applicazione immediata e radicale ma lascia alle leggi future il compito di trovare forme adatte a favore del risparmio popolare»²⁰.

Certamente l'indicazione di un *favor* del risparmio popolare agli investimenti nell'economia reale avrebbe potuto creare dei vincoli alla libertà di azione dell'Esecutivo in materia di politica economica e, almeno fino alla separazione Ministero del tesoro-Banca d'Italia, anche alle manovre monetarie, essendo tali decisioni assai rilevanti in un paese che, fino alla fine degli anni ottanta del secolo scorso, ha conosciuto il monopolio dei cambi e il governo della valuta. Inoltre l'eliminazione dalla norma del riferimento agli investimenti reali – secondo Sorace²¹ – rendeva la rilevanza diretta della norma assai scarsa, anche sotto il profilo della “giustiziabilità”, residuandosi in una valenza negativa volta a contrastare quegli interventi che scoraggiassero, senza alcuna ragione di politica economica (e monetaria), l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.

Ora, al di là di queste considerazioni, e delle ricadute in termini giuridici da esse prodotte, anche in tema di interpretazione del secondo comma dell'art. 47 Cost., pare comunque aspetto non del tutto marginale né prescindibile, ad avviso dello scrivente, che almeno due delle tre tipologie di investimento menzionate (abitazione, terreno agricolo) siano, sotto il profilo economico, riconducibili senz'altro all'economia reale. E anche sotto il profilo giuridico, è di tutta evidenza che il loro

¹⁹ Cfr. D. SORACE, *A proposito di “proprietà dell'abitazione”, “diritto d'abitazione e “proprietà (civile) della casa”*, in Riv. trim. dir. proc. civ., 3, 1977, 1176 ss.

²⁰ CAMERA DEI DEPUTATI, *La Costituzione della Repubblica nei lavori preparatori dell'Assemblea Costituente*, vol. I, Roma, 1970, 1768-1769.

²¹ Cfr. D. SORACE, *op. cit.*, 1177-1178.

inquadramento sia riconducibile ad una categoria giuridica codificata ovvero a quel tipico diritto dominicale che è la proprietà nonché alle garanzie previste nell'art. 42 Cost.

Per quanto riguarda, invece, l'investimento in azioni si aprono due questioni. Tale tipologia di investimento è sempre correlabile all'economia reale? E, inoltre, è sempre inquadrabile nell'esercizio di un diritto dominicale? La risposta alla prima sollecitazione pare immediata ed è, evidentemente, negativa. Più complessa, invece, la seconda questione che richiama la conflittualità intrinsecamente esistente nelle forme societarie per azioni tra chi detiene il controllo della società e chi, invece, come parte della minoranza non può godere di un diritto di proprietà inteso in senso pieno²². Quel conflitto, come noto, verrà ben presto liquidato come ideologico e la soluzione della democrazia societaria sarà abbandonata a favore di una tutela indiretta fondata sul controllo e sulla regolamentazione del mercato dei capitali²³. Scelta questa che coinciderà sostanzialmente con quanto proposto nel rapporto Segré²⁴ e che costituirà lo schema di partenza sul quale verrà elaborata nel tempo la disciplina europea di regolamentazione del mercato dei capitali. L'introduzione dell'azione di risparmio, avvenuta, come noto, con la legge istitutiva della Consob risulterà emblematica della decisione adottata dal legislatore e dell'interpretazione/attuazione del terzo *favor*²⁵.

Questo breve richiamo storico, seppur necessariamente non esaustivo, non potendo, in questa sede, soffermarci oltremodo su questi aspetti²⁶, è utile a proporre un'ulteriore riflessione proprio sulle scelte attuative della parte finale del secondo comma dell'art. 47 Cost. ovvero se il legislatore si sia mosso storicamente in modo sincronico con le finalità teleologiche della nostra Carta costituzionale.

²² Cfr. F. GALGANO, *Trattato di diritto civile. vol. IV*, Padova, 2010, 210 ss.

²³ Si v., in particolare, A. MIGNOLI, *I dieci anni della "Rivista delle società"*, in Riv. soc., 6, 1966, 1218; B. VISENTINI, *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in F. Fenghi-A. Santa Maria (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia*, Atti del Convegno internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni, Milano, 1968, 57: «La via da seguire non è dunque quella della così detta democrazia societaria, intesa come aspirazione a far partecipare alla vita sociale attiva la massa degli azionisti risparmiatori, o speculatori, od occasionali [...] Ritengo che si debba seguire invece la via di una disciplina legislativa che tenga più compiutamente conto delle differenze che devono sussistere fra le due categorie di azioni che già il nostro codice ed altre legislazioni prevedono: quella prevista in funzione degli azionisti risparmiatori, che penso debba essere limitata alle società le cui azioni sono quotate nelle borse; e quella destinata agli azionisti attivi». Cfr. anche L. MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in Riv. soc., 1958, 691; A. PAVONE LA ROSA, *op. cit.*, 85; G. FERRI, *op. cit.*, 186; G. OPPO, *La tutela dell'azionista nel progetto di riforma*, in Riv. soc., 6, 1966, 1230.

²⁴ EEC COMMISSION, *The Development of a European Capital Market. Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission*, Brussels, November 1966.

²⁵ Cfr. A. MONTI, *La tutela del risparmio nella legge 216 (con un breve cenno alla nuova disciplina sui fondi comuni di investimento)*, in Riv. dir. comm., 1983, 545-546.

²⁶ Per i quali, peraltro, si rinvia al contributo in questo Volume di S. TURELLI, *L'investimento del risparmio nell'impresa azionaria. Profili di diritto societario*.

Rosario Nicolò sosteneva che «il diritto, in quanto dato positivo, e la giurisprudenza, in quanto scienza pratica, incontrano un limite invalicabile nella norma, che la dottrina può criticare, interpretare in maniera evolutiva, ma non mutare»²⁷. Si può interpretare in maniera evolutiva una disposizione costituzionale? Sia essa norma precettiva o programmatica?

Calamandrei definì la nostra Carta una “Costituzione presbite”²⁸ in quanto che essa scorgeva male le cose da vicino ma vedeva bene le cose lontane. Non dovrebbe essere “presbite” anche la sua interpretazione e la sua attuazione? Zagrebelsky, di recente, osserva come la tendenza omologante sia in agguato: «il mondo del diritto è dominato dal “principio di autorità”: autorità riconosciuta a determinati giuristi o alla “dottrina dominante”. Anche per i giuristi è più facile adeguarsi che interpretare. Si va sul sicuro, ma così si contribuisce alla pietrificazione della legge e al suo progressivo distacco dal flusso della vita»²⁹.

Scorrendo i commentatori che si sono succeduti nel tempo pare sperimentarsi proprio questo fenomeno. Al commento sistematico dell'art. 47 Cost. da parte di un economista, Alberto Bertolino, nell'immediatezza dell'entrata in vigore della Carta, si susseguono tutta una serie di commenti che si focalizzano su un'interpretazione evolutiva di tale norma cristallizzata sullo *status quo* o sull'esigenze dei mutamenti istituzionali ma che pare trascurare il senso originario della disposizione³⁰.

Si dirà che l'originalismo nel diritto non è sempre un valore perché impedisce il suo flessibile adeguamento alle realtà sociali via via esistenti. Pur tuttavia, ritornare alle origini, liberandole dalle incrostazioni, dalle sedimentazioni, dagli stilemi e, anche, dalle strumentalizzazioni che sono venuti a formarsi nel tempo, ci consente di tornare a riflettere sugli indirizzi presi, sull'attuazione di queste norme, e di interrogarsi, in specie quando le norme hanno rango costituzionale, se l'attuazione si sia conformata al disegno originario secondo una visione del diritto (in senso) economico. Il diritto economico ha questo compito: aiutarci a comprendere, per attuare gli opportuni rimedi, se gli assetti istituzionali ideati nel tempo per il governo dell'economia sono stati plasmati dai tempi e dalle regole del modello economico dominante o se, al contrario, hanno contribuito a contrastare, limitandolo, il potere dell'economia sul potere politico secondo lo schema dei rapporti economici delineato dalla Costituzione³¹.

²⁷ Si v. R. NICOLÒ, *Esperienza scientifica: diritto civile*, in *50 anni di esperienza giuridica in Italia*, Milano, 1981, 72.

²⁸ V. l'Introduzione di A.G. GARRONE in P. CALAMANDREI, *Questa nostra Costituzione*, Milano, 1955.

²⁹ Si v. G. ZAGREBELSKY-M. BRUNELLO, *Interpretare. Dialogo tra un musicista e un giurista*, Bologna, 2016, 606 (ebook).

³⁰ Sul punto si v. le riflessioni di G. CERINA FERRONI, *Introduzione*, in G. Cerina Ferroni (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata*, Torino, 2011, 3 ss.

³¹ Secondo Chessa «l'interpretazione neoliberale (e ordoliberal) sembra svalutare il ruolo dell'art. 3, secondo comma, della Costituzione nell'interpretazione delle clausole “sociali” disseminate nella co-

Come detto, i commenti all'art. 47 Cost. si sono focalizzati, "adeguandosi" alle condizioni economiche e politiche del tempo, sulle forme della tutela del risparmio, concentrandosi sull'obiettivo della stabilità monetaria e della conseguente garanzia del potere di acquisto dei risparmiatori (anche "popolari", in chiave soggettiva)³² e sacrificando una lettura sistematica del secondo comma dell'art. 47 Cost. a favore di una disamina analitica dei provvedimenti attuativi³³. Da essa emerge una progressiva attenzione del legislatore verso il terzo *favor* ma declinato secondo le esigenze della *realpolitik* piuttosto che della società prefigurata³⁴.

stituzione economica e assegnare un valore sovrachante a disposizioni come gli artt. 47 e 81 Cost., da cui pretende di ricavare norme che invero non possono supportare»: cfr. O. CHESA, *La Costituzione della moneta. Concorrenza indipendenza della banca centrale pareggio di bilancio*, Napoli, 2016, 14 ss.

³² Merusi si concentra sull'interpretazione del primo comma dell'art. 47 Cost. quale norma che difende «come *valore in sé* l'elemento in cui si traduce la liquidità, di cui al rapporto risparmio-credito, la moneta»: F. MERUSI, *art. 47*, in G. Branca (a cura di), *Commentario della Costituzione*, Rapporti economici Tomo III art. 45-47, Bologna Roma, 1980, 154. Il risparmio riferito al credito, nella lettura che dà Merusi dell'art. 47 Cost., è assai prevalente. Tant'è che al risparmio disgiunto dal credito e al *favor* per il risparmio dedica poche pagine (183-187) alla fine del suo ampio commento all'art. 47 Cost. Inoltre, quando tratta specificamente del risparmio popolare, fa un richiamo sì a quelle che sono le caratterizzanti fonti monetarie di derivazione di tale risparmio, richiamando, peraltro, uno scritto risalente di M. Nigro, ma limitandosi a prendere atto che «specificare questo concetto giuridico indeterminato sulla base delle sue caratteristiche intrinseche (naturale incapacità di trasformarsi in altri beni ritenuti socialmente ed economicamente rilevanti) sarà poi compito del legislatore, autore della normativa di supporto, sulla base di indici di identificazione». Ma ancora nell'identificare gli scopi del secondo comma dell'art. 47 Cost., afferma che «il primo scopo è di tutelare quel risparmio monetario che [...] è più di ogni altro esposto al fenomeno negativo dell'inflazione in quanto, per sua natura, inidoneo a trasformarsi in beni a valore stabile» (185) e il secondo scopo «in parte strumentale al primo, è di permettere l'anticipata trasformazione del risparmio monetario "popolare" nella proprietà individuale di beni ritenuti socialmente ed economicamente rilevanti» (186). Bognetti, pur muovendosi lungo il percorso interpretativo, già tracciato, del primo comma dell'art. 47 Cost., si pone in discontinuità laddove associa il *favor* del secondo comma di detta norma al riconoscimento di autentici diritti sociali da parte dei Costituenti: cfr. G. BOGNETTI, *La Costituzione economica*, Milano, 1995, 36 ss. Interessante anche, in questo senso, la proposta di modifica dell'art. 47 Cost. proposta dallo stesso Bognetti: «art. 46 (Il Capitalismo Popolare). Nel rispetto dei limiti posti all'azione pubblica dai principi costituzionali che garantiscono l'economia di mercato, la Repubblica adotta politiche dirette a migliorare le condizioni sociali e la sicurezza economica dei cittadini attraverso la diffusione della proprietà. La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione e all'investimento diretto e indiretto nei complessi produttivi del paese ammessi alle quotazioni della borsa. A quest'ultimo fine cura un'adeguata organizzazione del mercato finanziario, fondata sul pluralismo degli investitori istituzionali e sull'ampia gamma dei soggetti ammessi ai listini. I trattamenti fiscali che direttamente o indirettamente disincentivano gli investimenti nel mercato finanziario sono incostituzionali».

³³ Nel Commento alla norma che troviamo in S. BARTOLE-R. BIN, *Commentario breve alla Costituzione*, Padova, 2008, 481 ss. nulla si aggiunge rispetto alla dottrina richiamata ma si dà particolare risalto al terzo *favor* dando conto della legislazione attuativa sia della disciplina dei servizi di gestione collettiva del risparmio sia delle disposizioni tendenti a realizzare il modello della *public company* nella privatizzazione delle grandi imprese pubbliche.

³⁴ Ci pare significativo, a tal proposito, come Baroncelli, nel suo commento all'art. 47 Cost., muovendo sempre dal risparmio monetario, dedichi al secondo comma soltanto l'ultimo breve paragrafo (4.7) del suo lavoro, peraltro, tutto incentrato sul terzo *favor* e significativamente rubricato "Nuove

Pare di una qualche utilità, a tal proposito, riportare, di seguito, quanto sostenuto dall'on. Zerbi nel presentare l'emendamento alla versione originaria dell'art. 47 Cost. Lo stesso on. Zerbi riconosceva che: «Il risparmio delle classi ricche, per le sue stesse dimensioni e per la conoscenza della ricca borghesia possiede delle multiformi vie di investimento e reinvestimento, sa ben trovare da solo gli impieghi che lo difendano dalla svalutazione monetaria e bene spesso sa volgere la svalutazione medesima a proprio vantaggio. È invece il piccolo risparmiatore delle classi popolari, il quale spesso indugia forzatamente nelle forme più semplici dell'investimento monetario – nel deposito bancario, nel titolo di Stato, nell'obbligazione – che più si è trovato esposto alle intemperie della moneta (...). Per la sua stessa limitata entità individuale e per la scarsa conoscenza che il piccolo risparmiatore popolare ha delle svariate possibilità del mercato finanziario, i singoli piccoli risparmiatori continuerebbero anche nel futuro a non sapere difendersi da soli contro eventuali ulteriori bufere monetarie... Il solo mezzo che l'esperienza storica abbia dimostrato sufficientemente efficace per difendere, almeno in larga parte, il contenuto economico del risparmio delle classi operaie, artigiane, impiegatizie, pensionate, insomma del piccolo risparmio popolare (...) è nello *spalancare a tale piccolo risparmio anche le porte dell'investimento reale in beni strumentali, sia nell'educare tale piccolo risparmio a tali investimenti, sia nel munirlo di strumenti economico-giuridici nuovi o di nuove forme associative, atte a redimere il risparmio popolare da quel complesso di inferiorità che finora lo ha fatto soccombente alle vicende della moneta*»³⁵.

Dunque, ancora una volta, ritroviamo il richiamo all'investimento nell'economia reale. Investimento che, attraverso il mercato dei capitali, avrebbe dovuto garantire anche il risparmio popolare dal rischio di svalutazione della moneta e dalla perdita di potere d'acquisto. Ma, per questo, si osservi, non vi era necessità di andare oltre il *favor* al mero investimento azionario definendo in una Carta costituzionale lo “specifico oggetto” dell'investimento. Il *favor*, come noto, non contempla qualsiasi investimento azionario, ma quello nelle azioni dei grandi complessi produttivi del Paese³⁶. Diventa, allora, rilevante indagare sotto il profilo giuridico cosa intendessero i Padri costituenti per “grandi complessi produttivi del Paese”.

forme di tutela del risparmio popolare”: S. BARONCELLI, *art. 47*, in R. Bifulco-A. Celotto-M. Olivetti (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Milanofiori Assago, 2006, 957.

³⁵ CAMERA DEI DEPUTATI, *op. cit.*, 1751.

³⁶ E semmai in quegli strumenti finanziari, diremmo con l'attuale terminologia giuridica, che sono “collegati” all'investimento azionario come nel caso di obbligazioni convertibili e derivati. Interessanti, a tal proposito, le parole pronunciate dall'on. Zerbi (Atti A.C., 4044): «Noi non ignoriamo che nel nostro Paese sono oggi in atto movimenti i quali tendono a diffondere il diretto investimento azionario anche presso ceti di risparmiatori fino a ieri estranei a questo tipo di investimento. Ce li segnala anche l'insusitata attività borsistica tuttora in corso. Non ignoriamo che talune nostre grandi imprese, specie nel nord, hanno recentemente assegnato opzioni ai propri dipendenti, ed attraverso queste opzioni li hanno ammessi ad un sia pure limitato investimento dei loro risparmi nella azienda stessa dove lavorano. Noi ci avviaamo ad avere una discreta partecipazione di talune masse impiegatizie ed operaie al capitale di taluni dei nostri grandi complessi produttivi. Ma io ritengo che la Repubblica italiana debba preoccuparsi di volgarizzare questa forma di investimento presso tutte le nostre classi popolari».

1.3. *Il terzo favor: i grandi complessi produttivi del Paese*

Se l'art. 47, secondo comma, Cost. è parso a molti interpreti atipico per la sua eccessiva specificità in quanto norma costituzionale, cosa dire allora per il collegare il *favor* all'investimento azionario a determinate entità caratterizzate orientativamente per dimensione e attività.

L'espressione usata dai Padri Costituenti pone una serie di quesiti ai quali pare difficile tentare di dare risposta senza porsi nel contesto economico di allora³⁷. Il settore manifatturiero era considerato produttivo come nessuno degli altri settori. La fiducia nei meriti intrinseci dell'industria manifatturiera era comprensibile, dato che l'industria è stata – ed è tuttora nelle economie in via di sviluppo – capace di far uscire dalla povertà la grande maggioranza delle persone. Certamente, oggi, nei paesi industrializzati, non è più così: il calo occupazionale e produttivo dell'industria manifatturiera rispecchia il progresso economico sotto forma di rapida crescita della produttività. Sostiene Paul Krugman: «Per un paese la capacità di migliorare il suo tenore di vita nel tempo dipende quasi interamente dalla sua capacità di innalzare il prodotto per addetto»³⁸. Qualunque sia l'interpretazione che si voglia dare alla locuzione “grandi complessi produttivi” e al pensiero degli economisti sulla rilevanza dell'industria manifatturiera nel creare sviluppo economico, anche attraverso l'aumento della produttività, pare, oggi, quanto meno incoerente, con il disegno complessivo dell'art. 47 Cost., un'inclusione degli intermediari finanziari, *in primis* delle banche, tra i grandi complessi produttivi. Incoerente perché l'esercizio del credito in sé non sarebbe estraneo al circuito che stimola lo sviluppo economico ma lo diventa nel momento che si confonde con l'investimento finanziario e la speculazione. Vale a dire, nel momento in cui il settore finanziario cresce più rapidamente dell'economia sottostante.

Negli anni venti del Novecento e nel primo decennio dell'inizio del terzo millennio i profitti delle banche aumentavano perché accettavano di rischiare di più. Il maggior rischio poteva esser confuso con l'aumento della produttività. D'altronde, i criteri contabili finora utilizzati hanno la tendenza a sopravvalutare i profitti delle banche in un periodo di ripresa economica e a ridurli significativamente in un periodo di contrazione, oltre a non rappresentare realisticamente i rischi assunti, soprattutto, nell'investimento e/o nella gestione dei prodotti finanziari strutturati.

³⁷ A tal proposito, può essere utile il suggerimento tratto da un passo di un Volume dell'Anidel (Associazione nazionale imprese distributrici di energia elettrica) edito nel 1946 (ANIDEL, *Aspetti e problemi della nazionalizzazione*, Milano, 20 ss.): «Ammessa infatti la possibilità di fissare quello che si deve intendere per “grande complesso produttivo”, frase di per sé priva di significato o meglio con molti significati data la relatività degli elementi quantitativi espressi in forma aggettivale [...] è evidente che, ammessa la continuità del sistema capitalistico e fissato un limite oltre il quale il complesso industriale diventa “grande” e deve quindi essere sottoposto a nazionalizzazione, l'iniziativa privata rifuggerà dal raggiungere quel limite, con danno all'economia nazionale nel suo complesso in quanto si impedirebbe di produrre nella maniera più economica».

³⁸ Si v. P. KRUGMAN, *Il silenzio dell'economia*, Milano, 1991, 23.

Un gruppo di ricercatori della *Bank of England* coordinato da *Andrew Haldane* ha contribuito a dimostrare che in finanza il “miracolo produttivo” è un miraggio. In particolare, quando in un Paese vi sono banche che, in rapporto al prodotto interno lordo, hanno grandi dimensioni, come hanno scoperto, a loro spese Islanda, Irlanda e anche Cipro, vi è un alto rischio per la stabilità del sistema economico³⁹. In una ricerca curata da *Stephen Cecchetti* della Banca dei Regolamenti internazionali, prendendo in esame sedici Paesi dell'OCSE dal 1980 al 2009, emerge che esiste un punto in cui lo sviluppo finanziario e la dimensione del sistema finanziario, misurati in base all'occupazione e alla produzione, hanno effetti negativi sul sistema economico⁴⁰.

Facendo proprie tutte le cautele del caso, in particolare, sull'interpretazione da dare a questi dati, e sulla spinta del metodo proprio del diritto economico, è indubbio che essi costituiscono senz'altro un prezioso ausilio nel tentare di individuare l'ambito giuridico attuativo del terzo *favor* anche per quanto riguarda la limitazione che i Padri Costituenti hanno introdotto circoscrivendo “al Paese” l'attenzione del legislatore.

Qui, le considerazioni in punto di diritto tornano a farsi preminenti anche se, una prima immediata riflessione non può che muovere dalla presa d'atto di quella che è stata la radicale trasformazione del mercato dei capitali nazionale. Tale trasformazione è stata senz'altro favorita dall'introduzione della libertà di circolazione dei capitali e dalla progressiva liberalizzazione dei servizi finanziari che sono coincise con una modificazione della regolazione e della disciplina del mercato finanziario⁴¹. Certo, la presenza nella Carta di un riferimento territoriale in questo ambito può suscitare delle perplessità sulla sua possibile cogenza in un quadro giuridico come l'attuale di appartenenza all'Unione europea⁴². Stante la giurisprudenza della Corte di giustizia, non sembrano, tuttavia, profilarsi potenziali contrasti con i Trattati dell'Ue; né tanto meno con le norme europee derivate in quanto la limitazione del *favor* agli investimenti azionari nei grandi complessi produttivi del Paese, non è necessariamente in contrasto con la promozione dell'efficienza allocativa del mercato dei capitali⁴³ qualora l'iniziat-

³⁹ Si v. J. PLENDER, *La verità sul capitalismo. Denaro, morale e mercato*, trad. it. di Susanna Bourlot, Torino, 2016, 87.

⁴⁰ *Id.*, 87.

⁴¹ Si rimanda per un approfondimento a N. Vettori in questo Volume.

⁴² Tant'è che nella relazione di accompagnamento al già citato progetto di legge A.C. n. 19 si legge: «[...] Inoltre, si elimina la limitazione al suolo italiano dell'investimento azionario nei complessi produttivi, estendendolo a tutto il territorio dell'Unione europea».

⁴³ Ma per una ragionata e attenta disamina della questione si rinvia a D. MERCADANTE, *Limitazioni della libertà di iniziativa economica, tutela del risparmio popolare e grandi complessi produttivi del Paese: un percorso interpretativo tra gli artt. 41 e 47 della Costituzione e l'ordinamento comunitario*, tesi di dottorato, Pisa, 2009, 15-20. Ma si consideri anche, da ultimo, il tenore letterale dell'art. 1, comma 102, l. n. 232/2016 (Legge di stabilità 2017) che introduce i Piani Individuali di Risparmio (v. *infra*).

va economica, anche quando favorita da incentivi di natura fiscale nei confronti dei portatori di risparmio popolare, resti all'interno dell'autonomia negoziale⁴⁴.

La limitazione in termini dimensionali e territoriali (dei complessi produttivi) trova una sua possibile interpretazione, dunque, in via sistematica.

La presenza nella Carta di un *favor* per l'accesso del risparmio popolare all'investimento mobiliare di tipo azionario – sia direttamente sia attraverso forme di gestione collettiva⁴⁵ – è funzionale a calamitarlo verso questo determinato impiego non soltanto con l'obiettivo di rafforzare i profili di effettività della tutela ma anche, e direi, soprattutto, con quello di favorire il consolidamento e l'espansione della capacità economica del Paese, e, tramite esse, il livello di inclusione sociale dei singoli cittadini⁴⁶. Quest'ultimo obiettivo era particolarmente avvertito nella fase immediatamente successiva all'entrata in vigore della Carta in cui le condizioni politiche, economiche e sociali erano ben diverse da quelle di oggi⁴⁷. Tuttavia, la norma permarrà in una situazione di stasi attuativa o, se si preferisce di prevalente inattuazione, fino a quando significative trasformazioni economiche indurranno un illusorio e dannoso affrancamento del risparmio popolare dalle altre forme di risparmio concentrando la tensione giuridica più sulle forme della tutela che del *favor*⁴⁸. A

⁴⁴ Tuttavia, qualora si tratti «di interventi puramente sovvenzionatori, questi ultimi, in quanto diretti esclusivamente alle imprese italiane (e, tra esse, solo alle più grandi), appaiono in contrasto con le norme comunitarie sugli aiuti di Stato, che sembrano tollerare aiuti di questo genere, e solamente a certe condizioni, esclusivamente per le piccole e medie imprese»: così ancora D. MERCADANTE, *op. cit.*, 16 che richiama alla nota 49 N. LANDI, *Le deroghe al principio generale di incompatibilità ex art. 87, 2 e 3, CE* in A. Santa Maria (a cura di), *Concorrenza e aiuti di stato*, Torino, 2006, 55 ss.

⁴⁵ Il richiamo a forme collettive di risparmio tipiche dei paesi anglosassoni non sembra limitato all'aspetto della gestione del rischio ma anche all'idea di poter partecipare alla determinazione dell'indirizzo societario. Si v. a tal proposito G. DI GASPARE, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Milano Padova, 2017, 111: «È ben presente peraltro al Costituente l'esperienza statunitense della *public company* e del “*Public Utility Act*” del 1935 nella previsione dell'investimento azionario indiretto nei grandi complessi produttivi del Paese. Indiretto, appunto, in quanto realizzato attraverso investitori istituzionali in grado di esercitare un controllo proprietario significativo anche di maggioranza sulla gestione delle società che il piccolo azionista isolato altrimenti non sarebbe in grado né di avere né di far valere».

⁴⁶ Cfr. F. PARRILLO, *La tutela del risparmio e il controllo dell'esercizio del credito nella Costituzione*, in AA.VV., *Studi sulla Costituzione*, 1958, 282-283.

⁴⁷ Anche se di lì a poco prenderà forma una linea di pensiero contraria ad introdurre tutele speciali per quei cittadini portatori di risparmio popolare: cfr. A. PAVONE LA ROSA, *op. cit.*, 74.

⁴⁸ A tal proposito pare di utilità richiamare un dato statistico menzionato in F. CESARINI, *Il mercato mobiliare italiano. Struttura e prospettive*, Milano, 1971, 155 ss. Indicativo del periodo che precede l'introduzione della legge sui fondi comuni di investimento mobiliare aperti, l. n. 77/1983: «Per quanto riguarda l'Italia, gli aspetti del problema della concorrenza tra obbligazioni e azioni sono andati gradualmente modificandosi sino a rovesciare la prospettiva di partenza nella quale venivano affrontati. Si vuole con ciò sottolineare che oggi non è più il titolo a reddito fisso che deve difendersi, per così dire, dalla concorrenza dei titoli azionari, quanto piuttosto l'azione che vede sminuite grandemente le sue capacità di attrazione del risparmio nei confronti degli altri strumenti di raccolta, sia perché i risparmiatori esigono più che in passato un elevato grado di sicurezza e di liquidità,

ciò contribuiranno in modo significativo le privatizzazioni delle imprese pubbliche che si ebbero a partire dagli anni novanta del secolo scorso e la riallocazione del patrimonio mobiliare delle famiglie a discapito dei titoli di Stato avvenuto con l'avvio dell'Unione monetaria europea.

2. *Il ruolo dei fattori extragiuridici nell'attuazione del terzo favor dell'art. 47, secondo comma, Cost.*

Dalle riflessioni sull'esegesi del terzo *favor* emerge la rilevanza che i fattori extragiuridici hanno avuto sulla sua attuazione. Non solo nell'indirizzare il legislatore nazionale verso la scelta delle forme attuative di tale *favor* ma anche nel condizionare il grado di effettività dello strumentario normativo posto dall'ordinamento, in generale, a tutela del risparmio, e, in particolare, di quello popolare. Le forme attuative e il grado di effettività delle norme in parola ha risentito sia di elementi, per così dire, di extraterritorialità sia della trasformazione del potere politico e amministrativo che hanno profondamente inciso sulla sovranità economica, finanziaria, e, dunque, politica degli Stati nazionali. In particolare, di quegli Stati nazionali che nella loro Carta esprimono, come sottolineava Alberto Bertolino, seppur «tra rigorose formule giuridiche, un sistema di politica economica, ossia un orientamento “politico” dei rapporti economici. Il principio informatore di questo sistema è la priorità dei fini sociali rispetto agli interessi economici»⁴⁹.

Questo orientamento politico trova una sintesi proprio nell'articolo 47 con il quale si conclude, non incidentalmente, il Titolo III della Prima parte della Costi-

sia anche per la mancata operatività di quegli aspetti – in primo luogo la possibilità di *capital gains* – che rendono l'azione stessa in linea di principio preferibile agli investimenti in titoli a reddito fisso. Anche un superficiale esame delle vicende del mercato azionario negli ultimi anni consente di constatare la validità dell'affermazione precedente. A seguito dell'andamento quasi costantemente riflessivo dell'indice generale delle quotazioni azionarie, l'investitore che avesse acquistato, agli inizi del 1961, un portafoglio azionario rappresentativo del complesso delle società quotate nelle nostre borse ed avesse reimpiegato i proventi derivanti dal portafoglio stesso, ad eccezione dei dividendi, nei medesimi titoli avrebbe visto il valore, in termini *nominali*, del proprio investimento diminuito di circa il 30%; avrebbe subito una perdita, seppur meno sensibile, anche il risparmiatore che si fosse avvicinato al mercato azionario in epoca più vicina. Evidentemente, in termini *reali*, la perdita in conto capitale subita dall'investitore che si fosse comportato nel modo indicato risulta alquanto più elevata». Inoltre [v. G. ROTA (a cura di), *Investimenti produttivi e risparmio delle famiglie*, Milano, 1983, 31 ss.] «a partire dal 1971 il risparmio netto delle amministrazioni pubbliche ha cominciato ad essere negativo; e con il 1973 è diventato negativo pure il risparmio netto delle società e quasi società finanziarie (le imprese non individuali) [...]. Dal punto di vista finanziario, tale quota crescente è stata trasmessa, direttamente o tramite gli intermediari finanziari, ai settori in disavanzo corrente, per coprire il loro disavanzo anziché per investire».

⁴⁹ Si v. A. BERTOLINO, *L'attività economica, funzioni e norme organizzative del lavoro. Il consiglio nazionale dell'economia e del lavoro*, in P. Calamandrei-A. Levi (diretto da), *Commentario sistematico alla Costituzione italiana*, vol. I, Firenze, 1950, 408.

tuzione destinato alla disciplina dei rapporti economici. Da un lato, le forme (individuate come) legittime di controllo/limitazione dei poteri economici (artt. 41, 42 e 43 Cost.); e, dall'altro, quelle finalizzate all'elevazione economica dei lavoratori in chiave di garanzia della loro dignità sociale (*in primis* art. 36 Cost.)⁵⁰.

Lo schema è quello tipico delle Costituzioni post-liberali in cui il ruolo dello Stato si manifesta non solo in termini repressivi o sanzionatori, di tutela o di garanzia, ma anche promozionali, incentivanti, per l'associare alla visione strutturale del diritto quella funzionale⁵¹. E l'art. 47 Cost., in particolare il suo secondo comma, è l'avamposto pionieristico che i nostri Padri Costituenti hanno immaginato a presidio della "sovranità individuale"⁵² intesa non tanto in un'accezione consumeristica, di tipo meramente privatistico, quanto, piuttosto, come un essenziale strumento di democrazia economica⁵³.

Visione funzionale del diritto affidata preminentemente all'attuazione del potere legislativo che ne individua i modi e i limiti. Modi e limiti che, tuttavia, nello Stato regolatore, chiamano in causa non soltanto Governo e Parlamento ma anche quelle autorità c.d. indipendenti che sono poste a presidio, per quanto qui concerne, dell'integrità e del corretto funzionamento del mercato dei capitali⁵⁴. In questa frammentazione del potere statale si intravede, dunque, come la funzione premiale immaginata dai Costituenti sia, in realtà, contrastata anche da fattori extragiuridici che intervengono direttamente sulla dimensione costituzionale della sovranità politica⁵⁵.

⁵⁰ Su quest'ultimo aspetto si rinvia per un approfondimento a M. ARAGIUSTO, *Lavoro e risparmio nella Costituzione*, in questo Volume, 211 ss.

⁵¹ Cfr. M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, cit., in particolare, 64 ss.

⁵² Declinazione pragmatica di quella sovranità individuale radicale delineata da Davidson e Res-Mogg alla fine del secondo millennio: cfr. S. ORTINO, *Il nuovo nomos della terra*, Bologna, 1999, 151 ss. Ma si v. le interessanti e condivisibili riflessioni, in proposito, di O. CHESSA, *op. cit.*, 184 ss.: «La sovranità dei cittadini e la sovranità dei consumatori sono, perciò, in alternativa, mettendo capo a due differenti circuiti decisionali, i cui rispettivi esiti si limitano reciprocamente, almeno potenzialmente: infatti, ciò che nel campo delle politiche economiche può essere deciso dai cittadini (mediante i loro rappresentanti) potrebbe costituire un vincolo alla libertà di scelta delle persone in quanto consumatori. E, viceversa, non si può esaltare la libertà di scelta dei consumatori (per mezzo di un ampliamento crescente del grado di concorrenza nei mercati) senza con ciò comprimere la libertà di scelta politica dei cittadini».

⁵³ Cristallizzata non tanto nel concetto di "democrazia capitalistica" (cfr. F. GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007, 97 ss.) ma piuttosto secondo l'accezione o, per meglio dire, le accezioni esplicitate diffusamente in E. GRAZZINI, *Manifesto per la democrazia economica*, Roma, 2014.

⁵⁴ Come ricorda Ainis, «queste clausole generali non si rivolgono soltanto al legislatore, bensì almeno ad esso, come diceva Vezio Crisafulli all'alba degli anni cinquanta»: v. M. AINIS, *Economia e diritto: una questione di misura*, in *federalismi.it*, 11 novembre 2015, 5.

⁵⁵ Lo spiega efficacemente F. GALGANO, *Le istituzioni dell'economia capitalistica. Società per azioni, Stato e classi sociali*, Bologna, 1974, 29 ss.: «[...] L'equilibrio si altera a misura che lo Stato partecipa organicamente all'attività economica e diventa esso stesso, "capitalista", regolatore supremo dei processi

Ne consegue una graduale trasformazione di quello che è l'assetto tipico delle costituzioni economiche dello Stato socialdemocratico⁵⁶. Una trasformazione evolutiva che ha disinnescato il finalismo teleologico di quelle norme costituzionali che la dottrina ha definito come programmatiche e anfibologiche⁵⁷, tra le quali, appunto anche l'art. 47, comma secondo. L'avvio di questo percorso, con riferimento al terzo *favor*, è rintracciabile a partire dagli anni ottanta del secolo scorso quando, non tanto per l'inattuazione dell'art. 46 Cost.⁵⁸ quanto piuttosto per le esigenze di sviluppo del sistema finanziario nazionale, legate anche al processo di integrazione economica europea in atto, vengono attratti nel mercato di borsa *naturaliter* capitali provenienti dal risparmio popolare⁵⁹.

3. La prevalenza della tutela sul favor: la "trasformazione" dei portatori di "risparmio popolare" in clienti al dettaglio dell'industria dei servizi finanziari

La fase che il mercato borsistico nazionale attraversa alla metà degli anni ottanta del secolo scorso costituisce un elemento di riflessione sul ruolo assunto dai fattori extragiuridici nelle decisioni di allocazione dei risparmi⁶⁰. Tali fattori vengono ad incidere sulle forme giuridiche del *favor* fino a riallinearle sostanzialmente a quelle della sua tutela anche quando, dopo una lunga attesa, il legislatore introduce nell'ordinamento una disciplina per i fondi comuni di investimento⁶¹.

di riproduzione e di accumulazione del capitale [...]. L'organizzazione economica della società non è più separata dalla sua organizzazione politica; il potere economico non è più dissociato dalla sovranità».

⁵⁶ Cfr. G. DI GASPARE, *op. cit.*, 55 ss.

⁵⁷ In questa sede, ci limitiamo solo ad utilizzare l'espressione di Vezio Crisafulli. Per un approfondimento sui principi costituzionali come *Ventilbegriffe* si v. M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, cit., 30 ss.

⁵⁸ Non casualmente, nell'ultimo ventennio, l'attuazione dell'art. 46 Cost. è stata declinata per lo più sotto il profilo della partecipazione economica e dell'azionariato dei dipendenti: cfr. A. SANDULLI, *Massimo Severo Giannini e la democrazia industriale nell'immediato secondo dopoguerra*, in Riv. trim. dir. pubbl., 3, 2015, 813 ss.; G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in Riv. soc., 6, 2015, 1298 ss.

⁵⁹ Si rinvia per il periodo '74-'90 alle riflessioni di D. MERCADANTE, *op. cit.*, 132 ss.

⁶⁰ Si pensi all'effetto prodotto dalla diminuzione dell'incidenza delle società pubbliche, riconducibili essenzialmente al gruppo Iri, sulla capitalizzazione totale di borsa. Fra il 1980 e il 1987 tale rapporto scende sensibilmente, passando dal 33 al 24 per cento, per l'incremento dei collocamenti azionari che risulta essere di gran lunga superiore a quello osservabile in altri mercati europei. In quello stesso periodo, infatti, il numero complessivo di società quotate passa da circa 160 a oltre 200. La raccolta di fondi da parte del mercato borsistico nazionale è senz'altro aiutata dal rendimento medio annuo reale delle azioni pari a circa il 14%. In particolare, nel 1986, il mercato conosce una tale euforia da far aumentare di oltre il 200% l'indice di borsa dei maggiori titoli: si v. CONSOB, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, 2011, 32-33.

⁶¹ Attesa che inizierà sin dalla presentazione, nel 1964, di una riforma delle società di capitali: cfr.

Questa è la prima – se non si considera l’istituzione della Consob essendo essenzialmente riforma dell’assetto regolativo del mercato – di una lunga serie di riforme destinate ad armonizzare progressivamente l’assetto regolativo del mercato dei capitali nazionale con quello europeo⁶² pur in un quadro di “resistenza” favorito dalla crisi economica e istituzionale in atto⁶³.

Con la privatizzazione delle imprese pubbliche, tuttavia, la diffusione dell’azionariato di massa ha un deciso impulso. Imprese e banche pubbliche, anche già quotate in borsa, diventano *quasi public company* per la presenza di un azionariato diffuso costituito dai numerosi piccoli risparmiatori partecipanti alle offerte pubbliche di vendita ma in un contesto normativo non esente da inadeguatezza anche per la scarsa presenza degli investitori istituzionali nel capitale delle società pubbliche neoprivatizzate⁶⁴. In molte delle offerte pubbliche di vendita, si segnala la presenza di incentivi economici al mantenimento delle azioni (c.d. *bonus shares*), in particolare, per i dipendenti delle società pubbliche in via di privatizzazione⁶⁵. Tuttavia, la “timidezza” di tali iniziative, anche per l’essere promosse in via di autonomia negoziale, si pone in linea con l’incerto quadro giuridico di riferimento⁶⁶.

F. FERRARA, *Sguardo generale alla riforma della società di capitali*, in Riv. soc., 1, 1966, 5: «L’istituto (dei fondi comuni, N.d.A.) è destinato ad avere sicuramente larga diffusione, per cui si può ragionevolmente affermare che la promessa fatta nell’art. 47 della Costituzione di favorire il “diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese” è stata finalmente mantenuta».

⁶² Solo a titolo di utilità si ricorda, nel 1985, la prima riforma dell’autorità di controllo del mercato dei capitali nazionale, con la quale la Consob viene inquadrata nel modello delle autorità indipendenti; nel 1991, la legge sulle società di intermediazione mobiliare che modifica radicalmente l’organizzazione della borsa valori; e nello stesso anno anche la legge sull’insider trading; nel 1992, infine, viene introdotta la legge sulle offerte pubbliche di acquisto. Riforme che andranno a confluire nel t.u.f. nel 1998. Per non dimenticare, poi, l’approvazione del t.u.b. nel 1993, che modifica la disciplina della banca.

⁶³ Cfr. V.M. SBRESCIA, *Alberto Beneduce e le trasformazioni del modello di intervento pubblico in economia: la vicenda dello stato imprenditore ed il ruolo dell’Iri a quindici anni dalla sua messa in liquidazione. spunti di riflessione per il possibile rilancio dell’azione pubblica nelle dinamiche economiche*, in Riv. giur. Mezz., 4, 2015, 761 ss.

⁶⁴ Si v. R. MICCÙ, *La politica di privatizzazione delle imprese pubbliche*, in V. Atripaldi-G. Garofalo-C. Gnesutta-P.F. Lotito (a cura di), *Governi ed economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, Padova, 1998, 360 ss.; ID., *La politica delle privatizzazioni: Governi a basso rendimento e adattamento debole alle istituzioni non maggioritarie*, in V. Atripaldi-G. Garofalo-C. Gnesutta-P.F. Lotito-R. Miccù (a cura di), *Governi ed economia II. La transizione discontinua tra politiche di risanamento ed integrazione europea nella XII Legislatura*, Padova, 2006, 206 ss.

⁶⁵ R&S MEDIOBANCA, *Le privatizzazioni in Italia dal 1992*, in mbres.it <agosto 2017>. Si v. nello specifico la tab. 3.2, 67.

⁶⁶ Si v. P. SCHLESINGER, *Un fenomeno con un significativo rilancio, ma senza rilevanti sviluppi*, in *L’impresa al Plurale*, Quaderni della partecipazione, 7/8, 2001, 380-381: «[...] le istanze per uno specifico riconoscimento della rilevanza di quelle problematiche non trovarono accoglimento e non se ne rinviene traccia nelle norme varate. Non nell’art. 46, dove ha trovato apertura soltanto l’altro tema, quello della collaborazione del personale alla gestione delle imprese; non nell’art. 47, comma 2, dove il “favore” per l’accesso “al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del

L'effetto riallocativo sulle scelte di investimento dei risparmiatori al dettaglio, a favore dell'investimento azionario, subisce un'ulteriore spinta in funzione dell'innovazione tecnologica che interessa anche il mercato dei capitali sia sotto il profilo dell'offerta che della domanda; ovvero, per le molte opportunità di investimento date dal collocamento di società *high-tech* e per l'accesso al mercato di borsa ora possibile anche per via telematica⁶⁷. Il *favor* all'accesso, conseguenza dell'impatto della tecnologia, nelle sue varie espressioni, si traduce per il consumatore/risparmiatore al dettaglio dell'industria dei servizi finanziari in una *deminutio* dell'effettività delle forme giuridiche della tutela previste dall'ordinamento. Ancora una volta, le scelte giuridiche non possono che conformarsi ai fattori extragiuridici⁶⁸. Tuttavia, con lo sgonfiarsi della bolla speculativa delle "dot.com", il mercato dei capitali, non solo quello nazionale, conosce una nuova stagione di gravi scandali societari, frutto

Paese" viene riferito, del tutto genericamente, all'intero "risparmio popolare", e quindi senza alcuna specifica restrizione né al solo risparmio dei lavoratori subordinati, né, tanto meno, al solo investimento nel capitale dell'impresa datrice di lavoro del singolo investitore». Ma cfr. anche M. NIGRO, *L'edilizia popolare come servizio pubblico*, in Riv. trim. dir. pubbl., 1957, 150 ss. Il tema della partecipazione finanziaria troverà attenzione da parte del legislatore con l'introduzione delle *stock option* riservate ai dipendenti (art. 48, comma secondo, t.u.i.r. come modificato dall'art. 3, primo comma, del dlgs n. 314/1997) e con l'art. 56 ter del d.l. n. 69/2013 (inserito dall'art. 1, primo comma, della l. n. 98/2013) che, ad oggi, resta inattuato e che recita così: «I Ministri dello sviluppo economico, della giustizia, dell'economia e delle finanze e del lavoro e delle politiche sociali presentano al Parlamento, entro il 30 settembre 2013, una relazione sulla disciplina, sulle esperienze e sulle prospettive dell'azionariato diffuso, ovvero della partecipazione, anche azionaria, dei dipendenti agli utili di impresa ed individuano le opportune misure, normative e di incentivazione fiscale, volte a favorire la diffusione delle predette esperienze in ambito nazionale e la collaborazione dei lavoratori alla gestione delle aziende ai sensi dell'articolo 46 della Costituzione a partire dai piani di azionariato». Infine, si segnalano gli stanziamenti previsti all'art. 1, comma 180, della l. n. 147/2013 (legge di stabilità 2014) che istituiva presso il Ministero del lavoro e delle politiche sociali, un Fondo per l'incentivazione di iniziative rivolte alla partecipazione dei lavoratori al capitale e agli utili delle imprese e per la diffusione dei piani di azionariato rivolti a lavoratori dipendenti. Al fondo erano stati assegnati 2 milioni di euro per il 2014 e 5 milioni di euro per il 2015, mediante corrispondente riduzione delle risorse destinate alle misure per l'incremento della produttività del lavoro di cui all'art. 1, comma 482, della l. n. 228/2012. Le modalità ed i criteri di utilizzo del Fondo erano demandati ad un apposito decreto interministeriale, che avrebbe dovuto essere adottato entro sessanta giorni dall'entrata in vigore della legge.

⁶⁷ Vi era già allora chi aveva colto la criticità di un tale mutamento nell'accesso al mercato dei capitali. In particolare, si v. F.M. D'ETTORE-M. ORTINO, *Trading on-line: la qualificazione giuridica del rapporto tra l'investitore e l'intermediario. L'interazione con terzi e l'iniziativa individuale dell'investitore*, in Ec. dir. terz., 3, 2002, 813 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line*, in Banca, borsa, tit. cred., 4, 2001, 491 ss. Più recentemente si v. A. BLANDINI, *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario "online"*, in Banca, borsa, tit. cred., 1, 2016, 46 ss.; P. ALEGIANI, *Note sulla disciplina dell'acquisto on-line di prodotti finanziari*, in Il Foro Padano, 1, 2008, 233 ss.

⁶⁸ Nel triennio 1998-2000 il rendimento reale delle azioni è pari a quasi il 30 per cento. Come nel 1986, anche stavolta il mercato di borsa conosce, con maggiore intensità e attenzione, una nuova euforia. Nascono, in Italia e nei principali Paesi europei, mercati borsistici non regolamentati specializzati nella quotazione di imprese innovative di piccole e medie dimensioni con una regolazione *friendly* anche rispetto alle esigenze delle piccole e medie imprese.

sostanzialmente di frodi realizzate con la compiacenza delle società di revisione e degli organi di controllo interni⁶⁹. In Italia, gli effetti del *default* della Repubblica Argentina, prima, e, poi, quelli di Parmalat e Cirio coinvolgono una vasta platea di piccoli risparmiatori⁷⁰. In particolare, con riferimento ai due menzionati scandali societari, lo sviluppo del mercato delle obbligazioni *corporate*, favorito dall'introduzione dell'euro e dalla ricerca, da parte dei risparmiatori, di rendimenti in linea con quelli ottenibili prima dell'introduzione della moneta unica, aveva consentito di collocare ingenti prestiti obbligazionari presso investitori istituzionali sul mercato internazionale in deroga alle norme sul prospetto informativo e sulla sollecitazione all'investimento⁷¹. Questi scandali portano all'introduzione di una nuova legge sul risparmio che affronta in maniera sistematica l'assetto della *corporate governance*⁷² e il tema dei controlli societari⁷³. Con la l. n. 262/2005 si chiude una fase della vicenda regolativa del mercato dei capitali in Italia⁷⁴. Infatti, i successivi provvedimenti legislativi in materia, così come l'assetto di regolazione del mercato dei capitali, risentirà dell'accelerazione impressa dall'integrazione economica e finanziaria europea dopo la crisi finanziaria globale del 2007-2008. Da questo momento in poi si susseguono tutta una serie di provvedimenti del legislatore europeo volti non soltanto a garantire, attraverso lo strumento dell'efficienza del mercato, un'elevata protezione degli investitori ma anche e, primariamente, la stabilità del sistema finanziario.

⁶⁹ Cfr. G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2012, 124 ss.

⁷⁰ Cfr. V. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la Mifid*, in Riv. dir. priv., 3, 2008, 485 ss.; F. BOCHICCHIO, *La nuova norma sui titoli di "selling restriction": effettività e limiti*, in Contr. impr., 2, 2008, 528 ss.; V. SANGIOVANNI, *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, 5, 2007, 547 ss.; F. DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere e equità: dai massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in Giur. comm., 3, 2004, 331; F. FINMANÒ, *I gap di informazione e controllo nei crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in Società, 4, 2004, 401 ss.; R. RORDORF, *Scandali finanziari e regole di mercato (appunti a margine dei casi Cirio e Parmalat)*, in Questione Giustizia, 4, 2004, 567.

⁷¹ Cfr. M. LEMBO, *Le forme di pubblicità ed il prospettivo informativo nei servizi di investimento: problematiche recenti in nota ai casi Cirio e Parmalat e prospettive di riforma*, in Il Diritto fallimentare e delle società commerciali, 5, 2004, 959 ss.

⁷² Cfr. G. FERRARINI-P. GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pout-porri della corporate governance*, in Riv. soc., 4, 2006, 573 ss.

⁷³ Cfr., tra i numerosi contributi in materia, E. VIZZARDELLI, *La nuova legge sul risparmio*, in La Rivista del Consiglio. Ordine degli avvocati di Milano, 4, 2006, 31 ss.; S. LOPATRIELLO, *L'organo di controllo delle società quotate*, in Le Società, 8, 2006, 934 ss.; A. ANTONUCCI, *Le incertezze dell'investitore e i passi spezzati della legge risparmio*, in La Nuova giur. civ. comm., 10, 2006, 463 ss.; P. SCHLESINGER, *L'approvazione tempestiva della riforma della disciplina del risparmio rimane ancora incerta*, in Corr. giur., 12, 2005, 1633 ss.

⁷⁴ In cui non si tengono in particolare considerazione, però, le sempre più evidenti commistioni tra funzione creditizia e di intermediazione mobiliare come ben osservava M. CERA, *Le banche e i loro azionisti nella nuova legge per la tutela del risparmio*, in Analisi giur. econ., 1, 2006, 65: «Oggi tutelare il risparmio va oltre la regolazione della funzione creditizia ma certamente non possono per questa ragione disattendersi misure volte a disciplinare le banche e, in particolare, l'intreccio di interessi fra proprietà e attività».

4. Il “risparmio popolare” nella prospettiva del diritto europeo del mercato dei capitali

Come noto, il legislatore europeo non si occupa di risparmio se non in termini di protezione dell'investitore. La relazione tra stabilità finanziaria e risparmio rimane a lungo trascurata a favore dei profili legati alla tutela privatistica del cliente al dettaglio dell' “industria dei servizi finanziari”. L'art. 117, secondo comma, lett. e) Cost. novellato è emblematico al riguardo quando include, tra le materie di potestà legislativa esclusiva dello Stato, non il risparmio *tout court*, così come fa, tra gli altri, per la moneta e i mercati finanziari, ma accompagnandolo, come in un'endiadi, dalla specifica finalità che deve caratterizzare l'intervento del legislatore statuale ovvero la sua tutela. Si osservi, la Repubblica “incentiva”, “favorisce” ma, in questo quadro costituzionale, soprattutto, “tutela” il risparmio, nel rispetto della Costituzione nonché dei vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario (art. 117, comma primo, Cost.).

Tutela, in diritto, non è soltanto “protezione”, con attività compiute *al posto* di qualcuno, ma è anche “difesa”, *al fianco* di qualcuno⁷⁵. La tutela costituisce, dunque, una forma necessaria (ma non sufficiente) di incentivo affinché il risparmio (popolare) venga detesaurizzato a favore degli investimenti produttivi. Ma, e questa è la distinzione rilevante, tra la concezione della tutela data dalla Costituzione formale e quella espressa nella Costituzione materiale, l'ineffettività giuridica delle forme di protezione a difesa del risparmio popolare, risparmio che taluno considera alla stregua di un “diritto inviolabile”, ha come conseguenza lo svuotamento di effettività anche di quelle norme finalizzate a favorire l'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. Più è complesso, tendenzialmente o intrinsecamente instabile, anche per la costante innovazione finanziaria che lo caratterizza, più è incapace di svolgere la funzione ad esso affidata, ovvero il finanziamento dell'economia reale. Il perseguimento dell'efficienza dei mercati finanziari, che il legislatore europeo concepisce come strumento irrinunciabile ai fini della protezione dei risparmiatori, stante la complessità che ha assunto il sistema finanziario, diventa un obiettivo incerto da raggiungere e con esso, evidentemente, quello, “preesenziale”, della stabilità del sistema stesso.

L'inevitabile scelta europea è stata quella di costruire una legislazione modellata sul profilo del risparmiatore come investitore, e fondata sull'ipotesi dell' “Homo oeconomicus”⁷⁶. Sulla base di tale ipotesi il risparmiatore/investitore adotta razionalmente le proprie scelte di investimento in funzione della massimizzazione del

⁷⁵ Cfr. P. GROSSI, *La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione*, Roma, ABI, 19 maggio 2017, 9.

⁷⁶ Interessante, a tal proposito, per la lettura sistematica che ne segue, la riflessione di Chessa: «Per l'individualismo metodologico che regge il discorso buchaniano sia la razionalità dell'attore pubblico che di quello privato devono descriversi nei termini esclusivi dell'*homo oeconomicus*, che non si chiede mai “what is good for the country?”, ma sempre e solo “what is good for me?”»: O. CHESSA, *op. cit.*, 80 ss.

rendimento e sulla base delle informazioni rilevanti che è in grado di ottenere e valutare consapevolmente⁷⁷. In questo modello, l'investitore opera sull'ipotesi di mercati tendenzialmente efficienti e, nella maggior parte dei casi, tende a sottovalutare il rischio insito nel sistema finanziario capitalistico sopravvalutando le proprie capacità e competenze in materia di investimenti⁷⁸.

In questo schema, inoltre, lo Stato-ordinamento non è in grado di incidere sulla destinazione del piccolo risparmio verso le forme di investimento azionario immaginate al secondo comma dell'art. 47 Cost. Il risparmiatore/investitore/cliente al dettaglio – per usare la categoria introdotta dal legislatore europeo – nella sua libertà di iniziativa (art. 41 Cost.) è libero di investire in qualsiasi forma di risparmio potendo fare affidamento soltanto sulle regole giuridiche poste a disciplina del mercato e sull'*enforcement* dei poteri pubblici e privati individuati dall'ordinamento a presidio del corretto funzionamento e dell'integrità del sistema.

In un sistema economico di mercato come quello delineato dal Trattato UE, il terzo *favor*, come anticipato, è del tutto sovrapponibile con la tutela intesa come protezione e come salvaguardia/difesa dei propri mezzi finanziari, sia che derivino dal lavoro sia da altra attività.

L'investimento azionario, evidentemente, non è da considerarsi come investimento permanente, insensibile all'andamento ciclico del mercato, come, invece, più verosimilmente sono l'abitazione di proprietà ed il fondo agricolo in funzione dell'attività di impresa⁷⁹. In un simile contesto, gli interventi legislativi volti ad "incentivare" l'investimento in azioni, diretto e indiretto, sono meno immediati da individuare. Siamo assai lontani da soluzioni implementative adottate sulla base di innovazioni apportate al diritto cartolare – penso alla questione della nominatività dei titoli azionari e all'introduzione delle azioni di risparmio⁸⁰ – ed è assai dubbio lo possano essere norme di diritto tributario intervenienti sui profili impositivi con misure di agevolazione ed esenzione fiscale – penso, rispettivamente, ai fondi pensione ed all'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio, seppur rivolti all'investimento «[...] in strumenti finanziari, anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese che svolgono attività diverse da quella immobiliare, residenti nel territorio dello Stato ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in Stati membri dell'Unione

⁷⁷ Cfr. R. VEIL (ED.), *European Capital Markets Law*, Oxford and Portland, Oregon, 2017, 94-95.

⁷⁸ Alla quale si uniforma il legislatore interno che affianca all'interpretazione originaria quella secondo la quale «è popolare quel risparmio che, per la relativa scarsa sofisticatezza di chi lo ha accumulato, è particolarmente esposto al rischio di raggiri operati da controparti opache o operanti in conflitto di interessi con il risparmiatore»: v. D. MERCADANTE, *op. cit.*, 160-161.

⁷⁹ Con specifico riferimento alla proprietà diretta coltivatrice si v. M.A. CABIDDU, *Il governo del territorio*, Roma-Bari, 2014, 38 ss.

⁸⁰ Si v., per un approfondimento, D. MERCADANTE, *op. cit.*, 125 ss. e 165.

europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo con stabili organizzazioni nel territorio medesimo»⁸¹.

Le recenti vicende che hanno coinvolto il “risparmio popolare” – portatori di obbligazioni bancarie subordinate e azionisti – nei procedimenti di risoluzione e risanamento di alcune banche nazionali, hanno fatto emergere la necessità di un nuovo impulso alle forme della tutela, anche attraverso l'attuazione di norme di *favor* che contribuiscano a garantire, indirettamente, l'effettività di quelle norme poste a protezione del risparmiatore/investitore/cliente al dettaglio.

In particolare, nel momento in cui avviene la sollecitazione all'investimento da parte dell'intermediario e vi è la responsabilità da parte dell'intermediario abilitato di valutare in termini di congruità/adequatezza dell'operazione di investimento (“*suitability rule*”). È questo lo strumento attraverso il quale l'ordinamento dovrebbe garantire una specifica tutela al risparmio popolare. E che fu, introdotto, non casualmente, con l'avvio della riforma del mercato di Borsa nazionale oltre venticinque anni or sono.⁸²

Da allora, la regola ha subito varie vicissitudini normative non soltanto a livello di fonte primaria ma anche relativamente a quelle di fonte secondaria emanate dalla Consob⁸³. Norme regolamentari che si sono gradualmente avviluppate attorno al concetto di adeguatezza nella prestazione, da parte dell'intermediario, dei servizi di investimento⁸⁴ – *id est* prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio⁸⁵.

Come recita l'art. 39, primo comma, del Regolamento Consob in materia di

⁸¹ Art. 1, comma 102, l. n. 232/2016 (Legge di stabilità 2017).

⁸² Si tratta dell'art. 6 (in particolare lett. e), d) e f)) della l. 2 gennaio 1991, n. 1, *Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*.

⁸³ Attualmente la “*suitability rule*” è prevista, a livello legislativo, dall'art. 19 par. 4 della dir. 2004/39/CE (Mifid) e dagli articoli 35 e 37 della Direttiva di secondo livello 2006/73/CE; a livello regolamentare, dagli articoli 39 e 40 del reg. Consob n. 16190/2007 e s.m.i. Nel momento in cui questo scritto va in stampa, il Governo ha recepito la dir. 2014/65/UE (Mifid 2) che all'art. 25 ripropone la medesima disciplina. Per una ricostruzione dettagliata e assai preziosa delle vicende normative della “*suitability rule*” nell'ordinamento interno, si v. D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, 1-15.

⁸⁴ Artt. 6-9 Reg. Consob n. 5387/91 (Approvazione del regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare), abrogato dall'articolo 54 della Del. Consob n. 8850/94; art. 6 Reg. Consob n. 8850/94 (Approvazione del nuovo regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare), abrogato dall'articolo 36 della Del. Consob n. 10943/1997; artt. 5-7 Reg. Consob n. 10943/1997 (Approvazione del regolamento sulla prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori adottato ai sensi degli art. 18, comma 1, 33, commi 2 e 5 e 25, commi 2 e 3, del dlgs 23 luglio 1996, n. 415); artt. 28-29 Reg. Consob n. 11522/98 (Adozione del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari), abrogato dall'articolo 113, comma 7, della Del. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190; artt. 39-40 Reg. consob n. 16190/2007 (Adozione del regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediari).

⁸⁵ Ma si v. anche, in materia di esecuzione di ordini, Cass. Civ., sez. I, 22 febbraio 2017, n. 4602.

intermediari: «Al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento». In particolare, con riferimento alla situazione finanziaria, ai fini della definizione dell'adeguatezza della prestazione, l'intermediario, pena l'astensione dall'effettuazione dell'operazione di investimento, si deve attivare per ottenere una serie di informazioni definite al terzo comma della norma regolamentare appena citata⁸⁶. Tali informazioni sono volte a conoscere «ove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari».

Come ben segnala Guizzi, dopo una fase eminentemente fondata su una regolazione di tipo pubblicistico, affidata per lo più a un'azione di vigilanza, «dagli inizi degli anni ottanta, e con una frequenza vieppiù crescente, la produzione normativa si è indirizzata nel senso della costruzione di uno speciale statuto privatistico delle operazioni di investimento, attraverso la posizione di regole direttamente protettive dei risparmiatori, per essi allora fonti di specifici diritti giustiziabili»⁸⁷. A questo proposito non pare essere casuale che, anche per effetto delle sempre più frequenti crisi finanziarie, si siano incrementati i procedimenti giudiziari per responsabilità dell'intermediario nella violazione degli obblighi informativi ai fini dell'adeguatezza dell'operazione di investimento.

Da un rapido esame della copiosa giurisprudenza di merito che ne è derivata sembra potersi desumere che l'applicazione della “*suitability rule*” non sia stata efficace nel selezionare l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario, essendo anch'essa una forma di *favor* seppur in senso negativo, per così dire⁸⁸.

⁸⁶ Che riproduce sostanzialmente l'art. 35 della direttiva 2006/73/CE, Mifid di II livello.

⁸⁷ Si v. G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in il Corr. Giur., 6, 2016, 746.

⁸⁸ Per una rassegna della giurisprudenza si v. A. BELOTTI, *Valutazione del rischio e risoluzione del contratto*, nota a Cass. civ. sez. I, 27 aprile 2016, n. 8394, in Contratti, 2, 2017, 147 ss.; F. CIVALE, *Forma e contenuto nella valutazione di adeguatezza*, nota a Cass. Civ., sez. I, 6 giugno 2016, n. 11578, in Società, 2, 2017, 200 ss.; J. DI ROSA, *In tema di obblighi informativi a carico degli intermediari finanziari: la c.d. “suitability rule”*, nota a Cass. civ. sez. I 6 giugno 2016, n. 11578, in Foro it., 7-8, 2016, 2375 ss.; G. MARINO, *L'avvertenza sull'inadeguatezza dell'operazione di investimento e i rimedi a tutela del risparmiatore*, nota Cass. civ. sez. I. 6 giugno 2016, n. 11578, in Nuova giur. civ. comm., 12, 2016, 1626 ss.; A. TOSA, *Natura e perimetro applicativo della valutazione di adeguatezza: prodotto o portafoglio?*, nota a Cass. civ. sez. I, 26 gennaio 2016, n. 1376; Cass. civ. sez. I, 9 febbraio 2016, n. 2535; Cass. civ. sez. I, 7 marzo 2016, n. 447, in Società, 8-9, 2016, 1003 ss.; ID., *Lehman Brothers: tutela dell'investitore tra proposte e tendenziale inefficienza normativa interna*, nota a Trib. Perugia sez. civ. III, 17 marzo 2015, n. 540, in Società, 8-9, 2015, 998; E. RULLI, *Osservazioni sull'adeguatezza per dimensione di un investimento e distribuzione dell'onere della prova tra cliente e intermediario*, nota a Trib. Bolzano, 6 giugno 2013, in Banca, borsa, tit. cred., 6, 2013, 689 ss.; A. LAMORGESE, *Considerazioni sparse sulla responsabilità degli intermediari finanziari nella giurisprudenza*, in Giust. civ., 1, 2009,

Additare, tra le cause dell'inefficacia, il livello di preparazione finanziaria dei risparmiatori/investitori/clienti al dettaglio pare riduttivo. L'educazione finanziaria può essere utile ma non risolutiva. «È cultura finanziaria anche il sapere di non sapere (la consapevolezza di dover chiedere consiglio, supporto) e anche, nel chiedere, la capacità di riconoscere la presenza di conflitti di interesse in chi offre consigli o opera sul mercato»⁸⁹. L'istituzione di una Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale⁹⁰, nonché lo sviluppo di un progetto di educazione alla "cittadinanza economica", intendendo come tale «l'insieme di capacità e competenze che permettano al cittadino di divenire agente consapevole nell'arco della propria vita economica e sociale»⁹¹, al di là del merito, non pare possano essere inquadrati tra gli strumenti destinati al *favor* del risparmio popolare. Infatti, come dimostrano alcune vicende degli ultimi anni⁹², le responsabilità di quanto accaduto non sono da ricercare soltanto nell'ignoranza dei risparmiatori/investitori/clienti al dettaglio.

5. Considerazioni conclusive

In conclusione, le previsioni costituzionali del secondo comma dell'art. 47 Cost., seppur in una realtà economico-sociale radicalmente diversa da quella che avevano di fronte i Padri Costituenti nel 1947, assumono oggi un significato ancora rilevante ed una proiezione ordinamentale immutata⁹³.

Non si tratta di accogliere il mutato assetto istituzionale ma, al contrario, di ripensare strumenti e modalità di intervento del sistema dei pubblici poteri affinché possano farsi promotori di un concreto progetto di democrazia economica⁹⁴. Ciò

17 ss.; F. SARTORI, *Il mercato delle regole e la questione dei bonds argentini*, nota a Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Giuris. it.*, 1, 2005, 55 ss.

⁸⁹ Cfr. M. BIANCO-R. RICCI, *I giovani italiani bocciati in educazione finanziaria*, in *lavoce.info* del 2 settembre 2014.

⁹⁰ Si v. art. 24 bis d.l. 23 dicembre 2016, n. 237, pubbl. in G.U. del 23 dicembre 2016, n. 299, convertito con modificazioni nella l. 17 febbraio 2017 n. 15 recante *Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio*.

⁹¹ Si v. la relazione di accompagnamento ad A.S. 1196 del 5 dicembre 2013 proponente "Norme per l'educazione alla cittadinanza economica".

⁹² Penso a Patti Chiari (sent. Tribunale di Cuneo n. 44 del 14 gennaio 2015) e a "4You". In merito a quest'ultimo, si v. T. FEBBRAJO, *Il piano finanziario "for you" è nullo perché realizza interessi non meritevoli di tutela. Brevi note a margine di un contratto squilibrato* (Cass. Civ. sez. I, 15 febbraio 2016, n. 2900), in *Giustiziacivile.com*, 26 luglio 2016.

⁹³ *Contra* G. POLI, Mariangela Atripaldi, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, 2014, in *Dir. Pubbl.*, 3, 2016, 1106.

⁹⁴ Cfr. A. PRINCIPE, *La stabilità finanziaria presupposto per la sicurezza?*, in *Contr. impr.*, 6, 2016, 1308 ss.: « Si tratta, dunque, di operare un radicale mutamento di pensiero nell'ottica disegnata dal Costituente, tutta da riscoprire, in cui l'economia non sia ispirata ad una logica esclusivamente mercantile, fondata su uno sfrenato prevalere di interessi particolari. Al fine di realizzare questa svolta

non è in conflitto con la disciplina europea del mercato dei capitali, né tanto meno risulta avverso a quelle dinamiche che travalicano l'esperienza giuspolitica statale, in una dimensione ormai di fatto planetaria dei fenomeni di matrice finanziaria⁹⁵.

Questa conclusione, però, per essere condivisa, necessita di una essenziale premessa, ovvero che si consideri la dualità istituzionale di quel particolare risparmio che i Padri Costituenti hanno sentito il bisogno di appellare come "popolare"⁹⁶. Non tanto come *species* del *genus* risparmio⁹⁷ ma, piuttosto, per distinguerlo da quello di chi può permettersi di partecipare al mercato dei capitali in cerca di arricchimento⁹⁸.

Nel concetto di risparmio popolare c'è il limite della sua formazione e della sua accumulazione; c'è l'attenzione alla sua destinazione⁹⁹. Destinazione che altra non può essere se non quella verso beni a rilevanza sociale.

Da qui forse potrebbe partire un ripensamento delle politiche pubbliche a favore di quel risparmio popolare destinato a quelle specifiche entità economiche organizzate che sono delineate dalla Carta: i grandi complessi produttivi del Paese¹⁰⁰.

è necessario un forte inquadramento morale, politico, istituzionale per evitare che un modello non più adeguato di economia disgreghi la società nel suo complesso. L'economia di mercato può dare, infatti, risultati e creare uno sviluppo sostenibile solo in una società in cui operi un diritto profondamente meditato e conforme alla costituzione economica fondata su valori su cui si intessono i rapporti sociali».

⁹⁵ Si v. S. CIVITARESE MATTEUCCI-F. GUARRIELLO-P. PUOTI (a cura di), *Diritti fondamentali e politiche dell'Unione europea dopo Lisbona*, Rimini, 2013, 270-271.

⁹⁶ Cfr. E.L. GUARNA ASSANTI, *Tutela del risparmio popolare, precetti costituzionali e legislazione attuativa. È necessario un ripensamento?*, in Ist. Federal., 3, 2016, 843: «[...] accanto ad una moltiplicazione delle autorità europee di regolazione incaricate del governo e controllo del credito e tutela del risparmio, a livello micro e macroprudenziale, si registra una tutela inefficace del risparmiatore, confuso con l'investitore o con il consumatore».

⁹⁷ *Contra* A. BALDASSARRE-A. CERRI, *Interpretazione dell'ordinanza di rimessione, tutela del risparmio, decreti legislativi vincolati*, nota a Corte cost., sent. 23 giugno-12 luglio 1965 n. 66, in Giur. cost., 1965, 824; F. MERUSI, *op. cit.*, 185.

⁹⁸ Si rifletta, a tal proposito, su quanto scrive A. BERTOLINO, *op. cit.*, 413: «[...] Come si vede il favore della Costituzione è per la piccola proprietà, per il piccolo risparmiatore, in qualunque modo investa il suo risparmio».

⁹⁹ Ancora Id., 414: «[...] pare di poter desumere dallo spirito di questo e degli altri articoli del Titolo III della Costituzione, che questa indicazione miri ad un altro fine sociale, a quello della sempre più ampia partecipazione del piccolo risparmiatore (che è prevalentemente un lavoratore) alla gestione dell'impresa, a cumulare insomma nella stessa persona le funzioni produttive dell'iniziativa, del capitale e del lavoro».

¹⁰⁰ Ripensamento ancora possibile poiché l'art. 47, secondo comma, Cost. si irradia nei principi fondamentali dell'ordinamento coinvolgendo, come detto, il principio di eguaglianza sostanziale. Più complessa, invece, stante la rilevante legiferazione di origine europea a disciplina del mercato finanziario, e la tensione, dopo l'Unione bancaria, all'istituzione di un mercato unico europeo dei capitali, risulta l'attrazione in tale orbita anche del primo comma dell'art. 47 Cost. ma si rinvia, per interessanti riflessioni in tema, mosse dall'applicazione della regola del "bail-in" a F. SALMONI, *Crisi bancarie e incostituzionalità del bail-in*, in Percorsi costituzionali, 1, 2017, 18 ss. Cfr. anche C. BUZZACCHI,

I Padri Costituenti avevano ben presente quali fossero i rischi di una finanza sganciata dai meccanismi dell'economia reale; sapevano quanto fosse importante una rigorosa disciplina posta a controllo del mercato finanziario quale condizione irrinunciabile ai fini della stabilità stessa del sistema; ritenevano che la dimensione dell'impresa produttiva, oggetto dell'investimento, potesse essere favorevole all'istituzione di strumenti di democrazia economica e che soltanto soggetti collettivi dell'investimento azionario, attraverso lo strumento "tecnico" della diversificazione, potessero costituire un utile alleato del portatore di risparmio popolare nell'affrontare i rischi insiti in questo tipo di investimenti.

D'altronde, in un sistema economico di mercato, come ci ricorda efficacemente Federico Caffè, nessun investimento è privo di rischio: «Luigi Einaudi (...) ebbe a prospettare come antidoto al gigantismo imprenditoriale e finanziario da lui detestati, che la costituzione di ogni società per azioni dovesse essere approvata con legge del Parlamento. Concezioni di questo genere vengono a volte designate come espressione di 'liberismo protetto'. Un altro acuto economista italiano, Alberto Bertolino – scrive ancora Caffè – tenendo conto delle forze storiche che inducono alla concentrazione economica e finanziaria, ebbe a designare le concezioni stesse, con qualificazione sottilmente critica, come manifestazioni di 'romanticismo economico'. (...) Un discorso serio, infatti, dovrebbe cominciare con il chiedersi quali siano le "operanti" e validamente sperimentate garanzie istituzionali in forza delle quali si può invitare il risparmiatore a diventare azionista, senza che il suo peculio diventi oggetto di spregiudicate manovre di prestigiatori interni ed internazionali. È vero che mediante vari espedienti (le azioni di risparmio, i fondi comuni) si vorrebbero conseguire l'obiettivo contraddittorio di ottenere capitale di rischio, senza rischio. Ma è difficile disconoscere la disarmata inadeguatezza di questi espedienti di fronte ai compiti ultimi che vorrebbero ad essi assegnarsi: investire, cioè, il cammino che il sistema capitalistico è venuto percorrendo nel tempo, attraverso la dissociazione della proprietà dal controllo, la rivoluzione dei dirigenti, l'affermarsi delle tecnostutture e del capitalismo monopolistico»¹⁰¹.

Cure di ringiovanimento sono a volte possibili anche se la convinzione e l'energia con cui devono praticarsi non lasciano margini per ottimismo romantici¹⁰².

Risparmio, credito e moneta tra art. 47 Cost. e funzioni della Banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della Repubblica e ordinamento dell'Unione, in *Costituzionalismo*.it, 2016, 55 ss.

¹⁰¹ Si v. F. CAFFÈ, *La contraddizione del risparmio privo di rischio*, in G. Amari (a cura di), *Contro gli incappucciati della finanza. Tutti gli scritti* (di F. Caffè ne): *Il Messaggero* 1974-1986-L'Ora 1983-1987, Roma, 2017.

¹⁰² Per una proposta, si v. P. ALESSANDRINI-G. BARBARESCO-M. FRATIANNI-P. SAVONA (a cura di), *Rapporto sulla tutela del risparmio finanziario in Italia*, in *Colloquia*, 8, 2017, <www.cesfin.it>.

Bibliografia

- AINIS M., *Economia e diritto: una questione di misura*, in *federalismi.it*, 11 novembre 2015.
- ALEGIANI P., *Note sulla disciplina dell'acquisto on-line di prodotti finanziari*, in *Il Foro Padano*, 1, 2008.
- ALESSANDRINI P.-BARBARESCO G. - FRATIANNI M. - SAVONA P. (a cura di), *Rapporto sulla tutela del risparmio finanziario in Italia*, in *Colloquia*, 8, 2017, <www.cesifin.it>.
- ANTONUCCI A., *Le incertezze dell'investitore e i passi spezzati della legge risparmio*, in *La Nuova giur. civ. comm.*, 10, 2006.
- ARAGIUSTO M., *Lavoro e risparmio nella Costituzione*, in questo Volume.
- ATRIPALDI M., *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, 2014.
- ID., *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano: dalle prime forme di risparmio alla Costituzione del '48*, Napoli, 2009.
- ID., *Risparmio e investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento tedesco: la disciplina della "funftes vermögensbildungsgesetz"*, in *Diritto e cultura*, 1-2, 2005.
- ID., *Risparmio, credito ed investimenti socialmente rilevanti: le relazioni a livello micro e macro-economico nel dibattito per l'approvazione dell'art. 47 Cost.*, in *Diritto e cultura*, 1-2, 2004.
- BALDASSARRE A.-CERRI A., *Interpretazione dell'ordinanza di rimessione, tutela del risparmio, decreti legislativi vincolati*, nota a Corte cost., sent. 23 giugno-12 luglio 1965 n. 66, in *Giur. cost.*, 1965.
- BARONCELLI S., *art. 47*, in R. Bifulco-A. Celotto-M. Olivetti (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Milanofiori Assago, 2006.
- BARTOLE S.-BIN R., *Commentario breve alla Costituzione*, Padova, 2008.
- BELOTTI A., *Valutazione del rischio e risoluzione del contratto*, nota a Cass. civ. sez. I, 27 aprile 2016, n. 8394, in *Contratti*, 2, 2017.
- BERTOLINO A., *L'attività economica, funzioni e norme organizzative del lavoro. Il consiglio nazionale dell'economia e del lavoro*, in P. Calamandrei-A. Levi (diretto da), *Commentario sistematico alla Costituzione italiana*, vol. I, Firenze, 1950.
- BIANCO M.-RICCI R., *I giovani italiani bocciati in educazione finanziaria*, in *lavoce.info* del 2 settembre 2014.
- BLANDINI A., *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario "online"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 2016.
- BOCHICCHIO F., *La nuova norma sui titoli di "selling restriction": effettività e limiti*, in *Contr. impr.*, 2, 2008.
- BOGNETTI G., *La Costituzione economica*, Milano, 1995.
- BUCELLI A., *Accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione tra politiche della casa e tutele privatistiche*, in questo Volume.
- BUZZACCHI C., *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 Cost. e funzioni della Banca centrale europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della Repubblica e ordinamento dell'Unione*, in *Costituzionalimo.it*, 2016, 55 ss.
- CABIDDU M.A., *Il governo del territorio*, Roma-Bari, 2014.
- CAFFÈ F., *La contraddizione del risparmio privo di rischio*, in G. Amari (a cura di), *Contro gli incappucciati della finanza. Tutti gli scritti (di F. Caffè ne): Il Messaggero 1974-1986-L'Ora 1983-1987*, Roma, 2017.

- CAMERA DEI DEPUTATI, *La Costituzione della Repubblica nei lavori preparatori dell'Assemblea Costituente*, vol. I, Roma, 1970.
- CAPRIGLIONE F., *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line*, in Banca, borsa, tit. cred., 4, 2001.
- CARCELLI C., *L'interesse pubblico alla tutela del risparmio e al controllo del credito*, in M. Giusti (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1994, 168 ss.
- CARETTI P.-TARLI BARBIERI G., *I diritti fondamentali: libertà e diritti sociali*, Torino, 2017.
- CARRIERO G.L., *Crisi bancarie, tutela del risparmio, rischio sistemico*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2016, 374 ss.
- CERA M., *Le banche e i loro azionisti nella nuova legge per la tutela del risparmio*, in *Analisi giur. econ.*, 1, 2006, 63 ss.
- CERINA FERRONI G., *Introduzione*, in G. Cerina Ferroni (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata*, Torino, 2011.
- CESARINI F., *Il mercato mobiliare italiano. Struttura e prospettive*, Milano, 1971.
- CHESSA O., *La Costituzione della moneta. Concorrenza indipendenza della banca centrale pareggio di bilancio*, Napoli, 2016.
- CIVALE F., *Forma e contenuto nella valutazione di adeguatezza*, nota a Cass. Civ., sez. I, 6 giugno 2016, n. 11578, in *Le Società*, 2, 2017.
- CIVITARESE MATTEUCCI S.- GUARRIELLO F.-PUOTI P. (a cura di), *Diritti fondamentali e politiche dell'Unione europea dopo Lisbona*, Rimini, 2013.
- CONSOB, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, 2011.
- CORRIAS P.E., *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, 2011.
- EEC COMMISSION, *The Development of a European Capital Market. Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission*, Brussels, November 1966.
- D'ETTORE F.M.-ORTINO M., *Trading on-line: la qualificazione giuridica del rapporto tra l'investitore e l'intermediario. L'interazione con terzi e l'iniziativa individuale dell'investitore*, in *Ec. dir. terz.*, 3, 2002.
- DE FERRA G., *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Riv. soc.*, 6, 2015.
- DI GASPARE G., *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Milano Padova, 2017.
- ID., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2012.
- DI ROSA J., *In tema di obblighi informativi a carico degli intermediari finanziari: la c.d. "suitability rule"*, nota a Cass. civ. sez. I 6 giugno 2016, n. 11578, in *Foro it.*, 7-8, 2016.
- DENOZZA F., *Il danno risarcibile tra benessere e equità: dai massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in *Giur. comm.*, 3, 2004.
- FEBBRAJO T., *Il piano finanziario "for you" è nullo perché realizza interessi non meritevoli di tutela. Brevi note a margine di un contratto squilibrato (Cass. Civ. sez. I, 15 febbraio 2016, n. 2900)*, in *Giustiziavivile.com*, 26 luglio 2016.
- FERRARA F., *Sguardo generale alla riforma della società di capitali*, in *Riv. soc.*, 1, 1966, 1 ss.
- FERRARINI G.-GIUDICI P., *La legge sul risparmio, ovvero un pout-porri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 4, 2006.
- FERRI G., *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 2, 1961, 177 ss.
- FINMANÒ F., *I gap di informazione e controllo nei crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in *Società*, 4, 2004.
- GALGANO F., *Trattato di diritto civile vol. V*, Padova, 2011.

- ID., *Trattato di diritto civile. vol. IV*, Padova, 2010.
- ID., *Il diritto commerciale in 25 lezioni*, Milano, 2007.
- ID., *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007.
- ID., *Le istituzioni dell'economia capitalistica. Società per azioni, Stato e classi sociali*, Bologna, 1974.
- GARRONE A.G., *Introduzione* in P. CALAMANDREI (a cura di), *Questa nostra Costituzione*, Milano, 1955.
- GRAZZINI E., *Manifesto per la democrazia economica*, Roma, 2014.
- GROSSI P., *La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione*, Roma, ABI, 19 maggio 2017.
- GUARNA ASSANTI E.L., *Tutela del risparmio popolare, precetti costituzionali e legislazione attuativa. È necessario un ripensamento?*, in *Ist. Federal.*, 3, 2016.
- GUIZZI G., *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *il Corr. Giur.*, 6, 2016.
- IBRIDO R., *L'Unione bancaria europea: profili costituzionali*, Torino, 2017.
- IMBRUGLIA D., *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017.
- JACQUEMIN A. - SCHRANS G., *Le Droit économique*, Paris, 1982.
- KIRAT T., *Quale diritto per l'economia*, Milano, 2013.
- LAMORGESE A., *Considerazioni sparse sulla responsabilità degli intermediari finanziari nella giurisprudenza*, in *Giust. civ.*, 1, 2009.
- LANDI N., *Le deroghe al principio generale di incompatibilità ex art. 87, 2 e 3, CE* in A. Santa Maria (a cura di), *Concorrenza e aiuti di stato*, Torino, 2006.
- LEMBO M., *Le forme di pubblicità ed il prospettivo informativo nei servizi di investimento: problematiche recenti in nota ai casi Cirio e Parmalat e prospettive di riforma*, in *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 5, 2004.
- LIBONATI B., *Recenti tendenze del diritto germanico in tema di società e cartelli*, in *Riv. soc.*, 1957, 896 ss.
- LOPATRIELLO S., *L'organo di controllo delle società quotate*, in *Le Società*, 8, 2006.
- LUCARELLI F., *La tutela dei beni dal codice alla Costituzione. Le «proprietà comuni» e l'Assemblea Costituente*, in F. Lucarelli (a cura di), *Lo Stato di opinione e il danno alla Costituzione. Riflessioni sullo Stato di diritto*, Napoli, 2010.
- LUCIANI M., *La produzione della ricchezza nazionale*, in *Costituzionalismo.it*, 3, 2008.
- LUCIFERO N., *L'accesso alla proprietà diretta coltivatrice. Riflessioni sulle dinamiche attuative dell'art. 47, 2 co., Cost. e sulla valenza della disposizione costituzionale nell'attuale contesto economico*, in questo Volume.
- MARINO G., *L'avvertenza sull'inadeguatezza dell'operazione di investimento e i rimedi a tutela del risparmiatore*, nota Cass. civ. sez. I. 6 giugno 2016, n. 11578, in *Nuova giur. civ. comm.*, 12, 2016.
- MENGONI L., *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, 689 ss.
- MERCADANTE D., *Limitazioni della libertà di iniziativa economica, tutela del risparmio popolare e grandi complessi produttivi del Paese: un percorso interpretativo tra gli artt. 41 e 47 della Costituzione e l'ordinamento comunitario*, tesi di dottorato, Pisa, 2009.
- MERUSI F., *art. 47*, in G. Branca (a cura di), *Commentario della Costituzione*, Rapporti economici Tomo III art. 45-47, Bologna Roma, 1980.

- MICCÙ R., *La politica di privatizzazione delle imprese pubbliche*, in V. Atripaldi-G. Garofalo-C. Gnesutta-P.F. Lotito (a cura di), *Governi ed economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, Padova, 1998, 360 ss.
- ID., *La politica delle privatizzazioni: Governi a basso rendimento e adattamento debole alle istanze non maggioritarie*, in V. Atripaldi-G. Garofalo-C. Gnesutta-P.F. Lotito-R. Miccù (a cura di), *Governi ed economia II. La transizione discontinua tra politiche di risanamento ed integrazione europea nella XII Legislatura*, Padova, 2006, 189 ss.
- MIGNOLI A., *I dieci anni della "Rivista delle società"*, in Riv. soc., 6, 1966, 1209 ss.
- MOLESTI R., *Impresa e partecipazione: esperienze e prospettive*, Milano, 2006.
- MONTI A., *La tutela del risparmio nella legge 216 (con un breve cenno alla nuova disciplina sui fondi comuni di investimento)*, in Riv. dir. comm., 1983, 541 ss.
- NICOLÒ R., *Esperienza scientifica: diritto civile*, in 50 anni di esperienza giuridica in Italia, Milano, 1981.
- NIGRO M., *L'edilizia popolare come servizio pubblico*, in Riv. trim. dir. pubbl., 1957.
- OPPO G., *La tutela dell'azionista nel progetto di riforma*, in Riv. soc., 6, 1966, 1220 ss.
- ORTINO M., *The Notion of Economic Law and Regulatory Competition*, in K.M. Meessen (ed.), *Economic Law as an Economic Good*, Munich, 2009.
- ORTINO S., *Il nuovo nomos della terra*, Bologna, 1999.
- ID., *Banca d'Italia e Costituzione*, Pisa, 1979.
- PARRILLO F., *La tutela del risparmio e il controllo dell'esercizio del credito nella Costituzione*, in AA.VV., *Studi sulla Costituzione*, 1958.
- PAVONE LA ROSA A., *Profili della tutela degli azionisti*, in Riv. soc., 10, 1965, 72 ss.
- PLENDER J., *La verità sul capitalismo. Denaro, morale e mercato*, trad. it. di Susanna Bourlot, Torino, 2016.
- POLI G., *Mariangela Atripaldi, La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano. Dinamiche attuative dell'art. 47, Il comma, Cost., Napoli, 2014*, in Dir. Pubbl., 3, 2016.
- PRINCIPE A., *La stabilità finanziaria presupposto per la sicurezza?*, in Contr. impr., 6, 2016.
- QUADRO CURZIO A., *Sussidiarietà e sviluppo. Paradigmi per l'Europa e per l'Italia*, Milano, 2002.
- R&S MEDIOBANCA, *Le privatizzazioni in Italia dal 1992*, in mbres.it <agosto 2017>.
- RIVOLTA G.C.M., *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari nel diritto dell'impresa e delle società*, in P. De Carli (a cura di), *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, Milano, 2012.
- ID., *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, 2015.
- ROPPO V., *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la Mifid*, in Riv. dir. priv., 3, 2008.
- RORDORF R., *Scandali finanziari e regole di mercato (appunti a margine dei casi Cirio e Parmalat)*, in *Questione Giustizia*, 4, 2004.
- ROSSI G., *Controllo pubblico sulla società per azioni*, in Riv. soc., 1958, 518 ss.
- ROTA G. (a cura di), *Investimenti produttivi e risparmio delle famiglie*, Milano, 1983.
- RULLI E., *Osservazioni sull'adeguatezza per dimensione di un investimento e distribuzione dell'onere della prova tra cliente e intermediario, nota a Trib. Bolzano, 6 giugno 2013*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 6, 2013.
- SALMONI F., *Crisi bancarie e incostituzionalità del bail-in*, in *Percorsi costituzionali*, 1, 2017, 18 ss.
- SANDULLI A., *Massimo Severo Giannini e la democrazia industriale nell'immediato secondo dopoguerra*, in Riv. trim. dir. pubbl., 3, 2015.

- SANGIOVANNI V., *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, 5, 2007.
- SARTORI F., *Il mercato delle regole e la questione dei bonds argentini*, nota a Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in Giur. it., 1, 2005.
- SBRESCIA V.M., *Alberto Beneduce e le trasformazioni del modello di intervento pubblico in economia: la vicenda dello stato imprenditore ed il ruolo dell'Iri a quindici anni dalla sua messa in liquidazione. spunti di riflessione per il possibile rilancio dell'azione pubblica nelle dinamiche economiche*, in Riv. giur. Mezz., 4, 2015
- SCHLESINGER P., *L'approvazione tempestiva della riforma della disciplina del risparmio rimane ancora incerta*, in Corr. giur., 12, 2005.
- ID., *Un fenomeno con un significativo rilancio, ma senza rilevanti sviluppi*, in L'impresa al Plurale, Quaderni della partecipazione, 7/8, 2001
- SORACE D., *A proposito di "proprietà dell'abitazione", "diritto d'abitazione e "proprietà (civile) della casa"*, in Riv. trim. dir. proc. civ., 3, 1977, 1176 ss.
- SPAGNUOLO VIGORITA V., *Principi costituzionali sulla disciplina del credito*, in Rass. dir. pubbl., 1962, 355 ss.
- TOSA A., *Natura e perimetro applicativo della valutazione di adeguatezza: prodotto o portafoglio?*, nota a Cass. civ. sez. I, 26 gennaio 2016, n. 1376; Cass. civ. sez. I, 9 febbraio 2016, n. 2535; Cass. civ. sez. I, 7 marzo 2016, n. 447, in Società, 8-9, 2016.
- ID., *Lehman Brothers: tutela dell'investitore tra proposte e tendenziale inefficienza normativa interna*, nota a Trib. Perugia sez. civ. III, 17 marzo 2015, n. 540, in Società, 8-9, 2015.
- TURELLI S., *L'investimento del risparmio nell'impresa azionaria. Profili di diritto societario*, in questo Volume.
- VEIL R. (ED.), *European Capital Markets Law*, Oxford and Portland, Oregon, 2017.
- VISENTINI B., *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in F. Fenghi-A. Santa Maria (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia*, Atti del Convegno internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni, Milano, 1968, 19 ss.
- VIZZARDELLI E., *La nuova legge sul risparmio*, in La Rivista del Consiglio. Ordine degli avvocati di Milano, 4, 2006.
- ZAGREBELSKY G.-BRUNELLO M., *Interpretare. Dialogo tra un musicista e un giurista*, Bologna, 2016.
- ZATTI F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in AA.VV., *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010.