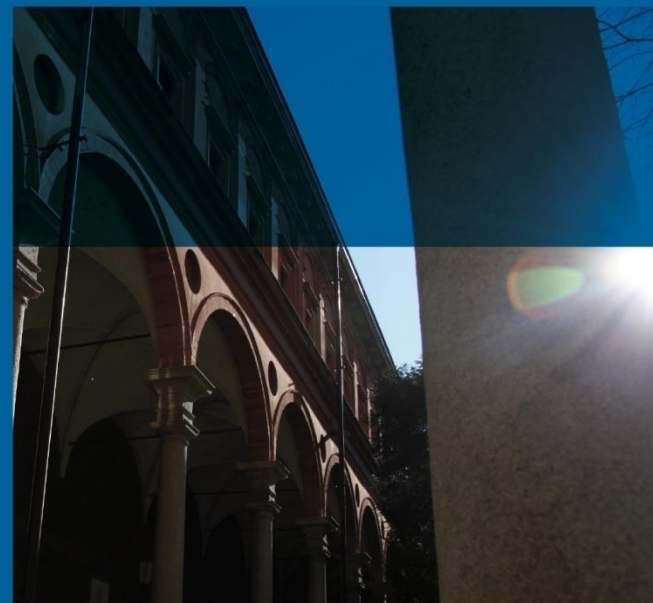




UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Diritto comune e diritto speciale nella disciplina del mercato dei capitali

**Andrea Perrone**  
Università Cattolica del Sacro Cuore



Roma, 2 ottobre 2025



# La disciplina giuridica del mercato dei capitali

- Nell'impostazione adottata dall'Unione europea, il diritto del mercato dei capitali disciplina rapporti privatistici per finalità di interesse generale
  - in conformità alla tradizione ordoliberal, l'intervento pubblico trova giustificazione nella necessità di correggere i 'fallimenti' del mercato, così da assicurare il buon funzionamento degli scambi tra le parti
  - le finalità di interesse generale perseguite dalla disciplina giustificano l'utilizzo di strategie normative di carattere pubblicistico, prevalentemente affidate ad autorità amministrative indipendenti, titolari di poteri di vigilanza e regolamentari
    - ✓ poteri di *enforcement ex ante*, in particolare mediante autorizzazioni ed interventi preventivi
    - ✓ poteri di *enforcement ex post*, soprattutto tramite sanzioni amministrative e provvedimenti interdittivi
    - ✓ un esteso potere regolamentare, integrato con interventi di *soft law*, secondo il modello introdotto con la 'procedura Lamfalussy'



# Diritto del mercato dei capitali e diritto privato generale

- In tale contesto, il rapporto tra la disciplina del mercato dei capitali e il diritto privato generale può assumere molteplici declinazioni
  - dalle finalità pubblicistiche della disciplina del mercato dei capitali può essere argomentata l'inapplicabilità dei rimedi privatistici (es.: la giurisprudenza del BGH che esclude la possibilità di considerare le regole di comportamento MiFID come *Schutzgesetze* ai fini del § 823(2) BGB)
  - al diritto privato generale può essere riconosciuta una funzione integrativa della disciplina del mercato dei capitali, così da assicurare rimedi risarcitori o restitutori *ex post* ai soggetti che hanno patito un pregiudizio patrimoniale dalla violazione delle regole sul mercato dei capitali (es.: la giurisprudenza italiana sul “risparmio tradito”)
  - oltre a tutelare le parti dello scambio, il diritto privato generale può contribuire alle finalità di interesse generale perseguite dalla disciplina del mercato dei capitali (es.: Maffeis, 2024; Della Negra, 2018; sentenza CGUE nei casi *Kantarev* e *Balgarska Narodna Banka* sulla responsabilità civile delle autorità di vigilanza)
  - il diritto privato generale può trovare applicazione a prescindere dalla disciplina del mercato dei capitali (es.: la giurisprudenza di merito in materia di operatore qualificato)



# Quale ruolo va riconosciuto al diritto privato generale?

- Nel discutere il ruolo del diritto privato comune nella disciplina del mercato dei capitali, pare ragionevole escludere le posizioni estreme
  - negare la praticabilità dei rimedi privatistici confligge con il principio di effettività del diritto dell'Unione europea
  - riconoscere al diritto privato generale una priorità sulla disciplina del mercato dei capitali viola il principio di specialità
- L'affermazione di una strumentalità del diritto privato comune alle finalità di interesse generale perseguite dal diritto del mercato dei capitali si presta a una valutazione articolata
  - è condivisibile nella prospettiva del principio di effettività (Della Negra, 2018) e in conformità alla tradizionale osservazione per la quale la protezione del mercato e la tutela del singolo investitore sono «due facce della stessa medaglia» (Hopt, 1995; Portale, 1982)
  - induce a una maggiore cautela se orientata a una 'civilizzazione' del diritto del mercato dei capitali (Maffeis, 2024)
    - ✓ il diritto privato generale è costruito su un un paradigma (= individuo, diritto soggettivo, contratto) che non corrisponde al paradigma del diritto del mercato dei capitali e, più in generale, del diritto commerciale (= impresa, attività, organizzazione)



# La funzione integrativa del diritto privato generale

- Riconoscere al diritto privato generale il compito di integrare la disciplina del mercato dei capitali consente esiti equilibrati e permette di evitare un duplice rischio
  - impedisce vuoti di tutela per l'investitore, potenzialmente capaci di incentivare comportamenti opportunistici e, per conseguenza, di pregiudicare la fiducia nel buon funzionamento del mercato dei capitali (es.: le modifiche alla disciplina tedesca sulla risarcibilità del danno da falsa informazione al mercato secondario, prima esclusa e poi introdotta dal *WpHG* per assicurare la fiducia nell'integrità del mercato)
  - contiene il rischio di 'abusi' del diritto privato generale, potenzialmente favorito dalla maggiore confidenza delle corti con le categorie civilistiche (es.: l'orientamento critico dell'ACF nei confronti della giurisprudenza di merito che configura il *mark to market* di un derivato come oggetto del contratto)



## Due condizioni per un'integrazione equilibrata

- L'integrazione tra diritto privato generale e disciplina del mercato dei capitali, tuttavia, richiede di rispettare alcune condizioni
  - i rimedi fondati su diritto privato generale devono considerare le specifiche caratteristiche della disciplina di cui assicurano l'*enforcement*
    - ✓ per es., la sanzione di nullità per difetto di forma *ad substantiam* trova applicazione nei limiti della funzione attribuita alla forma scritta dalla disciplina del mercato dei capitali (= strumento di trasparenza delle condizioni contrattuali e non modalità più rigorosa per l'espressione del consenso)
  - le ricostruzioni dogmatiche sulla base del diritto privato generale devono rispettare la fattispecie regolata dal diritto del mercato dei capitali
    - ✓ per es., le regole di comportamento MiFID attengono alla fase che precede la decisione di investimento; per tale ragione, pare più adeguato che la loro violazione comporti una responsabilità pre-contrattuale dell'intermediario, anziché un diritto dell'investitore alla risoluzione del contratto
    - ✓ per es., non appare corretto configurare un contratto derivato come una 'scommessa': per l'intermediario il contratto è il punto di arrivo di una attività nella quale non viene assunto alcun rischio, essendo il rischio derivante dal contratto necessariamente coperto in conformità ai doveri di *risk management* imposti dalla disciplina speciale delle banche



# Una nota di conclusione

- Il rapporto tra diritto privato generale e discipline speciali è un tema classico che attraversa la storia del diritto civile e del diritto commerciale
- Nella possibile diversità di opinioni è possibile, tuttavia, identificare un punto di comune condivisione
  - «dopo tanto sforzo dialettico» occorre «riprendere il contatto colla realtà vivente»...
  - ... considerando il diritto «come una scienza di osservazione» e, quindi, «vivendo nei porti fra capitani, nelle aziende di assicurazione fra gli assicuratori, nelle società fra amministratori e azionisti»...
  - ...insomma, «raccogliendo tutti i frammenti che l'attività umana ci offre» e «reputando che nulla sia estraneo al diritto, perché è composto di tutti gli elementi della vita»

(C. Vivante, *La riforma del codice di commercio*, 1923)