

### Il mercato di borsa tra paradigmi economici e giuridici

#### Riflessioni sulla nozione di contratto in occasione della presentazione del libro di Carlo Angelici, *Sul “contratto” di borsa*

*Il 14 luglio 2021 presso la Facoltà di economia de La Sapienza Università di Roma si è tenuto un incontro di studio, organizzato dal Dipartimento di Diritto ed Economia delle Attività produttive e dall'Istituto per il Governo societario, sul tema «Il mercato di borsa tra paradigmi economici e giuridici. Riflessioni sulla nozione di contratto in occasione della presentazione del libro di Carlo Angelici, Sul “contratto” di borsa».*

*All'incontro, presieduto dal prof. Alessandro Nigro, professore ordinario f.r. di Diritto commerciale de La Sapienza Università di Roma, sono intervenuti, oltre al prof. Carlo Angelici, professore emerito di Diritto commerciale de La Sapienza Università di Roma, il prof. Guido Alpa, professore emerito di Diritto civile de La Sapienza Università di Roma, il prof. Mario Libertini, professore emerito de La Sapienza Università di Roma, il dott. Luca Pompilio, Head of Financial products and corporate actions, Borsa Italiana European Group, la prof.ssa Giuseppina Capaldo, professore ordinario di Diritto privato de La Sapienza Università di Roma, il prof. Mario Stella Richter, professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Roma Tor Vergata.*

*Ne pubblichiamo gli atti.*

ALESSANDRO NIGRO

Mi è stato chiesto dagli organizzatori di questo incontro di presiedere e coordinare gli interventi: ho accolto con molto piacere questa richiesta e per moltissime ragioni.

---

\* La professoressa Capaldo, a causa di un impedimento sopravvenuto, non ha potuto predisporre la relazione scritta.

Innanzitutto, per una ragione di carattere oggettivo. Questo incontro vuole trarre spunto dal libro del prof. Angelici che ho letto con interesse ed apprezzato e che naturalmente fornirà materia per riflessioni ed approfondimenti sicuramente di notevole rilievo.

Vi sono poi le ragioni di carattere soggettivo. Una prima ragione è rappresentata dal mio rapporto di amicizia con Carlo Angelici, un rapporto di lunga data cementato da stima, considerazione ed affetto: in questo modo, mi si offre l'occasione di rinnovare tale stima, tale considerazione e tale affetto. Tra i moventi di carattere soggettivo c'è poi il rapporto che ancora mi lega al Dipartimento che ci ospita e del quale tuttora mi considero parte.

C'è un'ultimissima ragione di carattere soggettivo: oggi è l'anniversario della presa della Bastiglia, cioè dell'inizio della rivoluzione francese, evocata non a caso nella locandina di questo evento. Io condivido con il prof. Angelici l'interesse, anzi la passione per questa vicenda storica. Anche questa concomitanza di date mi è parsa motivo sufficiente per aderire alla richiesta di intervenire all'incontro in questa forma.

Tornando al libro del prof. Angelici. Naturalmente non voglio e non posso sovrappormi ai colleghi ed amici ai quali spetterà il compito di discutere di questa opera con l'autore: vorrei però svolgere qualche rapida considerazione personale a margine dell'opera.

Come dicevo, ho letto e molto apprezzato il libro da cui ho imparato molte cose.

Una cosa mi ha colpito in particolare, cioè la chiarezza e la linearità del percorso ricostruttivo. Si sa fin dall'inizio quale è destinato ad essere l'esito di tale percorso ricostruttivo, un esito del resto manifestato in maniera abbastanza esplicita nel titolo con le virgolette apposte alla parola contratto. È, invece, l'itinerario per arrivare a questo esito che si disvela progressivamente attraverso una serie di passaggi e concatenazioni frutto di attente analisi e brillanti intuizioni.

Se è lecito il paragone, sembra di essere in presenza di un thriller alla Hitchcock, nel senso che in molti dei suoi films si sa dall'inizio chi è l'assassino: quindi la curiosità è per il come e il quando l'assassino verrà preso o, come talvolta capita, comunque punito. Se un rilievo su questo piano mi sento di fare (con affetto) al prof. Angelici, è che il percorso, pur lineare, ha alcuni momenti di ridondanza, di ripetizione di concetti, di insistita sottolineatura di temi. In sostanza, si ha talvolta l'impressione che l'autore abbia avuto il dubbio di doversi confrontare con un lettore disattento o prevenuto e abbia voluto, appunto, battere e ribattere i concetti per farli penetrare.

L'esito – ho detto – è chiaro fin dall'inizio ed è racchiuso nella considerazione secondo cui l'operazione di borsa è, sul piano economico, un'operazione di scambio, la quale però non richiede, anzi impedisce, una relazione bilaterale fra le parti di quello stesso scambio. Si tratta di un esito, a mio avviso, pienamente convincente e convincentemente argomentato.

Aggiungerei, però, una considerazione forse banale: che questa "scomparsa" del contratto nel mercato di borsa non riguarda l'intero complesso di rapporti che quel mercato concorrono a determinare. Perché il contratto resta in realtà saldamente presente nell'ambito di tutta una ampia gamma di relazioni collaterali, in particolare di quelle che intervengono tra gli investitori, siano essi compratori o venditori, ed i loro intermediari. Per cui il contratto, per così dire, "scacciato" dalla porta principale dell'operazione di borsa in senso stretto, rientra dalla finestra di tutto ciò che ruota intorno a quell'operazione e che, a ben vedere, quell'operazione rende possibile in quel modo.

Altra notazione a margine. Nella prefazione il prof. Angelici ha ritenuto, e non è usuale, di giustificare la scelta dell'argomento, e soprattutto la linea ricostruttiva adottata, con l'insoddisfazione, cito testualmente, *«per un'evoluzione della dottrina commercialistica italiana che si è autoconfinata sempre di più in ambiti tecnici e specialistici»*, abbandonando l'analisi di temi e categorie generali. Tale giustificazione, qualche riga dopo, viene richiamata in chiave di rimprovero, il quale infine viene ripetuto, significativamente, alla fine dell'opera (soprattutto a p. 241), dove si parla di nuovo di un *«eccesso di specializzazione che può far perdere di vista i rapporti con il sistema generale»*.

Non so dire, e tutto sommato non vorrei neanche sapere, se il prof. Angelici abbia inteso riferirsi a specifici autori, scuole, correnti ed eventualmente a quali. Mi pare, comunque, di poter dire che questo rimprovero, se assunto in termini generali, non sarebbe, a mio parere, condivisibile, da almeno due punti di vista.

Innanzitutto, l'evoluzione degli ordinamenti giuridici, in particolare di quello italiano, non solo consente ma oggi impone la specializzazione dei saperi. Il nostro ordinamento, come sappiamo, è cresciuto a dismisura in termini quantitativi ed è divenuto spaventosamente complesso in termini qualitativi, se non altro per il moltiplicarsi delle fonti e dei livelli delle normative. Mi parrebbe che la stessa opera con cui ci stiamo confrontando ne fornisca una prova eloquente. A questo punto, temo che la specializzazione sia non solo possibile ma inevitabile.

In secondo luogo, e soprattutto, specializzazione non significa affatto disattenzione per il sistema generale e per i temi, le categorie, gli istituti

di carattere generale. Direi, anzi, il contrario. La specializzazione, almeno nel diritto, ma anche in altri settori (basta pensare alla medicina), comporta la necessità di un continuo confronto con quel sistema e con quei temi, categorie, istituti.

L'esempio di tale confronto che il nostro Autore ha voluto dichiaratamente esprimere nella prefazione ed offrire con la sua opera corrisponde a ciò che normalmente gli specialisti di certe materie debbono fare. Mi ha colpito a questo proposito una significativa, credo, consonanza.

Occupandosi dell'illecito civile nel mercato di borsa, il prof. Angelici ha toccato in maniera efficace il tema della possibilità di assumere a fondamento di pretese risarcitorie fra privati la violazione dei doveri di comportamento imposti dalle normative di settore. Ebbene, questa è esattamente la prospettiva in cui moltissimi anni fa personalmente mi ero collocato, come "specialista" di diritto bancario, nella costruzione della figura, a quel tempo completamente ignota nell'esperienza italiana, della responsabilità della banca per concessione abusiva di credito. Una costruzione basata proprio sulla rilevanza ed utilizzabilità sul piano generale dell'illecito civile della violazione da parte della banche dei doveri di comportamento imposti loro dalla normativa di settore. Un tipo di costruzione, come credo sia a tutti noto, che inizialmente è stata osteggiata, in maniera oserei direi "feroce"; ma che adesso viene largamente condivisa, tanto da costituire il fondamento stesso dei più recenti orientamenti, in materia, della Cassazione (peraltro solo in parte, a mio avviso, condivisibili).

Quel che voglio dire, in sintesi, è che il giurista specializzato o specialista, per essere un buon giurista, deve frequentare, per dir così, le categorie, i temi generali. La vera differenza non è quella tra giuristi specializzati e giuristi "generalisti", ma è tra buoni giuristi e giuristi non buoni, puramente e semplicemente.

Mi fermo qui, per dare senz'altro indugio la parola al primo dei relatori, il prof. Guido Alpa che tutti conosciamo e stimiamo.

GUIDO ALPA

**1.** I contratti di borsa costituiscono una materia poco frequentata dagli studiosi del diritto civile, ma non sono oggetto, comunque, di una ricca messe di contributi di studiosi di altre materie. La borsa, il suo mercato, le operazioni che si intrecciano su quel mercato – o più esattamente – sui diversi mercati in cui si scambiano titoli di diversa consistenza e diversa configurazione giuridica sono argomenti studiati nel loro complesso or-

ganizzativo, piuttosto che non con riguardo agli effetti civilistici degli atti che si compiono sul mercato (da ultimo v. GHETTI, *Disciplina dei sistemi di negoziazione: profili strutturali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 4, pp. 990 ss.; CAPRIGLIONE, a cura di, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2019; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018; PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2018). Se si scorrono i repertori di giurisprudenza, si ha una conferma di questa marginalità, certo non corrispondente al “peso economico” e alla rilevanza del settore; segno che i conflitti tra investitori, operatori e organi che gestiscono i mercati si risolvono altrimenti che non nelle aule giudiziarie. In queste aule si discutono le questioni prodromiche all’ingresso in borsa, come, ad es., la natura giuridica degli ordini, il rapporto tra investitore e intermediario bancario o finanziario, la forma richiesta per il contratto quadro che lega i due soggetti, la possibilità per l’investitore di selezionare la nullità degli ordini, la natura giuridica degli strumenti finanziari, la loro causa e il rischio che essi involgono – inclusa la c.d. alea “ragionata”: il contributo degli studiosi del diritto civile si ferma dinanzi alle porte della borsa, eppure, a leggere il volume di Carlo Angelici i problemi dogmatici offerti dai rapporti giuridici che maturano in borsa sono molti, e anche di difficile soluzione.

Il titolo è già un programma: le virgolette con cui l’A. delimita il termine “contratto” indicano che quel termine probabilmente non è appropriato per definire l’intero fenomeno, che nasce segmentato nella fase prodromica all’accesso alla borsa, e poi, in borsa, fino all’esito di un vero e proprio “procedimento”. L’oggetto del rapporto è intangibile, i titoli sono dematerializzati, i luoghi sono virtuali, le offerte sono anonime e debbono rimanere tali. Il “mercato” – anch’esso un luogo *sui generis* – è, in realtà, un ordinamento giuridico. Gli ordini sono gestiti telematicamente e lo scambio avviene utilizzando tecniche che si palesano in modo totalmente diverso da come si rappresenta da tempo memorabile la formazione dell’accordo che avviene con l’espressione dei consensi.

Le regole che ne costituiscono l’ossatura provengono da diverse fonti: nel codice civile sono riservate solo alcune disposizioni alla vendita a termine di titoli di credito (art. 1531 ss.), e al riporto, uno dei pochi contratti reali (art. 1548 ss.); nel t.u.f. si trovano disposizioni sui contratti con gli intermediari (art. 23 ss.) e regole sulla organizzazione degli emittenti e dei mercati; con la disciplina di MIFID I e MIFID II, che hanno tenuto conto della difficoltà del mercato e delle diverse crisi che hanno contrassegnato l’ultimo decennio, si sono apportate alcune modifiche sostanziali alla organizzazione delle contrattazioni (v. il d.lgs. 3 agosto 2017 n. 129, in attuazione della direttiva n. 65 del 2014 e il Regolamento UE n. 600 del 2014).

A seguito dei mutamenti di disciplina (esaminati con puntualità da GHETTI, *Disciplina*, cit., pp. 997 ss.) il Regolamento di Borsa italiana s.p.a. del 31 dicembre 2005, approvato con delibera della Consob dell' 8 febbraio 2006, n. 15319, con cui si esaminavano in dettaglio i segmenti della negoziazione è stato modificato ed ora è entrata in vigore la sua nuova versione (a decorrere dal 1° gennaio 2021). Vi sono poi gli usi di borsa, sopravvissuti nel corso degli anni.

Le regole disciplinano il procedimento di formazione dello scambio, che avviene in modo assai diverso da quello descritto – in modo paradigmatico – nel codice civile agli artt. 1326 ss. D'altra parte, si sa che proprio quel percorso può essere liberamente variato dalle parti in omaggio alla libertà contrattuale.

Insomma, una disciplina che coniuga aspetti pubblicistici e aspetti privatistici.

Questo complesso appaiato come si può tradurre in paradigmi giuridici che spieghino come si effettua lo scambio?

Il volume è ripartito in tre capitoli riguardanti rispettivamente la dimensione del mercato (un mercato anonimo, un mercato di intermediazione), le microstrutture in cui si frantumano le negoziazioni, lo scambio.

Con grande sensibilità dogmatica, con una raffinata analisi di diritto comparato che tiene conto del realismo del *common law* e della razionante propensione della cultura giudica tedesca, l'A. affronta un compito assai arduo, consistente nel tradurre in paradigmi giuridici i singoli frammenti delle operazioni di mercato; operazione mai tentata in Italia prima d'ora, quanto meno nella sua globalità, con esiti davvero interessanti e, per certi aspetti, perfino sorprendenti. Si solleva quindi la cortina su un mondo che di solito, come si rilevava sopra, i giuristi si limitano a lambire, attraversando solo la fase preparatoria. Un mondo popolato da soggetti diversi da banche e società finanziarie, un mondo in cui non sono tanto le persone fisiche (essendo ormai scomparsi gli agenti di cambio) o i luoghi fisici (essendo ormai superflui i palazzi di borsa), o le manifestazioni di volontà esplicitate con segni vocali (non essendo più necessarie le grida) a dipingere quel mercato, ma gli algoritmi in tutta la loro nettezza e aridità.

**2.** L'intermediazione in borsa è svolta da una controparte centrale che opera in situazione di monopolio e in forma anonima e collettiva. Il sistema assicura la neutralità dei meccanismi con cui si concludono le operazioni sul mercato: il prezzo – oggettivo – risulta dalle molteplici operazioni effettuate sulla base di una vicenda multilaterale; il mercato dunque è connotato dalla multilateralità dei processi collettivi, il prezzo

non è quello indicato nei *market orders* ma quello migliore risultante dal mercato, e il sistema protegge gli operatori dai rischi determinati dalla volatilità del prezzo, sospendendo il corso dei titoli che segnano un prezzo eccessivamente alto o eccessivamente basso. La trasparenza e la neutralità delle operazioni implica che di esse si conoscano prezzi proposti e quantità ma non la loro riconducibilità a singoli soggetti.

Manca quindi il carattere dialogico dello scambio di offerta e accettazione che ha connotato per molto tempo la stessa nozione di contratto.

Su questo aspetto della vicenda l'A. si sofferma in più punti. Vi sono certamente affinità di questo procedimento rispetto ad altri procedimenti che si sono via via affacciati alla ribalta nel progredire delle tecniche di produzione e distribuzione di prodotti e servizi di massa, procedimenti che hanno dapprima messo in crisi le categorie tradizionali di formazione del consenso e quindi del contratto, e poi convinto i giuristi del fatto che il consenso può essere espresso in modi diversi dalla sua esternazione labiale o discorsiva.

Mi riferisco in particolare ai contratti per automatico, in cui lo scambio avviene con la individuazione della cosa da acquisire, la introduzione della moneta che ne rappresenta il prezzo nell'apposita feritoia della macchina distributrice e il prodotto viene ritirato con la consegna automatica della macchina. Qui non c'è un atteggiamento dialogico tra le parti, vi sono solo segni e comportamenti che conducono allo scambio di cosa con il suo prezzo; non c'è tra le parti una negoziazione; già all'inizio del Novecento si discuteva come dogmaticamente si dovesse risolvere il problema, specie con riguardo alla capacità d'intendere e di volere e alla capacità contrattuale, posto che la macchina può essere messa in funzione da chiunque, qualunque età abbia e qualunque sia il suo stato mentale. Ma si consideri anche la diffusione dei mezzi di trasporto pubblico e la modalità con cui si conclude il contratto di trasporto: il passeggero acquista presso il rivenditore o sullo stesso mezzo il documento di legittimazione, essendo il testo contrattuale predisposto in clausole unilateralmente imposte dal vettore ed esposto nella sede dell'impresa di trasporto, e il passeggero con il suo comportamento esprime la volontà di profittarne salendo sul mezzo.

A differenza dei contratti di borsa di cui stiamo parlando si tratta di prestazioni contrattuali acquisite dall'interessato personalmente; la persona nei contratti di borsa appare solo nella fase preliminare, anteriore all'ingresso sul mercato. Superate le "porte della borsa" tutto è spersonalizzato. Di più, la controparte è "centrale", unica per tutti, ed ha la funzione di mettere in contatto il venditore con tutti i compratori e il compratore con tutti i venditori. Gli operatori sono fungibili, ma debbono



essere tutti solvibili. La “controparte” però offre un servizio, non si pone come veicolo del consenso, di mettere in contatto venditori e compratori che però non sono presenti né fisicamente né da remoto, in quanto per essi operano gli intermediari interni. Non si può quindi ragionare in termini di rappresentanza espletata dalla centrale, che concluderebbe con se stessa i contratti composti di offerta e accettazione provenienti da venditori e acquirenti (come spesso si tende a ragionare da parte di studiosi tedeschi).

Il sistema funziona grazie alla interposizione del mercato, fenomeno ampiamente analizzato nella seconda parte del primo capitolo e nel secondo capitolo. È questa una funzione essenziale per assicurare che i prezzi non siano alterati e perché non siano commessi illeciti. Ma il mercato non si può soggettivare, come tendono, un po' superficialmente, a pensare alcuni autori francesi.

Il Regolamento di Borsa s.p.a. è un complesso di regole emanato da un soggetto di diritto privato che svolge una funzione pubblicistica, come la regolazione dei mercati, e che offre agli operatori servizi ai quali possono accedere se fanno parte del “sistema”.

L'adesione alle regole dunque nasce dal rapporto dell'operatore con il sistema di Borsa italiana, quindi una sorta di rapporto associativo, il cui regolamento interno funge da complesso normativo dell'intero mercato.

In modo esplicito e chiaro le Regole della Borsa di Londra del 1° gennaio 2021 recitano, al n. 2105: «*When using the trading system a member firm shall comply with the procedural, operational and technical requirements of the Exchange's systems and networks as specified by the Exchange from time to time*».

Il Regolamento della Borsa di Londra dovrebbe corrispondere a quello della Borsa di Milano, atteso che provengono dalla stessa matrice, ma non è così. Il Regolamento londinese è assai più pratico, ingloba anche le linee guida, e i moduli con cui eseguire gli ordini e procedere alla negoziazione interna al mercato.

Il Regolamento, già nella precedente versione, prevedeva disposizioni sulla ammissione alle negoziazioni (art. 3.1.1. ss.), i canoni di condotta (art. 3.2.3) e le proposte di rinegoziazione, che si distinguono a seconda delle tecniche utilizzate (art. 4.1.3 e ss.). Si tratta di disposizioni riformulate, che hanno però mantenuto la loro validità.

C'è da capire se la negoziazione mediante il sistema di gestione della borsa possa essere equiparata ad un accordo secondo il modello paradigmatico.



**3.** Insomma, c'è o no un “accordo”? Carlo Angelici ben conosce il dibattito che si è aperto, con diversi accenti e con diversi risultati, nelle esperienze a noi più vicine, quella francese e quella tedesca, e pure nell'esperienza del *common law* inglese e americano (pp. 104 ss., specie note 41-51). È una vicenda che ha segnato nelle sue fasi storiche l'Ottocento e il Novecento e che ha visto contrapporsi con alterne fortune la concezione del contratto come promessa e quella che vede nel contratto l'espressione della comune volontà delle parti nata dall'incontro dei consensi. In ogni caso l'archetipo del rapporto tra proposta e accettazione presuppone non solo la manifestazione di segni ma anche relazioni intersoggettive e interindividuali. Ora l'intersoggettività, che pure è evidente nella fase preliminare anteriore all'ingresso in borsa, tra chi ha emesso l'ordine e chi lo deve eseguire avvalendosi della borsa, si ritrova solo, dentro il mercato di borsa, nella combinazione di due atti che possono considerarsi unilaterali, da un lato l'offerta a vendere e dall'altro l'offerta ad acquistare, che si coordinano con il *matching*; così dicendo si semplifica al massimo ciò che avviene, mentre l'A. descrive con perizia questi procedimenti distinguendo il metodo latino da quello anglosassone. In ogni caso la struttura di mercato si rende necessaria nell'esecuzione della combinazione per salvaguardare la neutralità dell'operazione (pp. 123 ss.).

Appare quindi più corretto descrivere dogmaticamente il percorso delle due offerte, intese come atti unilaterali convergenti rispetto a quello descritto nel Regolamento di borsa. Qui i diversi segmenti e passaggi sono esaminati con una terminologia non impeccabile.

La versione aggiornata, del Regolamento dà le definizioni dei termini essenziali e, a proposito della negoziazione, precisa diverse accezioni:

- “Negoziazione algoritmica”, indica la tecnica di negoziazione come definita all'articolo 4(1)(39), della Direttiva n. 2014/65/LTE e all'articolo 18, del Regolamento n. 2017/565/UE;
- “Negoziazione algoritmica ad alta frequenza” o “HFT”, indica la tecnica di negoziazione come definita all'articolo 4(1)(40), della Direttiva n. 2014/65/UE e all'articolo 19, del Regolamento n. 2017/565/UE;
- “Negoziazione al prezzo di asta di chiusura”, indica la modalità di negoziazione che segue la fase di asta di chiusura e che prevede l'inserimento, la modifica e la cancellazione di proposte di negoziazione al fine della conclusione di contratti al prezzo di asta di chiusura;
- “Negoziazione continua”, indica, nei mercati MTA, MIV (ove prevista), MOT, ETFplus e IDENI, la modalità di negoziazione che prevede l'inserimento, la modifica e la cancellazione di proposte di negoziazione al fine della conclusione, immediata o futura, di contratti.

L'articolo 4.3.2 del Regolamento ora vigente, intitolato «*Proposte di negoziazione*», si esprime in termini che potrebbero richiamare la figura del negozio giuridico.

La volontà negoziale degli operatori si esprime attraverso proposte di negoziazione in forma anonima. La volontà negoziale degli operatori specialisti si esprime attraverso proposte di negoziazione in forma non anonima, ad eccezione dei casi indicati nelle Istruzioni. Le proposte di negoziazione contengono almeno le informazioni relative allo strumento finanziario da negoziare, alla quantità, al tipo di operazione, al tipo di conto, alle condizioni di prezzo e alle modalità di esecuzione e riportano una specifica indicazione quando originino da un algoritmo o siano state immesse per il tramite di un accesso elettronico diretto. Le proposte di negoziazione possono inoltre specificare diversi parametri di validità basati sul tempo o sull'esito della proposta e contengono le ulteriori informazioni necessarie per consentire a Borsa Italiana di rispettare il Regolamento 2017/580/UE. Nel Manuale del Servizio di Negoziazione sono precisate le modalità di inserimento di tali informazioni e i parametri ammissibili per ciascuna tipologia di proposta.

Ora, proprio per quel che si è detto, non si può parlare di volontà negoziale come se si fosse in presenza di un negozio giuridico di ottocentesca memoria. Questa formula immaginifica sembra suggerita dal Regolamento a fini pratici e semplificatori.

Più esattamente l'art. 4 precisa che il percorso avviene in questo modo: *«il singolo ordine confluisce in una massa, quella dell'offerta e della domanda, e vale a definire gli elementi quantitativi e qualitativi (in termini di prezzo cioè); il confronto tra le due masse determina di conseguenza il prezzo; dal prezzo così determinato consegue l'individuazione degli ordini che potranno essere eseguiti, quando necessario a tal fine [,] avvalendosi di predeterminati criteri di priorità»*.

La ricerca storica che sostiene il discorso risale a Max Weber, agli anni giovanili in cui l'illustre sociologo, allievo di Levin Goldschmidt, si occupava degli aspetti giuridici della borsa (p. 148 nt. 127).

La negoziazione dunque necessita di un apparato per poter produrre i suoi risultati ottimali. Ed è dalla correlazione tra le offerte e il sistema che opera la combinazione che si crea l'esito finale dell'operazione.

In modo molto realistico e pratico il Regolamento inglese prevede il completamento di un modulo e dice asciuttamente che l'ordine è sottoposto al sistema. Il sistema diventa il veicolo con cui l'ordine trova la sua esecuzione.

4. È evidente che, seguendo il ragionamento dell'A., appare più difficile giustificare lo scambio senza consenso e soprattutto il risultato che si risolve nel trasferimento della proprietà.

Quello che economicamente si presenta come uno scambio tra investitori, in termini giuridici non sembra plausibile, perché il sistema non favorisce l'accordo, ma anzi lo nega, mantenendo le offerte separate e facendole combinare solo attraverso il sistema di gestione collettiva e secondo l'ordine temporale stabilito (con tutti i correttivi previsti per tipologie di strumenti finanziari e per tecniche di negoziazione). Qui l'A. propone una soluzione in forma problematica, tenendo anche in considerazione l'esperienza tedesca, con la sua segmentazione piramidale di tutti gli atti interni al mercato, che si risolvono nella successione nel possesso di titoli i quali si trasferiscono quindi senza necessità di un atto di trasferimento diretto perché l'acquisto avviene *a non domino*. Mentre il legislatore francese ha provveduto a disciplinare il trasferimento con legge speciale, il legislatore tedesco si è rimesso al diritto comune (p. 198 nt. 47, pp. 223, 234).

La soluzione – che appare soddisfacente per il diritto tedesco, atteso che in quella esperienza per il trasferimento della proprietà non basta il semplice consenso, ma occorre che esso sia accompagnato dalla consegna – può creare qualche problema per il diritto italiano, in cui, se si continua a ritenere la validità di scambi mediante accordi oggettivati non dialogici e meramente comportamentali, si può dire che la volontà espressa dall'ordine si è oscurata nel sistema di borsa perché è diventata una semplice offerta anonima e non recettizia, ma con un guizzo di fantasia (a cui il diritto spesso ricorre quando si avvale di finzioni), si può pensare ad una volontà che si concreta poi, mediante la combinazione, nella coniugazione di un'altra volontà con la quale si realizza lo scambio.

ALESSANDRO NIGRO

Grazie al prof. Alpa che ha introdotto il tema da par suo e dal quale raccoglierei soprattutto l'invito da ultimo formulato, cioè l'invito ad esercitare la fantasia. È vero che il diritto è fatto anche di dogmi, di costruzioni e di logica, ma bisogna avere il coraggio di non lasciarsi imprigionare sempre e comunque. Laddove è possibile salvare la ragionevolezza dell'insieme e trovare una costruzione più aderente alla realtà, forse è preferibile seguire questa strada anziché farsi prigionieri di se stessi, restare cioè vincolati dalle idee ricevute. Le idee che, come

tutti dovrebbero sapere, hanno questo di caratteristico e di buono, che possono cambiare ed è bene che, quando è necessario, cambino.

La parola passa adesso al prof. Mario Libertini, il quale proseguirà, immagino, il discorso aperto in maniera così brillante dal prof. Alpa.

MARIO LIBERTINI

**1.** Dato che questo scritto si inserisce in una serie di commenti dedicati al libro di Carlo Angelici sul “contratto” di borsa, mi ritengo esentato dall’onere di presentare una compiuta recensione. Darò quindi per acquisito il contenuto del volume e cercherò di svolgere alcuni commenti su alcuni profili, che mi sembrano particolarmente interessanti: (i) le scelte culturali e metodologiche dell’autore; (ii) il contributo dato alla teoria generale degli atti di autonomia privata; (iii) la ricostruzione analitica della disciplina dei movimenti nei mercati finanziari.

**2.** Sotto il primo profilo si deve esprimere un grande apprezzamento.

Ciò, in primo luogo, per un’operosità scientifica dell’autore, che riesce a manifestarsi anche nella produzione, ad alto livello, di monografie giuridiche, cioè di studi appartenenti ad un genere letterario che si è soliti associare alla produzione giovanile (per lo più a fini concorsuali), e che è ben raro vedere prodotti da autori dell’età e del prestigio di A. Avevo espresso questa considerazione recensendo il precedente volume di A. sui “derivati” (2016) e posso solo ripeterla, con ammirazione, di fronte a questa ulteriore prova.

Una seconda ragione di ammirazione si rivolge alla dichiarata rivendicazione, da parte di A., della vocazione generalista della dottrina del diritto commerciale europeo, a fronte di *«un’evoluzione della dottrina commercialistica italiana, che si è auto confinata sempre più in ambiti tecnici e specialistici»*. In questa prospettiva, c’è solo da augurarsi che il suo esempio trovi proseliti, soprattutto fra i giovani cultori della disciplina.

Un terzo punto di apprezzamento riguarda la rigorosa applicazione del metodo empirico della migliore tradizione giuscommercialistica. Nell’esaminare la materia studiata, A. muove dalla “ricostruzione tipologica della realtà” (per usare la terminologia ascarelliana), cioè dall’osservazione delle tecniche di negoziazione di borsa e degli interessi che, mediante queste tecniche, vengono soddisfatti.

Dev’essere anche segnalato l’impiego costruttivo del metodo comparatistico e la valorizzazione sistematica di esperienze straniere, irrinun-

ciabile in questa materia (del resto, nella disciplina dei mercati di borsa il legislatore interno ha sentito il bisogno – p.e. nell’art. 65-*quinquies* t.u.f. – di usare parole inglesi fra virgolette).

Il quadro che viene disegnato da A. è quello di un mercato dinamico e ben funzionante, in cui i contenziosi sono molto rari. Il compito del giurista, così come da lui inteso in questo volume, diviene quello di una ricostruzione concettuale (anche se, certamente, non “concettualistica”) delle modalità con cui questo mercato opera, confrontate con il modello normativo del contratto, quale ci è consegnato dalla lettura delle norme generali del codice civile in materia. Scelta perfettamente legittima, in un programma di ricerca monografico, anche se lascia in ombra il campo dei possibili illeciti, penali e civili, di borsa (salvo una breve, anche se illuminante, distinzione fra il “pregiudizio borsistico” da alterazione della quotazione e il danno interindividuale da disinformazione), nonché quello relativo al ruolo giocato dalla regolazione amministrativa dei mercati finanziari.

**3.** Il contributo offerto dal volume è dunque di ordine, si potrebbe dire, soprattutto dogmatico (nel senso civilistico classico).

In questa prospettiva, l’idea centrale, sviluppata nella prima parte del volume, è quella di una contrapposizione fra il contratto, come vicenda interindividuale, e il mercato di borsa come vicenda collettiva, nella quale è l’intero mercato a svolgere una funzione di intermediazione fra gli operatori.

Questa dicotomia fra individuale e collettivo (che, qualche volta, assume la veste terminologica di contrapposizione fra “soggettivo” ed “oggettivo”) richiama note elaborazioni teoriche di Paolo Ferro-Luzzi ed ha – con riferimento alla materia trattata – una sua plastica plausibilità. Ritengo però che essa sia alquanto riduttiva. Le vicende giuridiche che possono assumere un carattere “collettivo” possono avere caratteristiche assai diverse: dal funzionamento delle organizzazioni (pubbliche e private), in cui un insieme differenziato di persone e di beni è coordinato per lo svolgimento di un’attività funzionale al raggiungimento di uno scopo; all’autotutela collettiva di interessi di classe o di serie; allo stesso fenomeno della contrattazione di massa (o, in particolar modo nel mondo digitale, del contatto sociale di massa). Il funzionamento accentrato del mercato di borsa è uno di questi fenomeni. Ma ciascuno di essi presenta assetti di interesse differenziati, che rendono a ciò funzionali modelli normativi altrettanto differenziati.

Queste differenze non emergono pienamente, a mio avviso, nella trattazione di A. Sintomatica, in questo senso, è l’analogia che egli fa, a un

certo punto, fra l'esercizio del diritto di voto nei procedimenti deliberativi societari e l'emissione di un ordine di borsa; nonché l'analogia fra il procedimento deliberativo da un lato e la sequenza "piramidale" di atti che porta all'esecuzione dell'ordine di borsa, dall'altro. Queste analogie trascurano il fatto che la figura giuridica del procedimento, con la sua rilevanza imperativa ai fini della possibile invalidazione degli atti deliberativi finali, ha senso nell'ambito della disciplina delle organizzazioni e dell'esercizio di poteri funzionali al loro interno: il rispetto della sequenza procedimentale – di cui l'esercizio del voto è una fase – è una garanzia del corretto esercizio del potere ed è perciò che la violazione di norme procedimentali è causa di invalidità dell'atto finale. Tuttavia, l'esigenza di continuità dell'attività svolta nelle organizzazioni giustifica poi un modello normativo per cui l'irregolarità procedimentale si propaga fino all'atto finale del procedimento, ma rileva solo come possibile causa di annullamento dell'atto finale, soggetta a breve termine di impugnazione. Viceversa, la sequenza di atti richiesta dalle negoziazioni di borsa non sfocia in un provvedimento finale di esercizio di un potere, ma in uno scambio di mercato; e le eventuali irregolarità verificatesi in uno dei segmenti della vicenda possono dar luogo a rimedi risarcitori o invalidativi, che l'ordinamento – come A. bene mette in luce – tende ad isolare all'interno dei rapporti fra operatore e intermediario, al fine di evitare che il vizio si propaghi all'intero mercato (secondo un modello normativo che è stato storicamente "inventato", in forme più semplici, nella disciplina della circolazione dei titoli cambiari, e che è certamente molto distante dalla disciplina della rilevanza dei vizi procedimentali nei procedimenti deliberativi interni alle organizzazioni).

In altri termini, credo che la dicotomia "individuale/collettivo" sia uno strumento euristico troppo generico, ai fini di una costruzione dogmatica soddisfacente delle manifestazioni di autonomia privata diverse dal contratto come atto di disposizione isolato dell'individuo proprietario. L'atto di partecipazione del singolo a processi collettivi può avvenire – come già detto – in contesti molto diversi: dalla delega ad un sindacato per un accordo collettivo (figura che, nel diritto europeo più recente, sembra allargarsi al di là dei confini del lavoro dipendente); all'adesione ad un'offerta seriale; alla partecipazione ad un sistema di *standard essential patents*; al voto in un collegio deliberativo ecc. Per ognuno di questi fenomeni si pongono problemi e soluzioni normative differenti.

Il contributo che oggi l'esperienza di studio del giuscommercialista può dare alla teoria generale dell'autonomia privata è – a mio avviso – quello che, alla stregua del metodo tipologico (verso cui A. mostra propensione), porta a riconoscere l'impossibilità attuale di una ricostruzione tipologica unitaria del "contratto" e il carattere solo residuale, in

linea di principio, della disciplina generale del contratto dettata dal codice civile (disciplina in cui pur permangono alcune norme di principio, come quella sull'ordine pubblico economico; ma la maggior parte delle altre norme non hanno lo stesso carattere: non, per esempio, la libertà di forma, né il principio consensualistico, nato storicamente in una prospettiva di scambi individuali, per favorire il traffico).

In questa prospettiva, il mercato di borsa è uno dei diversi "tipi" di manifestazione dell'autonomia privata, caratterizzato dalla gestione accentrata delle operazioni di scambio. Non si tratta, come modello in sé, di una figura eccezionale: a livello, per così dire, rudimentale, una esperienza di gestione accentrata fu sperimentata, in passato, nella disciplina degli ammassi obbligatori in agricoltura (art. 837, 2617 c.c.). Fenomeni più recenti si hanno in settori regolati amministrativamente, ove sussista una infrastruttura unica di rete alla quale devono appoggiarsi diversi operatori e utilizzatori, a monte o a valle della rete (si pensi alla complessa disciplina dei mercati elettrici).

4. Accanto alla tesi di fondo sulla natura "collettiva" e "oggettiva" dei mercati di borsa, A. sviluppa, soprattutto nella seconda parte del volume, un esame più analitico dei diversi passaggi in cui tale mercato, per volontà di legge, è segmentato.

Ne viene fuori una trattazione coinvolgente, in cui il fenomeno del funzionamento complessivo del mercato borsistico è ricostruito concettualmente come un insieme di atti unilaterali, con cui i diversi operatori del mercato assumono una posizione "oggettiva" all'interno di questo; ciascun atto è destinato a coprire un segmento della "piramide" regolamentare, senza che possa ravvisarsi un atto di scambio fra venditore e compratore finali. È il meccanismo complessivo del mercato, con la combinazione dei servizi offerti dai diversi operatori, che consente di produrre il risultato finale dello scambio, pur in mancanza di qualsiasi rapporto interindividuale fra gli operatori finali della sequenza.

In questa parte della trattazione A. illustra con maestria i diversi ruoli svolti dai diversi soggetti del mercato: dagli investitori agli intermediari finanziari, alle imprese che svolgono ruoli intermedi (*market makers*), al contraente centrale (il cui intervento è necessario per assicurare la buona riuscita delle operazioni).

Ciascuno di questi operatori del mercato – osserva A. – svolge un ruolo spersonalizzato e standardizzato. Ma questa caratteristica del mercato svolge poi una funzione – anche questa messa bene in luce dall'a. – di base per il perseguimento di strategie di mercato individuali molto



varie, dissimulate (legittimamente) dietro la spersonalizzazione imposta dalla regolazione del mercato.

Un limite, che può rilevarsi in questa parte della trattazione di A., sta nello scarso rilievo dato ad un profilo, che pur certo l'a. non ignora. Mi riferisco al fatto che la piramide regolamentare con cui si realizzano le operazioni di borsa è composta da una serie di rapporti interindividuali fra operatori, ciascuno limitato ad un singolo segmento dell'operazione complessiva (l'investitore con il proprio intermediario, ecc.).

È vero che questi rapporti non hanno le caratteristiche tipologiche del contratto classico, strumento con cui si realizza un'intera operazione di scambio. Si tratta, piuttosto, di accordi che non vivono di vita propria, ma si realizzano solo in funzione di un'operazione complessiva alla quale necessariamente partecipano diversi altri soggetti. Tuttavia, gli operatori e gli intermediari sono soggetti giuridici e sono legati fra loro da rapporti giuridici che potrebbero essere definiti di tipo contrattuale, sol che si superi l'idea monolitica del contratto come atto di scambio isolato. Anche il gestore del mercato è un soggetto e non l'astratto vertice di una piramide di negoziazioni. È un soggetto regolamentato e ha precisi doveri e responsabilità (fra l'altro, quello di controllare e bloccare negoziazioni anomale). Anche una "controparte centrale", come la Cassa di Cooperazione e Garanzia, è un soggetto giuridico con propri diritti e obblighi, e così via.

Emerge da ciò un assetto normativo in cui diversi momenti della vicenda "collettiva" pongono problemi di disciplina per i quali le regole contrattuali possono essere coerentemente richiamate. I membri o partecipanti dei mercati regolamentati e i clienti dei sistemi organizzati di negoziazione sono soggetti a obblighi generali di diligenza, correttezza e trasparenza (art. 67, co. 6 t.u.f.). Doveri e controlli sono accentuati per gli intermediari che usino sistemi di negoziazione algoritmica.

Ciò che emerge dalla trattazione di A. è che le regole contrattuali, pur applicabili (almeno alcune di esse) alle diverse fasi in cui si frammenta l'operazione di borsa, non esauriscono il rilievo giuridico dell'operazione. Questa si sostanzia giuridicamente anche nella essenziale presenza di atti unilaterali di adesione al sistema complessivo delle regole di borsa, finalizzate a consentire un complessivo ed efficiente scambio. In questo senso può dirsi che la negoziazione di borsa si realizza mediante una sequenza di atti unilaterali.

Ciò fa intravedere – anche se è questo un tema che A. accenna appena, richiamando il ruolo imprescindibile dei "contratti quadro" nei mercati finanziari – come, nei mercati in cui si svolgono operazioni seriali (dai contratti per adesione ai contratti di licenza reciproca negli

*Standard Essential Patent*, per fare qualche esempio) il contratto interindividuale non scompare, ma la sua funzione è, per così dire, ridotta a quella di porzione di un fenomeno molto più ampio, non concepibile e non realizzabile senza la presenza di una regolazione complessiva del mercato in cui questi contratti individuali si inseriscono. In alcuni mercati questa regolazione è esclusivamente amministrativa, in altri privata (come nelle condizioni generali di contratto “classiche”) o mista. In ogni caso, l’atto di regolazione del mercato ha una sua rilevanza giuridica autonoma e può essere soggetto a sindacato giudiziario nella sua portata *erga omnes*, a prescindere dai riflessi sui singoli contatti interindividuali inseriti nel sistema (sindacato che potrà rientrare nella giurisdizione del giudice amministrativo o in quella del giudice ordinario, a seconda della provenienza dell’atto).

**5.** A chiusura di questo commento, vorrei segnalare altri due brillanti contributi analitici, che A. fornisce nella seconda parte del volume.

Il primo consiste nella dimostrazione della improprietà di ogni eventuale riferimento alle nozioni di “cosa” e di “appartenenza”, nonché alla stessa nozione di proprietà, se non limitato ad un uso descrittivo con riguardo alle posizioni dei due operatori finali (ma non anche con riferimento alle posizioni degli intermediari, che pur operano nel mercato spendendo il proprio nome e non quello dei clienti). In altri termini, le negoziazioni di borsa non riguardano “cose”, bensì “quantità”, per cui non possono essere concettualizzate in termini di diritti reali.

Questo fenomeno, delineato in modo convincente, porta poi a ritenere inapplicabile alle operazioni di borsa il meccanismo dell’acquisto *a non domino* di buona fede: la sicurezza dell’acquisto della “proprietà finale” da parte dell’investitore è realizzata in modo diverso, cioè mediante il meccanismo complessivo della negoziazione e dagli obblighi di esecuzione dell’ordine imposti all’intermediario.

In ciò si evidenzia un mutamento radicale degli strumenti giuridici impiegati per il conseguimento di risultati di efficienza dei mercati finanziari. Alle origini storiche del fenomeno, la *fictio* della incorporazione dei diritti nel documento consentì di rafforzare la tutela dell’investitore, consentendo l’estensione della tutela dei diritti reali su beni mobili a posizioni di carattere contrattuale e creditizio. Oggi i mercati finanziari sono retti da una robusta regolazione complessiva, che assicura la stabilità delle operazioni e la segregazione patrimoniale, a tutela degli investitori, senza che quella finzione abbia più significato e senza necessità di ricorrere ai meccanismi del contratto di scambio interindividuale. All’investitore – ci dice A. – è richiesto solo un atto unilaterale di adesione al

mercato. Spetta poi alle regole collettive del mercato stesso (e alle prassi collegate, comprese quelle assicurative in caso di incidenti risarcitori) il compito di garantire la sicurezza delle operazioni. Il progresso è evidente: il meccanismo dei titoli di credito negoziabili rimane una delle più originali creazioni della storia del diritto ed ha svolto, per qualche secolo, una funzione eccezionalmente importante; tuttavia, esso funzionava al prezzo del sacrificio pieno dell'interesse di uno degli operatori del mercato, posto nell'impossibilità di avvalersi di alcune difese civilistiche, che avrebbe invece potuto esercitare se si fossero applicate le regole generali sui contratti. Oggi il rischio di rimanere con il "cerino acceso" in mano è superato dalla disciplina complessiva del mercato (certo, questa sicurezza nella dimensione interindividuale non è tutto: non si sono trovati ancora rimedi risolutivi per prevenire le crisi sistemiche dei mercati finanziari, ma questo è un altro discorso).

**6.** Un ultimo rilievo merita l'attenzione rivolta da A. alla funzione economica fondamentale della disciplina dei mercati di borsa. Giustamente egli nota come il bene giuridico fondamentale tutelato dalla disciplina borsistica è la corretta formazione del prezzo di mercato, cioè la corretta quotazione di borsa.

Questo mi sembra un rilievo importante: la quotazione di borsa è un bene pubblico, come informazione messa a disposizione di tutti gli interessati, il cui affidamento dev'essere giuridicamente tutelato. La quotazione costituisce il risultato della formazione continua di un prezzo di equilibrio, rilevata e garantita dalla gestione accentrata del mercato. Il rispetto delle norme poste a supporto della corretta formazione della quotazione è quindi oggetto di norme imperative, la cui violazione può giustificare rimedi risarcitori o invalidativi.

Questa rilevanza della "corretta quotazione" come bene giuridico sembra farsi strada, nell'ordinamento, anche a prescindere dalla disciplina specifica delle operazioni di borsa. Faccio qualche esempio: (i) la presentazione come "quotazione" di mercato di un prezzo, in realtà, determinato unilateralmente in un listino, è stata giustamente sanzionata come pratica commerciale scorretta (così nel mercato dei diamanti: TAR Lazio, sez. I, 14 novembre 2018, n. 10965); (ii) le determinazioni di listino di una borsa merci sono state giustamente annullate perché risultavano effettuate secondo criteri di orientamento del mercato e non di rilevazione oggettiva dei prezzi praticati (TAR Puglia, sez. II, 16 settembre 2019, n. 1200).

Ciò impone di rilevare l'illegittimità di quei sistemi multilaterali di negoziazione in cui la c.d. quotazione è condizionata da un prezzo minimo concordato fra emittente e gestore del mercato.

7. L'ultimo commento sopra svolto vuol essere un esempio degli sviluppi che la trattazione di A. suggerisce. Il grande merito di questo libro (oltre a quanto detto nelle osservazioni iniziali di questa nota) è quello di fornire – come sempre accade negli scritti di A. – una miriade di spunti preziosi per successivi approfondimenti dell'analisi.

C'è solo da augurarsi che i contributi proposti in questo libro diano ispirazione all'approfondimento dei filoni di ricerca delineati, soprattutto da parte di giovani autori. Nella convinzione che il vero apprezzamento dell'opera dei maestri, in qualsiasi disciplina, non si esprime mostrando deferenza e ammirazione, ma comprendendo i risultati del loro insegnamento, per andare oltre.

ALESSANDRO NIGRO

Grazie al prof. Libertini. Mi pare importante la sottolineatura, da parte sua, del dato, che non saprei se definire come di partenza o di compresenza nel sistema, che così bene ha delineato Carlo Angelici. La peculiarità della vicenda che qui interessa non sta soltanto nello scambio senza consenso, senza accordo, senza un contratto; sta anche e prima ancora nell'esistenza del meccanismo che, come ci ha correttamente evidenziato appunto Mario Libertini, porta alla formazione oggettiva di un prezzo, che poi è il *pivot* intorno al quale tutto il resto può girare.

Adesso passiamo, devo dire con molta curiosità, ad ascoltare l'intervento del dott. Pompilio che presumo si muoverà in una logica un po' diversa dalla nostra e proprio per questo ci consentirà sicuramente di acquisire cognizioni e concetti per noi nuovi.

LUCA POMPILIO

Ringrazio il Prof. Carlo Angelici per l'occasione offertami di poter condividere alcune riflessioni scaturite dalla lettura del suo libro "Sul "contratto" di borsa", dalla prospettiva di un operatore con esperienza più che ventennale maturata proprio nell'ambito dei meccanismi che concorrono a determinare lo svolgimento del mercato di borsa. E proprio in questo ruolo ho trovato il libro di grandissimo interesse poiché, con una ricostruzione avvincente, interpreta la vicenda di borsa partendo dall'osservazione delle tecniche che nel concreto vanno a definirne il funzionamento, fornendo alcune intuizioni particolarmente illuminanti su cui vorrei soffermarmi. Faccio riferimento in particolare alla defini-

zione stessa del mercato di borsa, come «*complesso di regole per la disciplina delle operazioni che in esso si svolgono*», e alla conclusione che «*la principale funzione di una borsa in quanto istituzione è quella del prezzo*», ossia di assicurare un corretto processo di formazione dei prezzi di mercato.

La definizione del mercato di borsa come «*complesso di regole per la disciplina delle operazioni che in esso si svolgono*» consente di approfondire il tema del rapporto tra il mercato di borsa in quanto istituzione e le sue infrastrutture fisiche. Nel senso che il mercato di borsa non può prescindere dall'esistenza di infrastrutture fisiche di negoziazione e di liquidazione, che devono essere caratterizzate da efficienza e velocità degli scambi – elementi che contribuiscono al buon funzionamento del mercato – ma in quanto istituzione non può esaurire la sua funzione nell'offerta di tali servizi. Il mercato di borsa deve altresì dotarsi di un insieme di regole che ne disciplinano le operazioni nonché di un efficace sistema di supervisione di tali regole, che sono volte ad assicurare un corretto processo di formazione del prezzo. Si profila dunque il tema della duplice natura dell'attività del gestore del mercato di borsa, da un lato fornitore di regole per la negoziazione, volte a garantire il buon funzionamento del mercato, e dall'altro gestore di infrastrutture fisiche di mercato. Pur considerando la dimensione istituzionale del mercato di borsa il vero elemento distintivo che lo differenzia da altri servizi di scambio basati sul mero utilizzo di infrastrutture tecnologiche che consentono in modo più o meno efficiente o innovativo l'incontro tra domanda e offerta, ciò non esclude che, visto che un'infrastruttura di mercato c'è – ed è anche efficiente e permette di ridurre i costi e osservare processi standardizzati – essa non possa essere utilizzata per fornire altri servizi accessori, che possono andare dalla vendita dei dati di mercato alla produzione di indici, dall'offerta di soluzioni di *compliance* all'utilizzo delle proprie strutture di *trading* e *post trading* per servizi di mercato primario (come per esempio nel caso della distribuzione diretta per facilitare il collocamento del debito o la sottoscrizione di IPO), dall'offerta di *corporate services* ai servizi per la diffusione dell'informativa.

Con riferimento alla dimensione istituzionale del mercato di borsa, la correttezza del processo di formazione del prezzo è garantita se si attua in un contesto di integrità del mercato, volto ad assicurare la fiducia degli investitori nel corretto funzionamento del mercato medesimo; in particolare il principio di integrità del mercato si realizza al ricorrere di una serie di elementi quali l'esistenza di un assetto normativo chiaro e non discriminatorio per l'accesso e la partecipazione al mercato, l'affidabilità dei sistemi di negoziazione, la presenza di regole chiare che governano

i meccanismi di formazione dei prezzi – che devono essere trasparenti e oggettivi – e che prevedano un’adeguata pubblicità degli stessi, un sistema di monitoraggio dei mercati che consenta di agire anche in via preventiva al fine di minimizzare situazioni di “*market abuse*”, meccanismi di protezione degli investitori – come per esempio le interruzioni della volatilità, cd. “*circuit breakers*” – volti ad assicurare l’ordinato svolgimento delle negoziazioni, e non ultimo che vi siano degli elevati standard di “*disclosure*” delle informazioni da parte degli emittenti. Tali elementi sono tutti essenziali per consentire che il processo di formazione del prezzo porti a un “prodotto”, il prezzo, che possa considerarsi robusto proprio in quanto corretta espressione di tale processo.

E qui ci si collega all’altra grande intuizione del Prof. Carlo Angelici, per cui «*la principale funzione di una borsa in quanto istituzione è quella del prezzo, la cui oggettività risulta dall’essere il prodotto di un processo collettivo*», che implica che l’attività di negoziazione sul mercato di borsa è non solo volta a consentire che gli strumenti possano essere facilmente liquidati, ma anche a determinarne il valore di mercato proprio attraverso i meccanismi di formazione dei prezzi. Si evidenzia a tal proposito la centralità del tema dei prezzi nell’attività di gestione del mercato di borsa; per questo motivo ogniqualvolta il gestore del mercato interviene sui prezzi al fine di garantire l’integrità del mercato, come nel caso di cancellazione di contratti conclusi per l’inserimento di ordini errati – ove ne ricorrano i presupposti – o nel caso di rettifiche dei prezzi di riferimento a seguito di operazioni straordinarie sul capitale, di tali interventi viene data adeguata pubblicità. Inoltre i prezzi di borsa sono utilizzati per descrivere l’andamento della capitalizzazione di un emittente, e per individuare i limiti di prezzo per l’entrata degli ordini che vanno a definire le curve di domanda e offerta di uno strumento finanziario nonché il “corridoio di prezzi” entro cui si svolgono automaticamente le negoziazioni.

È interessante a questo punto ripercorrere le fasi, magnificamente descritte dal Prof. Carlo Angelici, in cui si articola il processo di formazione del prezzo di borsa, per meglio comprendere la caratteristica di oggettività del processo. La fase iniziale è rappresentata dall’interesse dei singoli partecipanti al mercato, che viene espresso come volontà negoziale attraverso gli ordini di mercato. Si tratta di ordini di acquisto o di vendita per quantitativi definiti e con determinate caratteristiche di prezzo, caratterizzati dall’anonimato, tipizzati nelle caratteristiche di esecuzione, che vanno a comporre il cd. “book di negoziazione”, che sintetizza la domanda e l’offerta di uno strumento finanziario. La varietà degli attori coinvolti e l’eterogeneità dei loro interessi, che trovano

espressione proprio negli ordini di mercato, rendono evidente la complessità della vicenda di borsa. Segue la fase della combinazione degli ordini che può assumere la forma tecnica della negoziazione in asta o della negoziazione continua e che permette la conclusione dei contratti. In particolare, l'asta è un meccanismo di combinazione degli ordini che risulta particolarmente robusto in quanto permette di massimizzare il quantitativo scambiabile in un certo periodo e pertanto di ottenere un prezzo che in quel momento non è migliorabile. E per questa sua caratteristica di funzionamento, che consente di concentrare la liquidità in un arco temporale definito e di permettere che lo scambio di tutte le proposte avvenga a un unico prezzo, rappresenta un meccanismo di combinazione degli ordini privilegiato per alcune strategie di investimento che necessitano di liquidità e di replicabilità dei prezzi. A tal proposito si evidenzia che negli ultimi anni le aste, soprattutto di chiusura, sono diventate particolarmente importanti in termini di volumi di negoziazione; a quel prezzo, unico per tutti i partecipanti, si effettuano per esempio i ribilanciamenti degli indici, si calcolano i prezzi di liquidazione dei derivati consentendo la chiusura perfetta delle operazioni di copertura, si valorizzano le posizioni in portafoglio delle partecipazioni. Diversamente dall'asta, nella negoziazione continua la tecnica di combinazione degli ordini si attua attraverso un equilibrio continuo e dinamico tra domanda e offerta, che viene definito proprio dal prezzo; si tratta di una modalità di negoziazione che consente di poter liquidare velocemente le proprie posizioni, di poter reagire repentinamente alle variazioni del *set* informativo di mercato, e che favorisce in generale le attività di *trading* e di arbitraggio.

Affinché il processo di formazione del prezzo come sopra descritto porti a un'oggettività del prezzo, intesa con riferimento alla correttezza dello svolgimento del processo con cui si è formato, occorre che avvenga in un contesto di ordinato svolgimento del mercato. In tal senso devono essere adottate tutte le misure necessarie per ridurre gli errori sul mercato, imponendo per esempio agli operatori l'adozione di filtri che non consentano di immettere ordini che si discostano al di sopra di certe variazioni rispetto agli ultimi prezzi segnati dal mercato. Al fine di minimizzare la presenza di ordini anomali, lo stesso gestore del mercato può prevedere dei limiti di prezzo all'ingresso degli ordini per cui ciascun operatore può esprimere la propria volontà negoziale entro "corridoi di prezzi", che verranno adattati a seconda delle dinamiche di mercato; così facendo si riducono situazioni di volatilità estrema derivanti dalla presenza di ordini anomali o da situazioni di scarsa liquidità del mercato, che portano a un funzionamento anomalo del meccanismo



di formazione del prezzo. Un'altra misura per assicurare l'ordinato svolgimento del mercato sono le interruzioni delle negoziazioni attraverso le cd. aste di volatilità. Com'è noto la volatilità non è necessariamente una caratteristica negativa del mercato, anzi talvolta può considerarsi il risultato di un efficiente meccanismo di formazione del prezzo, tenuto conto delle ragioni che possono aver determinato certe variazioni repentine. Tuttavia, un improvviso aumento della volatilità di per sé non consente ai partecipanti al mercato di reagire prontamente valutando con la dovuta attenzione le informazioni a disposizione ed è per questo motivo che si introducono i meccanismi di interruzione del *trading*, per consentire una scelta più ragionata da parte dell'operatore della propria volontà negoziale. Si tratta di tutele che permettono in primo luogo di proteggere il mercato rispetto a eccessi di volatilità dei prezzi, ma allo stesso tempo permettono di fare affidamento su un corretto processo di formazione dei prezzi.

Nel ricostruire il processo di formazione dei prezzi di mercato occorre porre l'accento sulla liquidità, che assume un ruolo determinante nella valutazione dell'efficienza del mercato in quanto è proprio questa caratteristica a rendere effettivo quel processo collettivo di unificazione dei prezzi dei singoli ordini in quello di mercato. Se la liquidità viene meno, o quanto meno si rileva inadeguata, e può esserlo anche per cause intrinseche inerenti le caratteristiche degli strumenti finanziari negoziati, tutta la ricostruzione che porta a considerare oggettivo il meccanismo di formazione del prezzo, come sopra illustrato, può essere messa a rischio.

A tal proposito va evidenziata una tendenza in corso negli ultimi anni, determinata dal contesto economico e anche in qualche maniera favorita dal legislatore, all'apertura del mercato di borsa a strumenti finanziari caratterizzati intrinsecamente da scarsa liquidità; si fa riferimento per esempio all'apertura a emittenti di piccole e medie dimensioni – che rappresentano una parte rilevante del tessuto produttivo italiano – piuttosto che ai fondi di investimento alternativi, strumenti che per le loro caratteristiche non sempre consentono di sviluppare la liquidità sufficiente per un adeguato processo di “*price discovery*”. Muovendo da queste premesse, il gestore del mercato ha cercato di individuare forme di negoziazione che pur in un contesto di scarsa liquidità permettano in qualche modo l'oggettività del processo di formazione dei prezzi e al contempo la liquidabilità degli strumenti finanziari attraverso le infrastrutture di mercato. Per esempio, per le piccole e medie imprese che non raggiungono requisiti di capitalizzazione minima o altri requisiti inerenti la presenza di investitori istituzionali sono stati introdotti particolari accorgimenti atti a ridurre fenomeni di volatilità, che prevedono

la negoziazione in un'unica asta per tutta la giornata, la restrizione delle negoziazioni ai soli investitori professionali, la possibilità di immettere solo ordini con limite di prezzo. Un altro esempio è rappresentato dal modello di negoziazione dei fondi di investimento alternativi, in cui il prezzo di riferimento a inizio giornata è sempre pari all'ultimo *Net Asset Value* pubblicato – che è un valore certificato e vigilato – indipendentemente dai prezzi dei contratti conclusi nelle sedute precedenti; infatti, considerato che tali prezzi potrebbero non esprimere in modo significativo la valutazione di mercato dello strumento, per via della scarsa liquidità, vengono spogliati della loro funzione segnaletica, e pertanto non partecipano alla formazione del prezzo di riferimento.

Concludo, quindi, evidenziando come l'acuta ricostruzione fatta dal Professor Carlo Angelici, che fonda la vicenda di borsa su quel processo collettivo e anonimo che è rappresentato dalla formazione del prezzo di mercato, presuppone da un lato la liquidità del mercato e degli strumenti che in esso sono negoziati e dall'altro che tale processo si attui in un contesto di integrità del mercato.

ALESSANDRO NIGRO

Ringraziamo il dott. Pompilio che ci ha ben guidato nel mondo, per noi abbastanza lontano e misterioso, dei meccanismi di formazione dei prezzi nei mercati di borsa.

Mi limito ad una constatazione. Quando si regola qualcosa si introduce inevitabilmente un fattore distorsivo. La regola può essere più o meno stringente e più o meno invasiva: essa comunque necessariamente comporta che il risultato non sia esattamente quello che potrebbe essere in un contesto interamente libero. Nel caso che ci interessa, il prezzo finisce per essere l'effetto di una serie di mediazioni; ma qui il discorso potrebbe diventare filosofico e pertanto mi fermo.

Rientriamo quindi nel mondo dei giuristi con il prof. Mario Stella Richter a cui lascio volentieri la parola.

MARIO STELLA RICHTER

**1.** Non mi diffondo in ringraziamenti agli organizzatori di questo seminario per l'invito a prendervi parte; semmai un grazie lo dirò alla fine. Così come non antepongo facili giustificazioni auto-indulgenti sulle diffi-

coltà di questo incontro pubblico col prof. Angelici<sup>1</sup>. Difficoltà che sono anzitutto oggettive, non essendo mai quelli di Angelici libri “facili”, che illustrano e riepilogano, ma sempre libri “difficili” che, oltre a proporre e innovare, danno per presupposta la conoscenza di quanto sull’argomento è stato scritto. E poi, almeno per me, anche difficoltà soggettive, risolvendosi in un confronto tra Maestro e allievo. E, così tagliando le avvertenze preliminari, passo subito al “merito” del nostro incontro.

Parlando per ultimo e per non rischiare di ripetere quanto già detto nelle precedenti relazioni, ho pensato di proporre qualche riflessione su come si pone questo ultimo libro di Carlo Angelici rispetto alla sua complessiva opera; opera che, in quanto allievo, si presume (*iuris et de iure*... e quindi – lo ammetto – in forza di una sorta di finzione) che io conosca e ricordi tutta.

Per farlo permettetemi muovere da due circostanze, a mio avviso, solo apparentemente esteriori.

La prima è legata al fatto che ci riuniamo il 14 luglio per parlare dell’opera di Carlo Angelici e che la illustrazione contenuta sulla locandina-invito rappresenta l’evento *clou* (oggi qualcuno direbbe “iconico”) della *Rivoluzione francese*.

La seconda circostanza è che praticamente tutte le monografie di Carlo Angelici hanno un titolo con una o più parole tra virgolette: “*Consegna*” e “*proprietà*” nella *vendita internazionale* (Milano, 1979); *Appunti sul “riconoscimento” delle società costituite all’estero* (Milano, 1982); *Società prima dell’iscrizione e responsabilità di “coloro che hanno agito”* (Milano, 1998); *Alla ricerca del “derivato”* (Milano, 2016); e ora, appunto, *Sul “contratto” di borsa* (Milano, 2021).

## 2. Perché questi due dati esteriori sono, a mio avviso, rivelatori?

Inizio a dire del secondo. Mi si potrebbe opporre che l’uso delle virgolette è diverso almeno nel caso di *Società prima dell’iscrizione e responsabilità di “coloro che hanno agito”*, dove esse servono a segnalare che le parole virgolettate sono tratte da una norma di legge (l’art. 2331 c.c.). Concedo; ma in tutti gli altri casi le virgolette servono a dare una *connotazione estensiva* o *lata* alla espressione (sarebbero quindi

---

<sup>1</sup> E incidentalmente chiarisco che quando mi riferirò alla persona e al mio rapporto (chiedendo scusa sin da ora per qualche riferimento autobiografico, peraltro forse inevitabile in contesti di questo genere) parlerò del prof. Angelici e quando dirò dell’opera e dell’Autore parlerò di Angelici *tout court*.

secondo le più rigorose convenzioni tipografiche virgolette “alte” e non “caporali”). Mi si potrebbe anche obiettare che fa eccezione la prima monografia *La società nulla* (Milano, 1975). Rispondo che è vero; ma è altresì vero che nel testo, quantomeno quando si parla delle società di capitali, la parola “nullità” è sempre tra virgolette e anche la espressione “società nulla” è del pari sempre posta tra virgolette. D'altra parte, anche in opere come *La società per azioni. Principi e problemi* (Milano, 2012) le virgolette, assenti nel titolo, costituiscono una sorta di filo rosso che lega vari capitoli (“proprietà” e quindi “diritto”; “persona”; “contratto”) di un'opera costruita attraverso il confronto con una serie di schemi – tipici e connotanti il sistema del diritto civile – per riflettere in che senso esso sia stato e sia possibile utilizzarlo, magari attraverso adattamenti, trasformazioni, “anamorfosi”.

Ora, insisto su questo dato, che potrebbe pur sembrare poco più che uno scrupolo stilistico o comunque solo una coincidenza, perché a me pare che indichi invece un elemento di *continuità* e profonda *coerenza* nella intera opera dell'Autore; e cioè la esigenza di misurare la tenuta e quindi anche la opportunità di rifarsi a categorie o qualificazioni ricevute (e ricevute soprattutto, come dicevo, nell'ambito del sistema civilistico) quando si abbia a che fare con gli istituti del diritto commerciale e in particolare con i fenomeni, di volta in volta, della società, della impresa e in questo caso del mercato.

In particolare – e così passo a dire anche dell'altra circostanza esteriore cui ho fatto cenno all'inizio – questa opera di confronto avviene con schemi per lo più elaborati e definiti a partire dalla *Rivoluzione francese*. Il che mi pare giustifichi pienamente, al di là dei vezzi degli organizzatori del convegno o di quella che potrebbe essere la coincidenza nella scelta di una data, la illustrazione della locandina dell'odierno incontro.

Insomma, credo sia da sottolineare nell'opera scientifica di Carlo Angelici il ruolo svolto dallo studio della storia e di quel particolare frangente storico, che – e anche questo non mi pare un caso – l'Autore ha fatto oggetto di particolari approfondimenti specialistici. E in tal senso ricordo – non resistendo alle mie inclinazioni prosopografiche – come il prof. Angelici abbia anche tenuto per alcuni anni il corso ufficiale di *Storiografia della rivoluzione francese* nella Facoltà di Scienze umanistiche della Università che oggi ci ospita.

Queste due caratteristiche generali dell'opera di Angelici stanno insieme: non solo il tema di un confronto tra categorie ricevute ed esigenze e vicende economiche (e in questa formula riassumo diversi fenomeni quali quelli delle società, del commercio internazionale, del mercato finanziario, della impresa e via dicendo), ma lo stesso fatto di precisare

il termine di paragone in modo non solo storicamente approfondito ma anzi, direi in certo senso, in termini storiograficamente originali. Voglio dire che, per Angelici, le categorie della proprietà, del diritto soggettivo, del soggetto, del patrimonio, del rapporto giuridico, del contratto, del negozio giuridico e poi, a ben vedere, dello stesso diritto commerciale e della società per azioni – solo per fare alcuni esempi – non sono assunte in una delle tante loro configurazioni possibili; ma lo sono per come scaturite o modificate all’esito della Rivoluzione francese: quindi, per come createsi (tecnicamente) in età contemporanea.

Il che, se è abbastanza ovvio per alcune di quelle nozioni, lo è meno per altre: e penso alla insistenza con la quale Angelici ci segnala che il “*diritto commerciale*” moderno è quello che rimonta all’inizio di un suo insegnamento universitario insieme alle materie canoniche (e dunque alla prima cattedra di diritto commerciale istituita da Napoleone all’Università di Parigi e sulla quale fu chiamato non un pratico, ma un teorico come Pardessus), e non quello della molto più risalente formazione della pratica mercantile o dello stesso recepimento della *lex mercatoria* nelle ordinanze colbertiane, così rimarcando la contrapposizione tra *momento teoretico* e *momento pratico*, tra *scienza del diritto commerciale* e *giurisprudenza commerciale* (ma in fondo anche una manifestazione del convincimento per cui ogni ricostruzione di una determinata entità storica sia inscindibile dalla riflessione teorica su di essa, dalla sua considerazione critica, dalla sua “storiografia”).

Così come in più luoghi della sua vastissima produzione si diffida dal vedere in modo troppo meccanico nelle compagnie coloniali l’antecedente diretto della società per azioni e si sottolinea il significato del *riconoscimento* (altro termine che ritorna in tante opere di Angelici e che svolge un ruolo veramente centrale nella sua complessiva riflessione) della società anonima come istituto di diritto comune e non di diritto speciale a opera del *Code de commerce* (ancora una volta un fatto che senza Napoleone non ci sarebbe stato e che è quindi, in qualche modo, figlio della presa della Bastiglia la cui raffigurazione campeggia sull’invito all’odierno incontro).

Quindi, per ricorrere a uno *slogan*, direi che “virgolette” e “presa della Bastiglia” non sono frutti del caso, ma sono dati rivelatori del *confronto tra realtà e problemi dell’economia*, da un lato, e *categorie giuridiche dell’età contemporanea* (per tale intendendosi quella emersa ed espressa, appunto, dalla Rivoluzione francese), dall’altro lato; confronto costantemente operato per saggiare potenzialità e limiti di tali categorie nell’inquadrare e risolvere giuridicamente quei problemi.

**3.** Questo vale in generale; ma vale anche, in particolare, per quanto attiene al libro *Sul “contratto” di borsa*.

La indicazione qui è particolarmente esplicita e il confronto è con la categoria del “contratto”; categoria che però è, a sua volta, evidentemente collegata con quelle del “negozio”, del “soggetto”, del “diritto soggettivo” e del “rapporto giuridico”.

Come si diceva in termini generali, anche qui il *contratto* è inteso nella nozione che ne ebbe la pandettistica e non anche in una qualsiasi sua diversa concezione tra quelle che pure esistevano da secoli. La categoria di “contratto” con cui ci si confronta è, perciò, quella che ci è stata consegnata quando la evoluzione soggettivistica aveva raggiunto il suo vertice; quando la “torsione volontaristica”, il dominio della volontà del singolo, si è manifestata nella sua massima espressione (e questo ovviamente anche per le note ragioni ideologiche e dunque come conseguenza dell’affermazione definitiva di una classe sociale, la borghesia, uscita vittoriosa dalla Rivoluzione francese).

Ciò ovviamente non vuol dire che tale nozione non possa avere subito delle alterazioni anche in ragione delle successive prese di posizione del diritto positivo, ma significa che – lo si ripete – il confronto con le “categorie” deve essere fatto con piena consapevolezza anche della loro storia.

Tanto premesso, l’essenza della proposta di Angelici, come è stato meglio ricordato da altri (e mi scuso per la brutale semplificazione), è quella di considerare i “contratti” di borsa quale manifestazione bensì della *autonomia dei privati*, ma non anche dell’*autonomia contrattuale* (e dunque, se si vuole, della stessa autonomia negoziale). Ciò che accomuna le due ipotesi è il fatto che si tratta in entrambi i casi di strumenti (riconosciuti dall’ordinamento) attraverso i quali i privati mirano a soddisfare propri interessi (interessi privati, dunque); ma mentre nel caso del contratto tale soddisfacimento passa attraverso la composizione degli stessi attraverso il confronto delle parti, nelle manifestazioni di autonomia privata (patrimoniale) senza contratto tale composizione avviene in assenza di un confronto e di un contatto degli individui e dunque attraverso il ricorso ad altri strumenti. In questo senso, la attuale proposta ricostruttiva di Angelici contribuisce ad arricchire quello spazio di autonomia dei privati – dallo stesso Angelici da lungo tempo indagata – caratterizzato dalla possibilità di soddisfare loro interessi in modo alternativo al contratto; uno spazio riconosciuto dall’ordinamento là dove si tratti di regolare vicende non meramente individuali, ma connotate da una dimensione – in un modo o nell’altro – collettiva o metaindividuale (ma non per questo pubblica).

Ed è in questa prospettiva che la dimensione collettiva del mercato di borsa richiama altre dimensioni collettive: prima tra tutte quella “sociale” (che Angelici predilige chiamare, in ossequio a una gloriosa tradizione terminologica, *sozialrechtlich*) propria delle società, specialmente se di capitali. Ed è in tale prospettiva che appaiono chiarissimi i collegamenti con tanti altri studi di Angelici: da *La società nulla* ai *Principi e problemi della società per azioni* (di cui cfr. spec. da p. 193), solo per citarne due tra i più emblematici.

Se poi si riallaccia la specifica proposta con tali più ampie visioni e tendenze, ci si avvede che la sua valenza non è solo quella di un corretto inquadramento dei singoli istituti e fenomeni considerati, non è solo quella della più adeguata risoluzione delle questioni di disciplina che gli stessi pongono, ma è anche una valenza assai più generale che dalle fondamenta del diritto commerciale sale al piano del sistema generale del diritto privato. Come lo stesso Angelici ha scritto proprio in questo ultimo libro: *«la posta in giuoco non è tanto la classificazione di fenomeni (che nella visione classica del diritto privato paiono anomali) [...], quanto il ruolo stesso del “contratto” nel sistema: se e in che limiti estenderne la portata e fino a che punto ciò può avvenire senza privarlo di un significato tecnico»*; dove – ed è appena il caso di segnalarlo – il significato tecnico consiste nella applicazione della relativa disciplina.

E, in effetti, quando la più gran parte della disciplina del contratto viene pensata e dettata in ragione di un modello in cui gli interessi degli individui dovevano comporsi in base all’incontro delle loro volontà in funzione della disposizione dei loro diritti, è naturale che essa non appaia più rispondente per “contratti” non volti a disporre di diritti quanto piuttosto a organizzare lo svolgimento di una attività (è il caso appunto delle società) ovvero – e ancor prima – quando manchi addirittura la identificazione della controparte (come appunto nel caso dei “contratti” di borsa).

A quest’ultimo riguardo, mi pare utile sottolineare come la dimensione collettiva e di mercato dei “contratti” di borsa individui un fenomeno diverso rispetto a quello – pure oggi evocato – dei *contratti conclusi per automatico* o anche degli *smart contracts*, dal momento che un conto sono i contratti senza contatto “diretto” con la controparte o con formazione della volontà demandata a un algoritmo (dove però le parti tra le quali si instaura un rapporto giuridico sono sempre individuabili e identificabili con certezza) e altro conto sono i “contratti” senza (possibilità di) identificazione delle (vere) controparti.

Per dirla alla Irti: altro è lo scambio senza accordo, in cui il vero “voluto” non si lascia conoscere, ma in cui la forma contrattuale continua a ben potere rappresentare il “salvagente” del concetto; altro è lo scambio



senza accordo e senza la possibilità di ricondurlo alla sua forma, forma che richiede la esistenza e la identificazione in concreto di parti<sup>2</sup>.

Ovviamente le due realtà ben possono intersecarsi e, per così dire, cumularsi: ed è ciò che avviene nel vastissimo campo delle operazioni di borsa guidate e decise da algoritmi. Qui i due profili dello scambio senza accordo si assommano, ma i loro caratteri e i loro limiti rispetto alla classica figura del contratto rimangono distinti. E non possono che rimanere distinti anche perché non è dato sapere quale scambio avvenga, per così dire, tra due algoritmi e quale tra un algoritmo e un soggetto che abbia formato la sua volontà in modo tradizionale: le diverse eventualità tornano a essere assorbite nella generale nebbia del carattere anonimo dei “contratti” di borsa; ciascuno conosce il suo ordine (di vendita o di acquisto), ma nessuno conosce la o le “controparti”.

4. E così torno brevemente alle cennate costanti nella produzione e nell’opera del mio Maestro, che mi consentono forse di dire ancora qualcosa sul suo metodo; cosa che pure penso non sia priva di interesse tentare di fare, seppur molto rapidamente, essendo quello di Angelici un metodo sempre coerentemente praticato ma mai astrattamente enunciato. Ed infatti per trovare qualche discorso sul metodo mi pare che si debbano leggere le pagine (fondamentali) dedicate al lascito di Paolo Ferro-Luzzi<sup>3</sup>.

Inizierei allora a rilevare che per Angelici la dogmatica è importante: e per questo non è sbagliato parlare – come pure si sente fare – di un “*Angelici dogmatico*”. Non, tuttavia, per alludere a una tendenza formalistica o a un metodo concettualistico, che penso di potere dire con nettezza essere del tutto alieni dal suo modo di ragionare. A mio avviso per Angelici la dogmatica è importante perché attraverso il ricorso ad essa, e cioè con la precisione dogmatica, il suo discorso riesce sempre a procedere lontano non solo dalla pura esegesi (alla quale veramente mai nulla è concesso), ma anche da ogni tentazione di discrezionalità

---

<sup>2</sup> Sul notissimo dibattito cui alludo nel testo, mi piace (e mi limito a) richiamare una recentissima e affascinante lettura: DALLA MASSARA, *Il consenso annichilito*, Bologna, 2021, spec. p. 127.

<sup>3</sup> La cui lezione credo come poche altre influenzò i convincimenti di metodo di Angelici, sicché, parlando di Ferro-Luzzi, Angelici finisce per parlare anche del suo modo di concepire la ricerca: cfr. ANGELICI, *Sull’insegnamento di Paolo Ferro-Luzzi*, in *Scritti di diritto commerciale*, a cura di Ferro-Luzzi, Padova, 2014, pp. 29 ss., e in *Rivista italiana di scienze giuridiche*, 2014, p. 201 ss.

equitativa e, ancora di più, da ogni specie di creazionismo o di diritto libero. E dico questo perché mi pare sicuro che dogmatica e sistema rappresentino lo strumento che consente lo *sviluppo interpretativo nella continuità* (per dirla alla Ascarelli) e quindi di una tendenziale certezza giuridica, sulle quali poi, in definitiva, riposa la difesa della libertà individuale dall'arbitrio della tirannia.

L'applicazione di un metodo sistematico quale è chiaramente quello di Angelici – e, come dicevo, anche dogmatico – non lo induce però a dimenticare quelle che restano le premesse dei dogmi, dei concetti e della stessa impostazione data all'inquadramento e alla risoluzione dei problemi. Queste premesse – ci rammenta costantemente Angelici – si ritrovano nella *storia*. Per questo Angelici insiste: su quelle che sono le origini e le evoluzioni di quei concetti; su quale sia il loro valore e il loro portato ideologico e politico; sui problemi che si mirava a risolvere attraverso il ricorso a quei paradigmi; e soprattutto su quali interessi risultavano tutelati e quali valori esaltati in un certo contesto politico, economico e sociale.

L'ulteriore passaggio è allora rappresentato dal confronto del contesto di creazione del paradigma con quello attuale oggetto dei suoi studi: in questo quadro Angelici si interroga costantemente sulla tenuta di quei concetti rispetto ai problemi che studia e su quelli che sono i costi che la conservazione dei tradizionali paradigmi impone all'interprete.

E qui si innesta un altro tradizionale e ricorrente tema nella produzione di Carlo Angelici: il tema del principio di proporzionalità inversa tra estensione e intensione (o, se si vuole, connotazione) di un concetto, di una categoria. Fino a che punto è plausibile, e cioè utile, l'adozione di una prospettiva unitaria e di un unico concetto ordinatore? Dove invece inizia a essere preferibile un approccio analitico e quindi la creazione di nuovi paradigmi?

L'opera di Angelici è tutta attraversata da questo ordito nella ricorrente ricerca del migliore equilibrio tra la ineliminabile propensione a raggruppare ipotesi diverse in categorie sufficientemente ampie da essere utili a ordinare il caos della mutevole realtà e lo stesso caos del profluvio delle norme giuridiche, da un lato, e il costante controllo che in questo – ripeto naturale – sforzo di generalizzazione non si finisca per fare “evaporare” (per dirla con Carnelutti) ogni contenuto connotante del concetto.

Vorrei anche notare che i dogmi, i concetti e i paradigmi (come, sulla base della lezione di Kuhn, talora sono definiti da Angelici, credo soprattutto per sottolinearne la relatività e comunque la ineluttabilità di un loro cambiamento: del *paradigm shift*, appunto) non sono mai distrutti

e posti in crisi senza proporre di altri. E così, per quanto in particolare concerne quest'ultima opera, al contratto e all'autonomia negoziale si propone di contrapporre la organizzazione e l'autonomia dei privati, in cui quella contrattuale è compresa ma che non è da questa esaurita.

Per questo, in definitiva, definirei Angelici un *dogmatico storicista*; così come in fondo lo sono stati Vivante ad Ascarelli, entrambi storici ma anche dogmatici di alto rango. Per tutti loro – ed è questo l'insegnamento di tali Maestri – le contrapposizioni dogmatiche non sono il riflesso di contrapposti logici, che allora come tali sarebbero in effetti insuperabili, ma sono il risultato di situazioni storiche, e allora fisiologicamente mutevoli.

**5.** Ma Angelici non è solo un *dogmatico storicista*. Oltre al sistema e alla storia, egli è, al contempo, attento e sensibile ad altre dimensioni del diritto.

Il confronto per lui ineludibile non è solo dei concetti con la storia, ma è anche quello dei concetti attraverso la comparazione sincronica, alla ricerca delle esperienze e dei problemi. E parlerei allora di un Angelici *comparatista* e dunque di un Angelici instancabile ricercatore di esperienze giuridiche; esperienze che vengono colte nella loro complessità e nella loro totalità<sup>4</sup>.

Da questo punto di vista il confronto è non unicamente con i dati normativi, non è neanche solo con la dottrina straniera, ma è con il complesso di tutti i formanti dei diversi ordinamenti: a iniziare dai casi giurisprudenziali, di cui Angelici sempre si alimenta per individuare i problemi, e poi con le fonti di *soft law*, i regolamenti privati, i materiali contrattuali.

Ecco allora l'Angelici *empirista*, che per scrivere *Sul "contratto" di borsa* sente l'esigenza di raccogliere, studiare e classificare ben 67 (salvo errore) regolamenti di mercati, manuali operativi, *et similia*. Ecco dunque il vivantiano «*raccogliere i fatti sistematicamente per farli parlare*».

---

<sup>4</sup> E forse potrebbe notarsi come tra i nostri studiosi Angelici sia il primo (non saprei dire se l'unico) che abbia al contempo padroneggiato la tradizione dottrinarie tedesca (come era tipico di una certa generazione di studiosi), quella nord-americana e anglosassone (invece più familiare ai ricercatori delle generazioni successive), nonché, soprattutto nella più recente fase degli studi, quella francese, come anche questo ultimo libro attesta.

6. E, così dicendo, finalmente torno alla domanda iniziale: in che rapporto sta *Sul “contratto” di borsa* con la complessiva opera del suo Autore?

In estrema sintesi direi che *Sul “contratto” di borsa* chiaramente risponde alla esigenza di affrontare nuove province del vasto mondo del diritto commerciale, province quasi non conosciute in generale e comunque non adeguatamente studiate... anche perché – come appunto nota Angelici – forse si segnalerebbe la distanza con i paradigmi tradizionalmente utilizzati per inquadrare quei fenomeni (il contratto, appunto, nella specie) che invece si stenta ad abbandonare e da cui non è facile prescindere.

C'è da parte del suo Autore la volontà di viaggiare attraverso esperienze giuridiche lontane e diverse. C'è la voglia di cambiare, di aprire nuove strade, di scoprire nuovi orizzonti, di appagare nuove curiosità. C'è forse un senso di dovere, oltre che di piacere: il dovere di lasciare una produzione scientifica non solo varia, ma addirittura spaziente su tutti gli ambiti della propria disciplina.

Ma, nel far ciò, c'è pure la fedeltà a un metodo e la profonda coerenza con un convincimento di fondo (ma forse Angelici direbbe “di vertice”).

Reagendo alla critica di *deficit* di fantasia che a un certo punto gli fu mossa, Leonardo Sciascia – altro autore che *presumo* (ma qui soprattutto nel senso che “ho la presunzione”) di avere letto integralmente – non ha difficoltà, con abile mossa retorica, a concedere che «tutti i miei libri in effetti ne fanno uno». Possiamo dire lo stesso dei libri di Angelici?

Forse sì. Angelici ha scritto tanti libri<sup>5</sup> e non ha mai scritto lo stesso libro; ma tutti i suoi libri (come tutti quelli di Sciascia) ne fanno uno. E in ciò io vedo un grande insegnamento di coerenza, oltre che un irraggiungibile esempio di “potenza di studio” e di costanza nello studio.

La costruzione di una vera *opera omnia* non è solo la mera giustapposizione di “prodotti editoriali”, per fini di “contabilità burocratico-accademica”, ma è, da un lato, approfondimento e cura nel dettaglio dei singoli scritti e anche, dall'altro lato, visione unitaria della loro somma, che quindi per questo è destinata a restare nel suo complesso oltre che nei suoi addendi; i quali, a loro volta, possono essere pienamente ap-

---

<sup>5</sup> Penso che si possa infatti convenire sul fatto che la sua produzione scientifica, per ricchezza, varietà e continuità, non ha pari tra gli studiosi del diritto commerciale delle generazioni di coloro che si sono formati dopo la codificazione del 1942.

prezzati e intesi se considerati nell'insieme e quindi attraverso una loro considerazione complessiva.

## 7. Ho finito.

Per congedarmi dal cortese auditorio avevo preparato un'articolata serie di dotte citazioni che dimostrassero le difficoltà per non dire la impossibilità di un confronto col proprio Maestro. Le metto però da parte e le sostituisco con una sola, meno dotta, ma che meglio descrive il mio stato d'animo; una citazione che, tra l'altro, mi consente di ricordare un altro lato della personalità del professor Angelici, lato che non è stato adeguatamente posto in luce parlando di "contratto" e dintorni, e cioè l'Angelici uomo di *sport*<sup>6</sup>.

Il figlio di una coppia di miei vecchi amici, uscendo due anni fa dal centrale di Wimbledon sconfitto per 6-1, 6-2, 6-2 da Roger Federer, gli disse: «*Thanks for the tennis lesson! How much do I owe you?*». E allora – citando Matteo Berrettini – concludo anche io questo mio confronto con il Prof. Angelici e con la sua opera (confronto che considero una sorta di personale ottavo di finale di Wimbledon) con un sentito... «*grazie per la lezione! Quanto devo?*».

ALESSANDRO NIGRO

Caro Mario, ti ringraziamo tutti perché hai chiuso in maniera veramente splendida la serie degli interventi programmati. Penso che Carlo Angelici non avrebbe potuto ricevere un omaggio migliore di quello così brillantemente offertogli da Mario Stella Richter.

A questo punto, la palla passa non al centro ma al fin qui invisibile giocatore, cioè a Carlo Angelici, al quale compete, per restare alla metafora tennistica, la schiacciata finale.

CARLO ANGELICI

---

<sup>6</sup> A proposito di questo aspetto, sul quale in effetti avrei forse più titolo a parlare di quanto non abbia avuto nell'intrattenermi sui "contratti" di borsa, il discorso dovrebbe essere lungo e articolato, anche perché dovrebbe toccare argomenti molto importanti, a iniziare dalla S.S. Lazio (e cfr. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Governo dell'impresa e responsabilità dei gestori*. Giornata di studio in ricordo di Salvatore Pescatore, Padova, 2012, p. 113 ss., a p. 215).

**1.** La discussione che ha preceduto questo mio intervento conclusivo è stata certamente molto intensa e dal mio punto di vista estremamente interessante. Al punto che, se devo sentitamente ringraziare chi vi ha partecipato e vi ha assistito (e permettetemi fra questi di ricordare per tutti Maria Celia Marsili, una cara amica che, a causa della pandemia e di altre tristi vicende personali, da alcuni anni non ho potuto incontrare, e Klaus Hopt, che ha avuto la benevolenza di leggere e commentare il mio lavoro), oltre naturalmente Claudia Tedeschi e il Dipartimento che ha organizzato l'incontro, credo doveroso ricambiare tutti essendo il più sintetico possibile.

Il che non mi è facile, data la quantità e rilevanza degli spunti che mi è sembrato di poter cogliere negli interventi dei relatori.

Mi trovo anzi diviso fra una sensazione di compiacimento e un'altra di rammarico.

Penso cioè, da un lato, di poter dire che il principale obiettivo perseguito con il mio lavoro è stato in buona parte conseguito. In effetti, continuare alla mia età nello studio e nella produzione letteraria dei suoi risultati può fondamentalmente avvenire per due finalità: dare una sistemazione organica del proprio pensiero come si è formato nel corso degli anni (e così, più o meno consciamente, poter sperare che esso sia meglio ricordato e utilizzato); ovvero segnalare temi (e/o prospettive) nuovi o meritevoli di nuova considerazione (assegnandosi in tal modo una funzione per così dire pionieristica e sperando così, con l'indicazione di nuovi possibili campi di ricerca, di contribuire al suo progresso). E se negli anni passati ho anche perseguito la prima strada (con un lavoro istituzionale sul diritto commerciale e un altro trattatistico sulla società per azioni) più di recente ho trovato per me molto più divertente dedicarmi alla seconda: forse a causa di un'irrequietezza senile, ma anche per rimanere fedele a una tradizione degli studi commercialistici che pure oggi ci ha ricordato Mario Libertini, quella che Goldschmidt chiamava il loro *Vorreiterrolle*, l'emersione cioè di tematiche nuove e in grado di contribuire all'evoluzione del diritto privato generale.

E l'obiettivo perseguito con il mio lavoro era appunto in primo luogo segnalare un campo tematico e avviare una discussione su questioni per lo più trascurate (in generale, ma da noi in misura maggiore di quanto avviene in altri ordinamenti europei). Un obiettivo che credo di poter dire sia stato raggiunto nel migliore dei modi, inducendo cioè a intervenire sull'argomento studiosi autorevoli come quelli che abbiamo appena ascoltato.

Ma da ciò anche un qualche rammarico: fondamentalmente dovuto dalla consapevolezza che, se avessi potuto avvalermi di tali interventi e

delle indicazioni in essi contenute, il mio lavoro avrebbe potuto essere ben altrimenti approfondito e migliorato.

Il che ovviamente, impedendomi la mia segnalata irrequietezza anche solo di pensare a una seconda edizione, non è più possibile.

Così come non è possibile in questa sede abusare della pazienza (e amicizia) di chi mi ascolta e soffermarsi analiticamente sui tanti singoli punti che oggi mi sono stati segnalati.

**2.** Debbo però in primo luogo sottolineare quanto ci ha detto il dott. Pompilio, che ancora ringrazio per il suo intervento (oltre che per essersi assoggettato a una lettura, come quella di un mio scritto, notoriamente non agevole neppure per il giurista).

Al di là infatti delle preziose indicazioni tecniche che ci ha fornito, in primo luogo quelle che confermano la centralità del tema della *liquidità*, credo sia importante il ruolo centrale che nel suo discorso viene assegnato alla formazione del *prezzo*.

Il punto assume rilievo per molteplici aspetti, alcuni dei quali da me considerati e altri soltanto accennati.

Possibile è così, fra l'altro, chiedersi se e in che termini il prezzo possa considerarsi come il *prodotto* dell'organizzazione, in definitiva imprenditoriale, che chiamiamo mercato di borsa. Ed è infatti tradizionale, risalente a oltre un secolo, la discussione in merito alla possibilità di riconoscere una sorta di sua "proprietà" in capo a chi la borsa gestisce (tema sul quale, come notissimo, si è dovuto impegnare alla fine del diciannovesimo secolo un giudice come Oliver Wendell Holmes).

Ma si deve anche sottolineare, e mi era parso questo l'aspetto più interessante, l'esigenza che tale prezzo-prodotto sia il risultato di una vicenda *collettiva*. E ciò in un duplice e concorrente senso: che non è consentito, ma neppure a ben vedere tecnicamente possibile, negoziare in borsa con un prezzo convenuto singolarmente; e che si pone il problema di ridurre nella maggiore misura possibile l'eventualità che singoli partecipanti al mercato siano in grado di influire, eventualmente alterandola, sulla formazione del prezzo (alterazione che poi, come anche oggi ci ha ricordato Giuseppina Capaldo, richiede di essere intesa in primo luogo con riferimento al suo significato oggettivo sul prezzo medesimo e solo successivamente, di riflesso, per le conseguenze che ne possono derivare per gli interessi individuali dei singoli partecipanti al mercato).

Da questo punto di vista mi è sembrata e mi sembra evidente la differenza rispetto alle negoziazioni individuali. E mi sembra anche che si apra la strada per considerare i comportamenti dei singoli operatori non soltanto come momenti in cui tendono a realizzare i propri interessi



individuali, ma anche, e in un certo senso prima ancora, per il loro significato di partecipazione alla vicenda collettiva da cui il prezzo risulta e deve risultare.

In tale prospettiva credo meritino di essere accolte alcune metafore (ma ovviamente con la consapevolezza trattarsi di metafore) che a volte ci vengono proposte da studiosi di tecnica ed economia dei mercati borsistici, metafore le quali appunto immediatamente segnalano una dimensione collettiva: come quella che individua una sorta di analogia fra la partecipazione alle negoziazioni e la partecipazione a una decisione collettiva con un *voto*; e l'altra che, con riferimento invece al momento esecutivo dello scambio, richiama la figura del *conferimento* (e sotto questo profilo potrebbe essere istruttivo anche il confronto che Mario Libertini ci ha oggi proposto con la disciplina degli "ammassi").

Si tratta ovviamente, lo sottolineo ancora, di *metafore*: ma che hanno a mio parere il pregio di segnalare trattarsi di comportamenti individuali i quali non rilevano, o non rilevano soltanto, per il loro significato riguardo a chi li compie, ma (almeno anche e prima ancora) per le loro implicazioni nei confronti di un risultato collettivo, la formazione appunto del prezzo.

Con la conseguenza che, se per il giurista sono soprattutto le anomalie a rilevare e i rimedi nei loro confronti forniti dal diritto, è la seconda prospettiva a rivelarsi decisiva.

Come appunto avviene nel caso di voto in una vicenda deliberativa. E come mi è sembrato chiaramente risultare nella disciplina di borsa dei *mistrades*: ove è solo il prezzo ad assumere rilievo, non altre anomalie di significato sicuramente non minore da un punto di vista individuale, ed è a seguito soltanto di una sua alterazione che è possibile il rimedio di una cancellazione dell'operazione.

Un rimedio il quale, prima ancora di servire alla tutela di interessi individuali, vale soprattutto a restaurare l'integrità del mercato e del prezzo in esso formato, l'integrità appunto che il *mistrade* potrebbe aver pregiudicato; e nella prospettiva soltanto della quale mi sembra in quanto tale rilevare (salva ovviamente, come dimostrano alcuni casi giurisprudenziali che mi sono permesso di segnalare, la possibilità di ricercare la tutela degli interessi individuali con rimedi diversi dalla cancellazione dell'operazione, che per definizione può riflettersi sul mercato, e su piano invece dei rapporti, di per sé *esterni* al mercato di borsa in quanto tale, fra investitori e intermediari).

**3.** Ma non posso neppure astenermi da un cenno ad alcuni temi di ordine generalissimo che con il mio lavoro intendevo segnalare e che

del resto si ponevano al centro degli obiettivi con esso perseguiti (obiettivi che correttamente Guido Alpa definisce da “civilista”, anche se a me sembra siano di ogni “privatista”, in termini che mi fanno ricordare quando il mio maestro, Giuseppe Ferri, nel primo modo volle definirmi).

Si tratta al fondo, in ultima analisi, del «contratto» come categoria giuridica: il tentativo di segnalare un contesto che mi parso poter fornire un’utile occasione per approfondirne criticamente il ruolo sistematico nel diritto vigente (un obiettivo sicuramente ambizioso, per non dire presuntuoso; e che può trovare giustificazione solo nella considerazione che senza ambizioni, e senza la presunzione di poterle soddisfare, è ben difficile innovare nella ricerca).

Il che, osserverei a mio conforto, è stato raccolto con attenzione e importanti suggestioni dagli studiosi che sono prima intervenuti. I quali mi consentono anche di precisare, in primo luogo a me stesso, alcuni dei presupposti e alcune delle implicazioni di temi come quelli da me evidenziati.

Si tratta, prima di tutto, della consapevolezza (direi necessaria) della *storicità* non solo del diritto, ma anche delle categorie di cui ci si avvale per la sua costruzione teorica, la storicità perciò anche di una categoria di importanza centrale come quella del *contratto*.

E del resto mi sembra fuori questione che riguardo al “contratto” valgano, direi a maggior ragione, i temi storiografici e metodologici che sono stati al centro della discussione fra Villey e Pugliese su un’altra categoria, a esso del resto collegata, come il “diritto soggettivo”. Una discussione istruttiva per tanti fini e di cui vorrei qui soprattutto segnalare la distinzione fra la vicenda culturale per cui emerge una categoria concettuale e le manifestazioni empiriche, per il giurista di diritto positivo, rispetto alle quali è utilizzabile (e così appunto Pugliese affermava la plausibilità di un discorso in termini di “diritto soggettivo” al fine di comprendere soluzioni e regole del diritto romano; mentre Villey voleva soprattutto segnalare come la categoria fosse estranea al pensiero dei giuristi romani).

Direi anche che questa diversità di piani, l’esigenza di tenerli distinti, risulta ancor più evidente con riferimento al “contratto”. Possibile è certamente ravvisarne chiare manifestazioni nelle più diverse epoche storiche (e, allora, se si vuole, utilizzarlo per la loro narrazione); ma ugualmente sembra fuori questione che la sua emersione in quanto categoria ordinante sia un fatto storico, collocabile nel tempo (e, verrebbe da aggiungere, con un inizio definito e con l’ipotesi di una sua fine).

Mi si permetta ancora di ricordare una circostanza a tutti nota: che l’emersione del «contratto» come categoria generale e in grado di contribuire all’ordinamento del sistema giuridico è avvenuta ben prima della

sua affermazione nel diritto positivo; come plasticamente dimostrato dal pensiero di uno degli autori che più vi ha contribuito nella storia del pensiero, quel Grozio che fra i primi ha ideologicamente predicato tale affermazione, sottolineando in particolare il potere della volontà individuale, mentre diversamente si è orientato quando intendeva descrivere il diritto olandese vigente.

Un esempio eclatante, a mio modo di vedere, della storicità della categoria e della diversità di piani cui sto accennando.

E potrebbe essere del tutto conseguente, se la categoria ha origini storiche, che la si debba soprattutto intendere con riferimento a esigenze che sono storicamente emerse e possono (direi per definizione) variare sia nel tempo sia riguardo agli ambiti ove riconoscibili.

4. Direi anzi che il principale ricavo conoscitivo che per me deriva dall'odierno incontro è stato quello di aver potuto approfondire la consapevolezza, in termini ancora più chiari di quelli che prima percepivo, della centralità di questo tipo di problemi.

In effetti, mi sembra significativo che studiosi del calibro di Guido Alpa, Mario Libertini e Giuseppina Capaldo abbiano, pur ovviamente con diversi accenti, volto l'attenzione a un interrogativo che mi sembra centrale: se e in che termini la fenomenologia da me considerata merita di essere compresa e descritta con un discorso da svolgere all'interno della categoria del "contratto".

Il che ovviamente, come sempre quando deve operarsi un confronto, è condizionato sia dalle caratteristiche della fenomenologia che si vuole considerare sia dal modo in cui s'intende la categoria in questione.

È anzi soprattutto il secondo ad assumere rilievo. A meno di non riconoscere nella categoria un livello di astrazione tale da emanciparla dalle esigenze per cui è sorta ed è stata elaborata, negandone allora in definitiva la storicità.

La questione mi sembra delineata nei termini più chiari e con piena consapevolezza da Mario Libertini, quando si orienta in una direzione diversa da quella da me preferita e osserva che, trattandosi pur sempre di vicende di autonomia privata, inevitabile non potrebbe non essere il riferimento nel diritto vigente a quella categoria contrattuale di cui ci si avvale per comprenderle.

Sicché, ed è questo il punto, si dovrebbe riconoscere una sorta di relazione biunivoca fra «contratto» e «autonomia privata». Con la conseguenza che, ove della seconda si tratta, il giurista può (e in effetti deve) immediatamente riconoscere il primo; e con l'ulteriore conseguenza che esso, il «contratto» cioè, non è più riferibile a esigenze e contesti in qualche modo

specifici, ma verrebbe a rappresentare una sorta di cornice generalissima (e, aggiungerei, in definitiva generica) ove il giurista può inserire realtà variegata e fra loro anche assolutamente eterogenee, attingendone a seconda delle circostanze l'uno o l'altro frammento di disciplina.

Con il risultato, direi, di farne una categoria fondamentalmente astratta e in larga misura formale; e con il rischio, aggiungerei, poiché emancipata dalle sue originarie ragioni storiche, di assegnarle un ruolo essenzialmente storico.

Questa mi sembra la più importante posta in giuoco del dibattito che ora si sta svolgendo sul "contratto"; e al quale ho tentato di contribuire segnalando un contesto che, per ragioni tecniche largamente trascurato, mi è sembrato poter essere un luogo di sperimentazione invece non trascurabile.

E del resto questa mia sensazione, all'origine della ricerca conclusa con il lavoro di cui stiamo discutendo, ha trovato il più autorevole conforto, quando uno studioso del calibro di Max Weber ben oltre un secolo fa segnalava essere le operazioni di borsa un'area tematica in grado di porre in questione le consuete costruzioni del diritto civile, in particolare la loro prospettiva individualistica (siamo in epoca in cui stava concludendosi l'elaborazione del *BGB* e con essa in certo modo il trionfo della pandettistica).

**5.** D'altra parte, se questo richiamo all'intervento di Max Weber può mostrare come il tema sia più ampio rispetto a quanto potrebbe risultare dalla sola considerazione delle tecnologie ora utilizzate per le operazioni in borsa, l'odierno seminario evidenzia anche una qualche continuità con temi da tempo discussi nella nostra cultura civilistica.

Mi riferisco in particolare alla circostanza che oggi sono stati variamente richiamati dibattiti come quello avviato da Natalino Irti sui cc.dd. «*scambi senza accordo*» e come quello, ancora più risalente e in parte convergente, sui cc.dd. «*faktischen Vertragsverhältnisse*».

A ben guardare i temi che in tal modo si sono discussi largamente coincidono, pur in contesti ben diversi da quello della borsa, con quanto si è discusso nella nostra riunione: la questione, in definitiva, se e in che termini la figura del "contratto" può ritenersi ancora utilizzabile per vicende certamente estranee a quelle sulla cui base tale figura è stata originariamente costruita.

E in effetti vi è un'ampia coincidenza anche delle possibili risposte: l'alternativa, cioè, fra una sorta di sua estensione, al costo però che qui ancora ci ha ricordato Mario Stella-Richter di ridurre la portata e il significato, ovvero il riconoscimento della sua inutilizzabilità per le ipotesi

considerate, con il vantaggio di salvaguardare al “contratto” il suo pieno significato, ma con il costo di dover ricercare, e in definitiva costruire, nuove figure e categorie concettuali.

Significativo è nel primo senso l’evocazione oggi a opera di Guido Alpa della classica figura del “comportamento concludente” e il richiamo di Giuseppina Capaldo alla varietà dei procedimenti di formazione contrattuale, varietà la quale, se ben intendo, potrebbe intendersi come una serie aperta, nella quale perciò diverrebbe possibile inserire anche la fenomenologia che qui interessa. Il che, mi si permetta di aggiungere, consente anche di ricordare il contributo del suo maestro, Giuseppe Benedetti, nel mostrare come persino vicende che nel diritto scritto sono collocate nella disciplina della formazione del contratto non necessariamente debbono essere invece pensate come “contratti”.

Ed è significativo che specie nel primo modo si segua in definitiva una strada non molto dissimile da quella tentata per i *«faktischen Vertragsverhältnisse»* da uno studioso del livello di Franz Wieacker, il tentativo cioè di intenderli come vicende caratterizzate dalla classica tensione fra *Willen* ed *Erklärung*, tali da porsi agli estremi confini di una dialettica tipica per il “contratto”, ai confini allora, ma pur sempre al suo interno (e non del tutto diversamente potrebbe forse essere intesa la figura del *sozialtypisches Verhalten* proposta, ma con finalità certo non coincidenti, da Karl Larenz).

Ma forse la risposta più radicale è quella che ci è stata indicata da Mario Libertini: in particolare quando ritiene giustificato il riferimento alla figura del “contratto” proprio negando che a tale figura corrisponda nel diritto positivo un tipo socio-economico, intendendo allora la sua disciplina generale non come disciplina intesa a risolvere un nucleo di problemi suscettibili di coerente individuazione, ma come disciplina residuale utilizzabile (essa o suoi singoli frammenti) per i settori ove si realizzano manifestazioni di autonomia privata e compatibilmente con le esigenze specifiche del singolo settore.

Ed è una risposta che mi sembra radicale, direi per alcuni aspetti rivoluzionaria, in quanto elimina in definitiva il significato unitario del “contratto”. Essa, a ben riflettere, ritiene che sia ormai il tempo di abbandonare il percorso storico che aveva condotto alla costruzione (in termini ideologici con il giusnaturalismo e in termini positivi con le codificazioni ottocentesche) del “contratto” quale figura in grado di comprendere *i* contratti. Si dovrebbe ormai riconoscere, prendendo atto della sempre più ampia articolazione e specializzazione delle espressioni dell’autonomia privata, che non soltanto come ovvio nella realtà empirica, ma anche in quella normativa non è più pensabile *un* contratto,

ma soltanto tanti ed *eterogenei* contratti, il cui unico elemento comune è quello appunto di presentarsi come manifestazioni di autonomia privata.

6. Il tema è delicatissimo e ben noto. Ed è per me motivo di soddisfazione constatare che il mio lavoro potrebbe dare un minimo contributo a un dibattito così importante, come segnalazione di un contesto in grado di rappresentare per esso un ulteriore luogo di sperimentazione.

Direi pure, e di ciò debbo ancora ringraziare gli amici che oggi sono intervenuti, che la questione generale mi si presenta ora in termini più netti. Mi sembra cioè che il riferimento al «contratto», cui mi è sembrato di percepire essi non sono disposti a rinunciare, ivi compreso Alessandro Nigro che ci ha presieduto, presuppone in termini per così dire negativi il riconoscimento della eterogeneità delle tante sue manifestazioni, con la possibilità allora di considerarle come una serie aperta e non preventivamente delimitata dalle scelte dell'ordinamento; e presuppone, in termini invece positivi, una sorta di sovrapposizione delle possibili aree «contrattuali» e di quelle in cui opera l'autonomia privata.

Il tema si caratterizzerebbe in sostanza, poiché il «contratto» e la sua disciplina (ivi compresa, come ancora oggi ci hanno ricordato Guido Alpa e Giuseppina Capaldo, quella dei suoi modi di formazione) non trovano più un riferimento unitario nella realtà socio-economica, ma non potendosi ovviamente del tutto prescindere in sede applicativa da un qualche riferimento a tale realtà, per la sua sostanziale identificazione con la (pur estremamente eterogenea) autonomia privata.

Ed è questo il punto su cui penso si debba in un discorso di vertice soffermare l'attenzione: la questione se l'area del «contratto», inteso come figura normativa e se si vuol dire sistematica, e quella dell'autonomia privata, come invece si presenta nella realtà economico-sociale, sono nel diritto vigente coincidenti, nel senso che quando si manifesta la seconda il giurista deve rivolgersi alla prima e alla disciplina che in essa si concretizza; oppure se non vi siano invece spazi nei quali, pur trattandosi in ogni caso di vicende di autonomia privata, al «contratto» non ci si possa riferire e sia quindi necessario, a fini sia applicativi sia costruttivi, seguire altre strade.

Mi limito allora a segnalare alcune considerazioni che per i temi trattati nel mio lavoro mi inducono a preferire la seconda opzione:

- credo che, e potrebbe essere già decisivo, che in ogni caso il «contratto» individua, sia per quanto concerne la sua formazione sia con riferimento al rapporto che ne risulta, una *relazione intersoggettiva*; mentre è proprio ciò che manca nelle operazioni di borsa: al punto che, quando si vuole salvaguardarne il significato «contrattuale» si ricorre a procedi-

menti espressamente finzionistici, come avviene nella dottrina tedesca postulando una sorta di catena di poteri rappresentativi o in quella dottrina francese proponendo di intendere il mercato come *personne morale*;

- osserverei anzi, sotto questo aspetto, che la situazione è diversa da quella riscontrabile negli «*scambi senza accordo*» e nei «*faktischen Vertragsverhältnisse*»: ove la vicenda vale in ogni caso a realizzare una relazione intersoggettiva, pur senza comportamenti che possano essere qualificati nei consueti termini precontrattuali della proposta e della sua accettazione; nel nostro caso, invece, non è nemmeno riconoscibile quello che potrebbe definirsi come un «rapporto contrattuale» (nel senso, mi si permetta di ribadire, di intersoggettivo) e lo stesso scambio si svolge ed esaurisce nella dimensione collettiva del mercato (e delle sue strutture), senza che abbia senso ricercarne parti individuali;

- e osserverei allora che la storia stessa del “contratto” (dalle sue origini giusnaturalistiche come “promessa” che richiede accettazione alla sua evoluzione, che una tradizione storiografica riferisce alla pandettistica tedesca, nel senso di un “accordo”) impedisce di pensarlo senza neppure la possibilità di relazioni interindividuali;

- mentre, per un altro verso e riferendomi a un punto in cui il dialogo con Mario Libertini mi sembra (per me) molto proficuo, credo sia almeno plausibile il riconoscimento di forme di manifestazione dell'autonomia privata non contrattuali, anche e soprattutto quando si realizzano con comportamenti unilaterali il cui senso deriva dalla partecipazione a più ampie vicende collettive (si pensi soltanto, per richiamare una fenomenologia cui a mo' di metafora ho già fatto riferimento, al voto in una vicenda deliberativa; ma si pensi anche, ricordando un tema al cui studio proprio Mario Libertini ha decisamente contribuito, alla fenomenologia dei titoli di credito – e non è un caso che, come dimostra una tradizione di pensiero risalente a Ernst Jacobi, anche con riferimento ad essi sia discusso e discutibile il rapporto con una prospettiva che ritenesse centrale il *Vertragsprinzip*).

7. Ma debbo ora resistere alla tentazione di raccogliere le tante suggestioni che mi provengono dagli interventi degli amici che hanno avuto la benevolenza di partecipare a questo seminario. Sarebbe un modo veramente inadeguato per ringraziarli della pazienza che hanno avuto nel leggere le mie pagine e poi nel dedicare alla loro discussione l'odierno pomeriggio.

Mi permetto soltanto di concludere con due rilievi, uno tecnico e un altro di ordine che direi dogmatico:



- il primo, quello tecnico e in definitiva applicativo, è che collocare l'operazione compiuta *nella* borsa non significa certamente rinunciare alle esigenze di tutela individuale; necessario è cioè tener conto che quanto avviene *nella* borsa, in concreto quanto ivi compiono gli intermediari, è preceduto da una catena di rapporti non solo sicuramente “contrattuali”, ma con riferimento ai quali, come in particolare avviene ai fini della tutela dell'investitore, risulta in un certo senso esasperata la tutela delle aspettative soggettive del singolo (al punto che è ben plausibile, rappresentando anzi la più consueta risposta dell'ordinamento, che alla tendenziale ineliminabilità dell'operazione *in* borsa, poiché altrimenti potrebbe essere pregiudicata la stabilità delle contrattazioni, corrisponda l'esonero dell'investitore dai conseguenti rischi e la loro imposizioni all'intermediario che per esso opera);
- il secondo con cui vorrei esplicitare la mia convinzione che il “contratto”, come risposta normativa ai problemi posti dalle vicende dell'autonomia privata, non è l'unica possibile e accanto ad essa, a seconda dei differenti contesti, ne siano plausibili altre.

Il che mi riporta a studi di quasi mezzo secolo fa, quando leggevo nell'opera di Otto Gierke che accanto alla sfera del *Individualrecht* deve riconoscersi quella del *Sozialrecht*; e che le figure dogmatiche classicamente elaborate per la prima richiedono di essere di essere ripensate quando si entra nella seconda.

Con il che mi viene anche il dubbio che possa aver ragione Mario Stella-Richter, quando osserva che i miei tanti libri (e il suo garbo gli impedisce di dire: troppi) in realtà ne costituiscono uno solo.

E anche di ciò mi scuso, oltre a ringraziare ancora tutti per la comprensione e amicizia di cui mi hanno dato prova.

ALESSANDRO NIGRO

Grazie Carlo, abbiamo concluso veramente bene il nostro incontro. Assumiamo la tua riflessione ultima come invito a proseguire sulla strada sia, naturalmente, della ricerca in generale, sia anche proprio della individuazione e ricostruzione degli adattamenti necessari e, se si vuole, della scoperta di certi confini. Perché poi è in definitiva questo il nostro ruolo. Noi, come interpreti, abbiamo il compito non soltanto di svelare il significato concreto che certe proposizioni normative possono avere, ma anche di dare anima al sistema ed alle sue componenti.

Un ringraziamento finale va naturalmente a tutti i partecipanti.