

**P. STELLA**  
*L'enforcement nei mercati finanziari*  
Giuffrè, Milano, 2008

**Chiara Nappini**  
*Dottoranda di Ricerca in Diritto della Banca  
e del Mercato Finanziario  
nell'Università di Siena*

Se si dovesse definire con un solo aggettivo il libro di Paolo Stella, il termine più appropriato probabilmente sarebbe “ricognitivo”.

Il lettore de “*L’enforcement* nei mercati finanziari”, non si trova di fronte al tentativo di un autore di “spiegare” la crisi che sta attraversando attualmente il sistema finanziario, che cosa e perché non ha funzionato nei mercati finanziari, né tantomeno si trova di fronte ad una analisi sui rimedi possibili agli effetti scaturenti dalla crisi. Forse un lettore interessato soprattutto a ricercare in un volume ricette diagnostiche e curative probabilmente potrebbe rimanere deluso.

Paolo Stella, invece, si rivolge a coloro che hanno bisogno di un quadro generale sul livello di applicazione delle leggi da parte degli ordinamenti giuridici, ossia il livello di *enforcement* presente nei mercati finanziari, parola questa che sintetizza ciò che altrimenti potrebbe definirsi come “certezza del diritto”. L’autore muove le proprie considerazioni sulla base dell’idea che tanto più un sistema può considerarsi efficiente quanto più è in grado di garantire sicurezza ed incisività nell’applicazione delle proprie leggi. È per questo motivo che la sua analisi tralascia, volutamente, l’autoregolamentazione: questa è considerata una arma spuntata quando non è riconosciuto legislativamente e “culturalmente” un impianto sanzionatorio capace di costituire un reale deterrente a comportamenti per nulla virtuosi e pregiudizievoli per coloro che si rivolgono ai mercati finanziari.

È proprio la necessità di riflettere sulle ragioni della crisi dei mercati finanziari da parte degli operatori del sistema, giuristi ed economisti compresi, ad avere spinto l’autore del libro a porre in essere un lavoro di ricognizione degli strumenti legislativi di cui dispongono gli attori pubblici e privati che operano all’interno dei mercati finanziari; il libro vuole essere uno strumento prodromico alla comprensione delle cause e dei possibili rimedi da realizzare per intervenire e “curare” gli effetti della crisi. Esso dà ai lettori gli strumenti per poter, poi, autonomamente riflettere se ciò che è presente a livello normativo e ciò che le recenti e frene-

tiche riforme poste in essere nella maggior parte degli ordinamenti giuridici, è in grado o meno di affrontare e gestire una crisi importante e complessa come quella che stiamo vivendo.

Per fare questo, Paolo Stella utilizza una precisa metodologia.

In primo luogo il lavoro si svolge a trecentosessanta gradi, ponendo in essere costantemente un parallelo tra il nostro ordinamento e i principali sistemi di *civil law* e *common law*, in particolare Francia, Inghilterra e, naturalmente, Stati Uniti. La scelta dei paesi non è casuale. Questi Stati, insieme al nostro, hanno dimostrato una attenzione particolare all'esigenza di assicurare effettività alla tutela dei risparmiatori, degli investitori e delle minoranze procedendo al rafforzamento dei poteri di cui dispongono le Autorità di vigilanza - rispettivamente CONSOB, AMF, FSA e SEC - a seguito del verificarsi di scandali finanziari che hanno fortemente minato la fiducia nei confronti dei diversi protagonisti dei mercati finanziari.

In secondo luogo, Stella sceglie di descrivere in maniera puntuale l'attività di *enforcement* di cui si avvalgono i quattro ordinamenti giuridici, distinguendo il ruolo giocato dall'attore pubblico e dall'attore privato.

In questa ottica, il capitolo secondo si concentra interamente, attraverso una analisi accurata e minuziosa, sul *public enforcement* presente nel nostro ordinamento, indagando sia sui elementi relativi ai mercati finanziari sia su quelli attinenti alla sfera del diritto societario, entrambi profondamente legati, prima nelle varie forme di autotutela poi nell'attività esercitata dalla Consob. L'autore descrive puntualmente i poteri di cui può disporre l'Autorità di vigilanza – ispettivi, investigativi, ingiuntivi, decisorii, sanzionatori – ponendo in luce il rafforzamento di questi poteri avviato con l'introduzione della legge sulla tutela del risparmio.

Il terzo capitolo è interamente dedicato all'analisi comparativa delle funzioni che l'attore pubblico ha assunto negli Stati Uniti, in Inghilterra e in Francia attraverso le rispettive Autorità di vigilanza. L'autore non solo compie una descrizione analitica dei

poteri di cui dispongono attualmente queste *Authorities*; compie l'ulteriore passo di individuare di volta in volta gli scopi delle riforme attuate, le indagini che le hanno precedute, le cause e le diverse motivazioni che le hanno dettate, per ciascuno dei paesi presi a riferimento. Il richiamo costante alle rispettive esperienze che hanno indotto i legislatori a porre sistematici interventi legislativi sembra portare alla conclusione, per l'autore, che il *public enforcement* è tanto più forte ed è tanto più in grado di raggiungere lo scopo a cui è preordinato quanto più la garanzia dell'efficienza dei mercati finanziari passa per il rafforzamento dei poteri delle pubbliche autorità di vigilanza, anche in quei paesi, come per esempio gli Stati Uniti, in cui è maggiormente radicata l'idea che l'azione dei privati possa avere un ruolo decisivo nella regolazione dei mercati e degli attori economici.

Il quarto capitolo lascia ampio spazio al ruolo svolto dall'attore privato negli ordinamenti stranieri esaminati, in particolare dalla tutela offerta da uno degli istituti più discussi del momento, ossia le *class actions*. Questa parte è prevalentemente dedicata ad una indagine ricostruttiva sul loro funzionamento negli Stati Uniti, paese dove più che mai predomina l'assunto che la tutela degli interessi collettivi deve essere affidata quanto meno anche all'azione privata. Qui l'istituto in esame, oltre a svolgere una funzione risarcitoria nei confronti di una classe di soggetti che hanno subito un pregiudizio al loro investimento a causa di un comportamento illecito di una società, è anche quella di colmare le lacune esistenti nell'operato della SEC; le azioni di classe suppliscono, cioè, alle carenze delle autorità indipendenti che, per ragioni di organico, di budget o di natura politica non sono in grado di perseguire tutte le violazioni di legge, assicurando ai danneggiati l'effettività dei loro diritti.

Stella ha cura di descrivere dettagliatamente il funzionamento delle *class actions* e non solo. Con accento critico analizza l'importante, forse troppo enfatizzato, ruolo svolto, per esempio, dagli avvocati, ma anche dalle Corti, dai consulenti nonché approfondisce gli aspetti legati ai modi ed ai tempi processuali ed

alle difficoltà nella determinazione del danno risarcibile, elemento, questo, su cui militano le maggiori perplessità.

Una descrizione analitica quale essere quella presente nel libro persegue sicuramente l'intento di mettere il lettore nelle condizioni di sviluppare una sensibilità critica nei confronti dell'istituto delle *class actions* nei mercati finanziari; soprattutto crea una opportunità per riflettere sull'adeguato equilibrio e coordinamento nell'attività di *enforcement* pubblica e privata nei mercati di cui dovrebbe dotarsi un sistema giuridico.

Anche in Inghilterra e in Francia l'istituto è presente; Stella si concentra, in maniera precisa e dettagliata, sulle similitudini e sulle differenze nell'utilizzo delle *class actions* tra questi paesi – soprattutto l'Inghilterra - e gli Stati Uniti, descrivendo al contempo il processo di riforma in atto in Francia con cui il legislatore sta cercando di rafforzare l'azione di *enforcement* privata.

L'ultima parte del libro è dedicata al rapporto di coordinamento tra la Consob e le altre Autorità indipendenti, nazionali ed internazionali, ma soprattutto si concentra sul potere sanzionatorio della prima. Stella si interroga sulla capacità del sistema normativo di costituire, nel nostro paese, un serio fattore inibitorio degli illeciti amministrativi e penali in materia di diritto societario e dei mercati finanziari, alla luce dei più recenti rafforzamenti introdotti dalle riforme succedute negli ultimi anni. Il risultato a cui giunge sembra nettamente orientato a considerare, da questo punto di vista, un sistema di *public enforcement* debole, non in grado di costituire alcun effetto di deterrenza contro comportamenti dolosi. È per questo che risulta estremamente utile l'analisi del percorso verso cui è preordinata l'introduzione nel nostro paese di una *class actions* nei mercati finanziari, evidenziando in chiave critica, le difficoltà che una normativa sulle azioni di gruppo può incontrare nel nostro paese.

Qui il lettore – ormai consapevole grazie agli strumenti conferiti dalla descrizione proposta dal libro – è posto di fronte alla domanda se considerare positivamente o meno uno spostamento dell'attività di *public enforcement* esercitata dall'Autorità di vigi-

lanza verso un maggiore utilizzo di strumenti di tipo privatistico, per dare una maggiore certezza nell'applicazione di leggi. Su questo punto l'autore ha una sua chiara posizione orientata nel senso di considerare, alla luce del nostro attuale diritto dei mercati finanziari, l'introduzione della *class actions* assai dubbia.