

## LA FORMA DEGLI “ORDINI DI BORSA”

(A PROPOSITO DI APP. VENEZIA 19 NOVEMBRE 2007)

GIOACCHINO LA ROCCA

(professore associato di diritto privato nell'Università Statale di Milano)

I. – La sentenza della Corte d'Appello di Venezia del 19 novembre 2007 (la cui motivazione può leggersi nel sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)) merita una attenzione maggiore rispetto a quella che finora sembra averle prestato la dottrina.

La Corte d'appello di Venezia con quella sentenza ha, infatti, stabilito che l'art. 23, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (d'ora in poi brevemente “tuf”), si applica direttamente tanto al c.d. “contratto-quadro”, quanto agli ordini di borsa.

Essa, in altre parole, muove in direzione completamente opposta rispetto a quella finora fatta propria dalla giurisprudenza dominante (v. ad esempio Trib. Pistoia, 2 febbraio 2007, in *Foro it.*, Rep., 2007, *Intermediazione finanziaria*, n. 259; Trib. Bologna, 18 dicembre 2006, *ibidem*, n. 248; Trib. Milano 25 luglio 2005, *id.*, Rep. 2005, voce cit., n. 184; Trib. Firenze 18 ottobre 2005, *Giur. merito*, 2007, 49, con nota di BARENGHI; Cass. 19 maggio 2005, n. 10598, in *Foro it.*, Rep. 2005, voce *Borsa*, n. 1; Trib. Milano 28 maggio 2005, *id.*, Rep. 2007, *Intermediazione finanziaria*, n. 203; Trib. Venezia 22 novembre 2004, in *Contratti*, 2005, 5, con nota di MAFFEIS; cui *adde* i richiami a Trib. Milano, ordinanza 7 ottobre 2004, in *Foro it.*, 2005, I, 897).

Più precisamente, questo secondo orientamento ritiene che l'art. 23 tuf sarebbe applicabile al solo “contratto-quadro”, con la conseguenza più o meno implicita che, una volta concluso detto contratto, sarebbero validi ed efficaci gli ordini impartiti dai clienti oralmente.

II. – La conclusione appena attinta, vale a dire la validità ed efficacia degli ordini di borsa impartiti oralmente dopo la conclusione di un contratto-quadro scritto, è in parte corretta da altre sentenze, quali, ad esempio, Trib.

Marsala 21 marzo 2008 <sup>(1)</sup> e Trib. Milano 26 aprile 2007 <sup>(2)</sup>: la motivazione di entrambe può leggersi sul sito prima citato.

Questo diverso orientamento giurisprudenziale recupera la necessità della forma scritta per gli ordini attraverso l'esame del "contratto-quadro", allorché sia in esso inserita la clausola secondo la quale "gli ordini sono conferiti di norma per iscritto".

La differenza tra tale ultimo orientamento e la sentenza della Corte d'Appello di Venezia prima richiamata è evidente: nella prospettiva fatta propria dalla Corte veneziana la forma scritta dell'ordine è sempre un requisito essenziale, previsto a pena di nullità direttamente dalla legge, con la conseguenza che *a)* diviene in un certo senso indifferente che sia stato concluso un contratto quadro scritto, atteso che in ogni caso non viene meno l'onere formale relativamente all'ordine; *b)* le parti non possono in alcun modo superare l'onere di forma disposto direttamente dalla legge.

Secondo l'orientamento cui aderiscono il Tribunale di Marsala e il Tribunale di Milano, invece, la forma scritta degli ordini di borsa è di matrice convenzionale, con la conseguenza che *a)* la natura essenziale o meno dell'onere formale è soggetta all'interpretazione del contratto da parte del giudice di merito e, soprattutto, *b)* l'adozione della forma scritta è condizionata all'esistenza nel contratto-quadro di una specifica clausola in tal senso, di guisa che è sufficiente che il contratto quadro nulla preveda in materia affinché possa aver spazio l'ordine orale.

Peraltro, le decisioni del tribunale di Marsala e del tribunale di Milano non coincidono.

Se si confrontano le massime prima riportate in nota utilizzando il tradizionale criterio per *genus proximum* e *differentia specifica*, può osservarsi che esse, per un verso, sono accomunate dal fatto di ritenere che la forma scritta degli ordini di borsa sia un requisito di fonte convenzionale, ma per altro verso divergono quando si tratta di interpretare la clausola che prevede la forma scritta degli ordini. In altre parole, la differenza tra le massime ora in esame si gioca tutta sulla diversità del contratto di volta in

---

<sup>1)</sup> Dalla sentenza del tribunale di Marsala citata nel testo è possibile estrarre questa massima: "la clausola con la quale il contratto per la prestazione dei servizi di investimento preveda che "gli ordini sono conferiti di norma per iscritto", individua un requisito previsto per la validità degli ordini relativi alle operazioni di investimento, con la conseguenza che la mancata produzione in giudizio dell'ordine sottoscritto dal cliente determina la nullità del relativo negozio".

<sup>2)</sup> Trib. Milano 26 aprile 2007 ha deciso che "La clausola contenuta nel contratto per la prestazione dei servizi di investimento, secondo la quale "gli ordini sono conferiti di norma per iscritto" deve essere interpretata nel senso che prevede un'ipotesi di forma convenzionale per la prova dell'ordine e non per la sua validità, dal momento che la forma scritta dei medesimi ordini è prevista come forma alternativa a quella orale".

volta sottoscritto dalle parti. Infatti, la forma scritta degli ordini è ritenuta funzionale alla validità dell'ordine (Trib. Marsala), ovvero alla prova dell'ordine (Trib. Milano), a seconda della concreta formulazione di volta in volta adottata dall'eventuale clausola del contratto quadro in ipotesi dedicata alla forma degli ordini. Il che equivale a dire, - anticipando fin d'ora un aspetto sul quale occorrerà tornare in seguito (v. § X) – che la differenza fra le due massime ora in esame dipende dal diverso contenuto del modulo contrattuale in concreto adottato dal singolo intermediario finanziario.

Ed è, per l'appunto, in questi termini – ossia sulla base del modulo contrattuale in concreto adottato dall'intermediario - che le due sentenze ora in esame divergono: Trib. Milano 26 aprile 2007 ritiene che la clausola secondo la quale *“gli ordini sono conferiti di norma per iscritto”* deve interpretarsi nel senso di porre una forma *ad probationem* e non una forma *ad substantiam*. E perviene a questa conclusione attraverso un esame del modulo sottoposto alla sua cognizione. Il tribunale osserva, infatti, che nel modulo esaminato *“la forma scritta degli ordini è prevista come forma alternativa a quella orale”*, con l'implicita conseguenza che, alla stregua del contratto-quadro, l'ordine orale è valido ed efficace.

Di contro, nella motivazione di Trib. Marsala 21 marzo 2008 si legge che *“il contratto quadro ... prevede che l'ordine sia di norma conferito in forma scritta, con possibilità tuttavia di ordine telefonico e previsione, in tal caso, della sua registrazione”*. In altre parole, anche nel modulo interpretato da questa seconda decisione è ammesso l'ordine telefonico, ma – a differenza che nella fattispecie di Trib. Milano 26 aprile 2007 – anche per l'ordine telefonico è prevista una particolare forma convenzionale, di guisa che – concludono i giudici siciliani - nel contratto *“non è prevista ... la possibilità di un ordine meramente “verbale” (ossia non a mezzo telefono)”*.

III. – Se si esaminano le motivazioni delle sentenze finora esaminate, si deve prendere atto che App. Venezia 19 novembre 2007 e Trib. Milano 26 aprile 2007 analizzano l'art. 23 tuf onde misurare la reale estensione dell'onere di forma scritta in esso previsto a pena di nullità.

Peraltro, deve, altresì, prendersi atto che le motivazioni di queste due sentenze sono specularmente contrapposte tra loro. La stessa espressione legislativa (*“contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento”*) è interpretata dalla corte di Venezia nel senso di alludere a tutti i contratti comunque connessi alla prestazione dei servizi di investimento, e dal

tribunale di Milano – come pure da Trib. Venezia 22 novembre 2004, cit. in § I – nel senso di alludere al solo “contratto quadro”.

IV. – Nel panorama complessivamente offerto dalla giurisprudenza di merito, peraltro, non mancano tentativi di uscire dall'*impasse* cercando nella normazione regolamentare supporti a favore dell'interpretazione meno rigorosa.

Un riscontro di tali tentativi si ha in Trib. Milano 26 aprile 2007, in epigrafe, che richiama l'art. 30, reg. Consob n. 11522/98 (il riferimento contenuto nella motivazione della sentenza al reg. Consob n. 8850/94 è frutto di in refuso, in quanto l'art. 30 di questo secondo regolamento Consob aveva ad oggetto i limiti nei quali potevano effettuarsi operazioni su valori mobiliari non negoziati su mercati regolamentati) a sostegno dell'interpretazione ivi sostenuta dell'art. 23 tuf.

Altre sentenze traggono spunto da norme regolamentari diverse.

Trib. Firenze 18 ottobre 2005, cit. in § I, - al pari di quanto si legge nella motivazione di Trib. Rovereto 18 gennaio 2006, in *Nuova giur. Civ.*, 2006, I, 1239 - ritiene di poter argomentare l'inesistenza di un onere di forma scritta ragionando *a contrario* dall'art. 29<sup>3</sup>, reg. consob n. 11522/98: questa disposizione, infatti, secondo il tribunale, circoscriverebbe la necessità della forma scritta solo agli ordini relativi ad operazioni non “adeguate”, con la conseguenza che, nella ipotesi (da ritenersi fisiologica) di operazioni “adeguate”, l'ordine sarebbe a forma libera.

Agli artt. 30 e 60 reg. Consob. n. 11522/98 fa invece riferimento Trib. Monza-Desio, 27 luglio 2004, in *Giur. merito*, 2004, 2189, la quale, tuttavia, sviluppa una argomentazione assai diversa dalle sentenze precedenti. Secondo il tribunale di Monza, infatti, gli ordini di borsa “*costituiscono solo un momento esecutivo del contratto [quadro] successivo alla stipula di quest'ultimo. Questi ordini, che in assenza di previsioni sarebbero soggetti anch'essi alla regola di default della forma scritta, possono tuttavia essere impartiti in una forma diversa. A confermare tale possibilità è lo stesso Regolamento Consob il quale – prevedendo, da un lato, all'art. 30 che il contratto può stabilire le modalità attraverso le quali l'investitore può impartire gli ordini e, dall'altro lato, all'art. 60 che l'intermediario ha l'obbligo di registrare su nastro magnetico o su altro supporto gli ordini impartiti telefonicamente – chiarisce in modo evidente l'assenza di un vincolo formale per l'ordine di borsa*”.

Il tribunale di Monza, dunque, concorda con le altre sentenze sopra richiamate sul fatto che l'art. 30 reg. consob consentirebbe alle parti di stabilire per gli ordini una forma diversa da quella prevista dall'art. 23 tuf. Il tribunale di Monza, inoltre, rinviene nell'art. 60 cit. la conferma della inesistenza di un vincolo formale per l'ordine di borsa.

V - Nei paragrafi precedenti si è dovuto prendere atto che la giurisprudenza appare profondamente divisa e priva di riferimenti in grado di supportare in modo affidante le soluzioni in volta in volta prescelte. Le contrapposte interpretazioni della locuzione “*contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento*” (v. *supra* § III), il discutibile metodo di cercare nella normativa di secondo grado supporti per l'interpretazione delle norme di primo livello – sotto questo profilo ignorando ed, anzi, acuendo il disagio della dottrina di fronte al fatto che delicati conflitti di interessi siano composti da organi tecnici privi di legittimazione democratica <sup>(3)</sup> -, la stessa eterogeneità delle norme di secondo livello di volta in volta richiamate (v. ancora § IV), segnalano come le conclusioni raggiunte dalla giurisprudenza non possano ancora ritenersi saldamente acquisite.

Tutto ciò, tuttavia, non deve destare alcuna meraviglia.

A ben vedere, con il lavoro giurisprudenziale di questi anni si sta formando una disciplina per certi versi completamente nuova, vale a dire quello che ben può chiamarsi il diritto privato del mercato finanziario.

Come si è detto, si tratta di una materia completamente nuova. Questa affermazione è giustificata dal fatto che in passato una disciplina specifica degli aspetti privatistici del mercato finanziario non esisteva a causa dei ritardi strutturali che hanno contraddistinto il mercato dei capitali in Italia e più in generale il sistema economico italiano <sup>(4)</sup>.

Tali ritardi hanno fatto sì che fino a pochi anni or sono le operazioni sul mercato finanziario siano state circoscritte per numero e per qualità delle parti, con la conseguenza che non si è avvertita la necessità di una adeguata disciplina della materia, sia con riguardo ai profili pubblicistici di vigilanza, sia con riguardo alla contrattualistica: quest'ultima, che più specificamente

---

<sup>3)</sup> cfr. LONGO, *Ragioni e modalità dell'istituzione delle autorità indipendenti*, in *I garanti delle regole*, a cura di CASSESE e FRANCHINI, Bologna, 1996, 20; ALPA, *Trattato di diritto civile*, I, *Storia, fonti, interpretazione*, Milano, 2000, 703; CLARICH, *Per uno studio sui poteri normativi della Banca d'Italia*, in *Banca impresa società*, 2003, 39 ss.

<sup>4)</sup> v. in proposito ONADO, *La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, in *Storia economica d'Italia*, a cura di Ciocca e Toniolo, 3. *Industrie, mercati, istituzioni*, 2, *I vincoli e le opportunità*, Roma-Bari, 2003, 381 ss.

qui interessa, è stata retta fino agli anni novanta per lo più dagli usi e dal codice civile <sup>(5)</sup>. Solo a partire dagli anni novanta i contratti conclusi nelle operazioni di investimento del risparmio nel mercato mobiliare sono diventati contratti di massa, ponendo giurisprudenza e dottrina di fronte ad una serie di problemi ancora non sempre adeguatamente percepiti <sup>(6)</sup>.

È, dunque assolutamente fisiologico che in questa fase la giurisprudenza esibisca incertezze e contraddizioni.

VI. - D'altra parte, incertezze assolutamente analoghe a quelle sopra riscontrate in giurisprudenza, sono rilevabili in dottrina. Ed il tema della forma degli ordini di borsa è assai significativo sul punto.

Infatti, proprio a proposito dell'interpretazione dell'art. 23 tuf non può non registrarsi una singolare aporia all'interno della dottrina.

Per un verso, si da atto che la struttura letterale dell'art. 23 tuf è tale da richiedere la forma scritta, non per un singolo contratto determinato, ma per tutti “*i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento*”. Questa constatazione è stata formulata già all'indomani dell'entrata in vigore dell'art. 18, d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 <sup>(7)</sup>, che aveva una formulazione pressoché coincidente con l'attuale art. 23 tuf: non si è mancato, allora, di evidenziare l'ampiezza della formula adottata dalla nuova disposizione per designare i contratti soggetti alla forma scritta (“*contratti relativi ai servizi ...*”). In questa prospettiva occorre riconoscere che la formula utilizzata dal legislatore a partire dal 1996 è tale da comprendere tutti i contratti e gli atti (art. 1324 c.c.) stipulati dal risparmiatore con l'intermediario finanziario che si collochino nella sequela di negozi finalizzati a dar luogo al finanziamento delle imprese attraverso il risparmio privato (nel quale finanziamento, per l'appunto, consiste l'investimento), ossia la sequenza di atti destinati a sfociare nel c.d. “contratto di borsa” <sup>(8)</sup>.

---

<sup>5)</sup> Sull'evoluzione della disciplina del mercato finanziario v. COSTI, *Il mercato mobiliare*<sup>5</sup>, Torino, 2008, Cap. II; per cenni sulla disciplina dei contratti conclusi sul mercato mobiliare fino ai primi anni novanta v. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 15 ss.

<sup>6)</sup> v. sul punto G. LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di “strumento finanziario”*, Torino, 2008, spec. 13 ss., 214 ss.; e per alcuni accenni v. anche ID., *Le Sezioni Unite e la “dimensione evolutivamente assunta ... dell'assicurazione sulla vita”*, in questo sito e nel cartaceo in *Foro it.*, 2008, I, 2541.

<sup>7)</sup> v. ad es. GAGGERO, *Commento al d. lgs. n. 415/96*, in *I contratti*, 1996, 495 ss., 513.

<sup>8)</sup> su quest'ultima nozione v. recentemente DOLMETTA, MINNECI, *Contratti di borsa (ovvero dei mercati mobiliari regolamentati)*, in *Il diritto. Enciclopedia giuridica del sole 24 ore*, Milano, 2007, 4, 111 ss.

In particolare, l'ampiezza della formula introdotta con l'art. 18, d. lgs. n. 415/96, e successivamente confermata dall'art. 23 vigente, si conferma in tutta la sua evidenza se si confronta il predetto art. 18 con la normativa previgente, vale a dire con l'art. 6, lett. c, l. n. 1/91: il citato art. 6 della legge del 1991 disponeva che gli intermediari avrebbero dovuto “*stabilire i rapporti con il cliente stipulando un contratto scritto* nel quale [si sarebbe dovuto indicare] la natura dei servizi forniti, le modalità di svolgimento dei servizi stessi e l'entità ed i criteri di calcolo della loro remunerazione, nonché le altre condizioni particolari convenute con il cliente ...”.

A proposito del preesistente art. 6, l. sim, la dottrina ha rilevato come detta disposizione - nella parte in cui imponeva di “*stabilire i rapporti con il cliente stipulando un contratto scritto*” – ben potesse intendersi come volta a circoscrivere la necessità della forma scritta al solo contratto iniziale, dal momento che, per l'appunto, con tale contratto iniziale “si stabiliva” il rapporto col cliente <sup>(9)</sup>. Al contrario, si è osservato, questa stessa interpretazione mal si adatta alla disposizione introdotta nel 1996 (e poi ribadita nel 1998), la quale, col suo “riferimento ai *contratti relativi ai servizi* sembrerebbe aver imposto l'obbligo di forma scritta ai singoli negozi ... e non solamente all'accordo con cui si dà inizio al rapporto” <sup>(10)</sup>.

Malgrado tale premessa, si è dato luogo ad una sorta di “ortopedia interpretativa”, diretta di fatto a neutralizzare le novità presentate rispetto al passato dall'impianto legislativo oggi vigente. Si è, in pratica, circoscritto l'onere formale stabilito dall'art. 23 tuf esclusivamente al c.d. “contratto-quadro”, con la sola eccezione per il caso di operazioni c.d. “isolate”, ossia poste in essere occasionalmente, senza che l'intermediario abbia prima concluso con il cliente il “contratto-quadro” predetto.

Alla base di tale interpretazione restrittiva – per non dire: abrogante - è stata esplicitamente posta una ragione di politica del diritto, secondo la quale, se gli ordini dovessero necessariamente avere la forma scritta a pena di nullità, l'attività degli intermediari e dei mercati sarebbe eccessivamente

---

<sup>9</sup>) v. ad es. COLTRO CAMPI, *SIM (Società di intermediazione mobiliare e imprese di investimento nella prospettiva CEE)*, voce del *Digesto delle discipline privatistiche*, sez. comm., XIII, Torino, 1996, 493 ss., 499.

<sup>10</sup>) ROVITO, PICARDI, *Commento sub art. 18*, in *L'eurosim. D. lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Commentario* a cura di Campobasso, Milano, 1997, 134; e v. nello stesso senso ALPA, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, I, Padova, 1998, 256; ID., *Trattato di diritto civile*, I, cit., 722; ATELLI, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 204; ROMAGNOLI, *La protezione dei consumatori tra novella e disciplina speciale dei contratti bancari e finanziari*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 398 ss., 409.

rallentata, con ricadute negative sulla rapidità delle contrattazioni e più in generale sull'efficienza dei mercati <sup>(11)</sup>.

VII – L'orientamento di dottrina cui si è fatto riferimento in chiusura del § VI esibisce una debolezza di fondo, che si articola in due momenti tra loro connessi.

In primo luogo non sembra esservi stata adeguata riflessione né sull'effettiva portata del problema della forma degli atti nel mercato mobiliare, né sulle disposizioni ed i principi dettati in materia dalla normativa apicale di settore, vale a dire la disciplina comunitaria.

Invero, l'interpretazione dell'art. 23 tuf e la forma nella quale debbono essere redatti gli ordini di borsa, riguardano le modalità concrete di funzionamento del mercato mobiliare rispetto ai suoi attori essenziali: i risparmiatori. Si tratta, infatti, non solo e non tanto di stabilire quali e quanti moduli contrattuali debbano necessariamente essere presentati ai risparmiatori affinché essi li sottoscrivano, quanto piuttosto di stabilire quali tracce oggettive – ossia dotate di attendibilità in quanto formate non esclusivamente dall'intermediario o da suoi agenti (dipendenti o promotori finanziari), ma con la partecipazione del cliente - debbano necessariamente rimanere in ordine alle modalità di espletamento dei servizi di investimento da parte degli intermediari.

Non solo: questa esigenza di tracciabilità oggettiva del processo seguito dall'intermediario nell'espletamento dei servizi di investimento non è circoscritta ad una dimensione esclusivamente contrattuale, ossia rilevante esclusivamente sul piano dei rapporti bilaterali tra intermediario e cliente. Il profilo contrattuale, infatti – benché rilevante - deve essere coordinato con gli artt. 13, comma 6, dir. 2004/39/CE, e 7, Reg. Cee, n. 1287/2006 del 10 agosto 2006.

Di particolare interesse è, innanzi tutto, l'art. 7 Reg. cit. Esso dispone che l'intermediario “registra immediatamente” “qualsiasi ordine ricevuto da un cliente”, femandone, tra l'altro, le informazioni relative alla identificazione del cliente, allo strumento finanziario oggetto dell'ordine, alla

---

<sup>11</sup> ) cfr. ROVITO, PICARDI, *op. cit.*, 134; SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*<sup>3</sup>, Milano, 2000, 184 s.; SARTORI, *op. cit.*, 216 ss.; ANTONUCCI, *Frantumazione delle regole e rimedi nel rapporto fra banca e investitore*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2007, II, 68 ss.; non sembra pertinente associare a questo orientamento quanti hanno formulato analoghe osservazioni nel vigore della “legge Sim”, della quale già si è posto in luce il differente tenore letterale: ANNUNZIATA, 1993; R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 175.



quantità, al prezzo, nonché alla “*natura dell’ordine*” e al “*tipo dell’ordine*” stesso. A proposito del contenuto di questa disposizione deve avvertirsi che la “*natura dell’ordine*” ed il “*tipo dell’ordine*” – che, ai sensi della disposizione stessa, devono essere sempre compresi nella registrazione – sono nozioni tecniche ben precise e non prive di complessità (v. in proposito *considerando* n. 6 del Reg. Cee cit.).

La disposizione comunitaria appena richiamata è significativa sotto più profili. Essa, ad esempio, priva di fondamento l’argomento principale addotto dalla dottrina sopra riportata a sostegno dell’interpretazione restrittiva dell’art. 23 tuf, vale a dire l’argomento secondo il quale gli ordini sarebbero validi anche se formulati oralmente onde non rallentare eccessivamente l’operatività del mercato.

Questa asserzione è pienamente smentita dall’art. 7 cit. La disposizione, infatti, attesta che il legislatore comunitario non ritiene che speditezza ed integrità dei mercati finanziari possano essere inficiate da una registrazione meticolosa di “*qualsiasi ordine ricevuto da un cliente*” prima che l’ordine medesimo sia eseguito. Anzi, tanto poco le “registrazioni” in genere sono ritenute d’intralcio all’operatività e all’efficienza del mercato che lo stesso regolamento comunitario impone agli intermediari di procedere sia alla registrazione preventiva di cui all’art. cit., sia ad una seconda registrazione, successiva all’esecuzione dell’operazione (v. infatti art. 8, reg. cit.).

Subentra, a questo punto, l’art. 13, dir. 2004/39/CE, il quale nel comma 6 dispone che “*le imprese di investimento tengono, per tutti i servizi prestati e tutte le operazioni effettuate, registrazioni sufficienti atte a consentire all’autorità competente di controllare il rispetto dei requisiti previsti dalla presente direttiva e, in particolare di verificare che le imprese di investimento hanno adempiuto tutti gli obblighi nei confronti dei clienti o potenziali clienti*”.

L’art. 13 della direttiva 2004/39 esplicita i fini delle “registrazioni” comprese negli artt. 7 e 8 del regolamento del 2006. Esse devono essere “*atte a consentire ... di verificare che le imprese di investimento hanno adempiuto tutti gli obblighi nei confronti dei clienti o potenziali clienti*”.

Senonché, affinché questa “verifica” sia effettiva e non rimessa ad un “atto di fede”, alla “autoregolamentazione” della stessa impresa di investimento assoggettata a controllo – tutti i *media* del mondo sono pieni da diversi mesi dei risultati della “autoregolamentazione” degli intermediari finanziari e sotto questo profilo è prevedibile ed auspicabile un’inversione

dei motivi ispiratori della recente regolazione dei mercati finanziari <sup>(12)</sup>, dei quali, tra l'altro, vi è più di una traccia nella Mifid –, è necessario poter confrontare la “registrazione” confezionata dall'impresa medesima con l'ordine del cliente, il quale ordine, dunque, deve essere disponibile su un supporto idoneo a dar conto della effettiva provenienza dell'ordine stesso dal cliente anche per quanto riguarda i relativi contenuti.

Un'esigenza assolutamente analoga si determina in rapporto agli artt. 44, lett. *b* e *c*, e 47, lett. *b*, Dir. 2006/73/CE. Queste disposizioni stabiliscono la necessità che le imprese di investimento eseguano gli ordini dei clienti tenendo conto delle “caratteristiche” di ciascun ordine e delle “caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto” degli ordini stessi.

Anche in questo caso, dunque, si pone la necessità di confrontare – al momento delle verifiche richieste dal citato art. 13, dir. 2004/39 – la condotta tenuta dall'impresa nell'eseguire il singolo ordine impartito dal cliente con il contenuto dell'ordine stesso, onde poter verificare la congruenza delle azioni intraprese dall'impresa di investimento rispetto alla natura dell'ordine ricevuto. Anche in questo caso, dunque, è necessario escludere l'ammissibilità di un ordine orale in quanto esso per definizione non consente che le prescritte verifiche siano assistite da garanzie oggettive circa la loro efficienza.

VIII. – Le disposizioni comunitarie sopra passate in rassegna sono particolarmente utili ai presenti fini, dal momento che dai principi di fondo che le ispirano (“trasparenza”, “integrità del mercato”, “tutela degli investitori”: v. oltre agli artt. cit., *considerando* n. 44, dir. 2004/39/CE; *considerando* n. 9, reg. Cee, n. 1287/2006) consegue ragionevolmente la necessità che l'ordine del cliente sia raccolto in una forma tale che possano essere assicurati e verificabili sia la provenienza dell'ordine dal cliente, sia il contenuto dell'ordine stesso, che – come si ricorderà - può anche essere complesso (v. *supra* § VII).

Le predette disposizioni comunitarie sono rilevanti innanzi tutto al fine di una corretta interpretazione sia del non più vigente art. 30 Reg. Consob n. 11522/98, sia della disposizione che ha sostituito l'art. 30 cit.: mi riferisco all'art. 37, Reg. Consob n. 16190/07 oggi vigente. Inoltre, le richiamate disposizioni comunitarie consentono di sviluppare in modo particolarmente

---

<sup>12)</sup> V. per un quadro informativo sul punto CARABINI, in *Il sole24ore*, 10 ottobre 2008, pagg. 1 e 17.

pregnante alcune indicazioni provenienti dalla dottrina in tema di forma degli atti.

Per quanto riguarda il primo aspetto si è già rammentato come la giurisprudenza abbia ritenuto che la lett. c dell'art. 30 cit. – nella parte in cui prevede che “*il contratto con l'investitore deve: ... indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni*” – assegni alle parti – ossia sostanzialmente all'intermediario, che decide quale modulo in concreto adottare – la possibilità di incidere sul vincolo formale previsto dalla normativa di primo livello (v. § III).

Si dirà *infra* (§ X) del paradossale risultato di tale opzione interpretativa.

Qui è utile far presente come questa interpretazione non sia appropriata.

La lett. c dell'art. 30 reg. consob n. 11522/98 (ora art. 37, reg. consob n. 16190/07) non fa, infatti, riferimento alla *forma* degli ordini, intesa quale requisito ex art. 1325 n. 4 c.c. del particolare contratto in cui si sostanzia lo “ordine di borsa”. Piuttosto, la lett. c dell'art. 30 – e la corrispondente lettera dell'art. 37 - fanno riferimento alle “modalità” nelle quali si potrà sviluppare il dialogo tra cliente ed intermediario finanziario durante il rapporto. Più precisamente, quelle norme fanno riferimento agli strumenti di “multicanalità” che l'intermediario prevede di mettere a disposizione del cliente nel corso del rapporto con quest'ultimo.

In altre e più chiare parole, le clausole contrattuali richieste dalla lett. c degli artt. 30, reg. consob n. 11522/98, e 37 reg. consob. 16190/07 fanno riferimento alle modalità di prestazione “fuori sede” dei servizi di investimento non alla forma dei contratti.

In proposito, occorre rammentare come negli ultimi venti anni, grazie anche all'evoluzione tecnologica, il dialogo tra clienti ed intermediari finanziari non si sia sviluppato sul solo “canale” rappresentato dallo sportello, dal momento che allo sportello si sono affiancati gli ulteriori “canali” rappresentati dal telefono e da internet.

Diviene, così, chiaro che, con la clausola sottintesa nella lett. c dell'art. 30 reg. consob n. 11522/98, ora art. 37, reg. consob n. 16190/07, gli intermediari prospettano al cliente (e al tempo stesso si impegnano nei suoi confronti nel senso) che egli potrà valersi dei servizi della banca anche senza dover accedere fisicamente nei locali della banca stessa. Se si vuole, con queste clausole la banca deduce in contratto l'organizzazione che metterà a disposizione del cliente.

È improprio, però, ritenere che per tale via la banca possa incidere sui vincoli formali posti dalla legge (anche a livello comunitario), la quale, al più, può ammettere che il requisito formale sia soddisfatto con strumenti diversi dal documento cartaceo, ma non può consentire – come, invece, avviene a seguito dell’interpretazione qui non condivisa – che il vincolo formale sia di fatto rimesso alla discrezionalità dell’intermediario finanziario e, per tale via, sia destinato a recedere al livello della mera oralità.

In altre parole, come ammesso dalla stessa disciplina comunitaria (art. 39, dir. 2006/73) e da quella regolamentare interna (artt. 57 e 76, reg. Consob n. 16190/07), i rapporti tra clienti ed intermediari possono anche non essere necessariamente riprodotti su carta, purché essi siano comunque tracciati su “supporti duraturi”. Può, dunque, agevolmente argomentarsi che per la disciplina di settore il requisito della forma scritta è realizzato non solo quando il contratto è riprodotto in un documento cartaceo, ma anche quando esso è comunque contenuto in “supporti duraturi” quali possono essere la registrazione telefonica ed il documento informatico.

Sotto quest’ultimo profilo è utile rammentare che l’equivalenza tra documento scritto, registrazione telefonica e documento informatico non affiora nella disciplina di settore solo con la Mifid. Possono, infatti, ricordarsi i precedenti rappresentati sia dall’art. 29<sup>3</sup> reg. consob n. 11522/98, sia – esempio per certi versi anche più significativo in quanto tratto dalla normativa di primo livello – le modifiche a suo tempo apportate all’art. 21 lett. a tuf dall’art. 14<sup>1</sup>, lett. a, l. 28 dicembre 2005, n. 262, il quale ammetteva la comunicazione telefonica e lo strumento telematico come succedanei della forma scritta “*purché [fossero] adottate procedure che [assicurassero] l’accertamento della provenienza e la conservazione della documentazione dell’ordine*” (l’interpolazione è stata successivamente abrogata dall’art. 10<sup>6</sup>, l. n. 13 del 6 febbraio 2007, ma il riferimento è comunque significativo perché è confermato dalla richiamata disciplina comunitaria).

Quanto s’è detto fin qui a proposito della disciplina comunitaria consente di pervenire ad una prima conclusione: le formalità, richieste per sostanziare i rapporti contrattuali tra intermediari finanziari e clienti, sono rilevanti alla stregua della disciplina comunitaria stessa e ciò è sufficiente ad escludere che possano regredire al livello di forme volontarie, in ipotesi, pertanto, suscettibili di ammettere anche gli ordini orali.

IX. – Le considerazioni sopra svolte sono confermate da ulteriori deduzioni, che sono radicate nelle disposizioni comunitarie sopra passate in rassegna. Invero, le predette riposizioni comunitarie rinvennero singolare riscontro nei rilievi formulati in materia di forma degli atti dalla migliore dottrina privatistica. Quest'ultima – rifiutata una concezione della forma come elemento pertinente esclusivamente alla fattispecie dell'atto – ha sottolineato la caratura politica e sostanziale del formalismo sul rilievo che lo stesso interviene, a ben vedere, a comporre in un senso o nell'altro il conflitto di interessi sottostante alle singole fattispecie, con il fine di garantire la realizzazione degli interessi di volta in volta ritenuti preminenti <sup>(13)</sup>.

Si diceva come queste indicazioni siano perfettamente in linea e si integrino con la disciplina comunitaria sopra richiamata. A proposito di quest'ultima si è già detto che essa, in piena sintonia con la Costituzione italiana <sup>(14)</sup>, individua gli interessi preminenti – che devono di necessità essere tenuti presenti nell'interpretazione delle disposizioni sulla forma degli atti – nella “tutela degli investitori” e nella “integrità dei mercati”.

A questo punto, quando si tengano presenti i valori posti dalla normativa comunitaria e costituzionale alla base della disciplina del mercato finanziario, il tenore letterale dell'art. 23 tuf assume una portata difficilmente negoziabile.

Più precisamente, non è solo il tenore letterale della norma che induce ad assoggettare a forma scritta tutti i contratti comunque afferenti all'investimento (v. *supra* § VI). Invero, questo esito interpretativo dell'art. 23 tuf è rafforzato dall'applicazione dell'insegnamento dottrinale sopra riportato: infatti, solo la forma scritta – o comunque una forma idonea a raccogliere gli ordini con pari oggettività (quali possono essere la registrazione telefonica, che non sia, però, in qualche modo manipolabile dall'intermediario o la forma elettronica in grado di asseverare la provenienza dell'ordine dal cliente) - è idonea a realizzare quegli interessi di “trasparenza”, “integrità del mercato”, “tutela degli investitori”, che la norma comunitaria indica come prevalenti.

X. - In chiusura non può non registrarsi come le conclusioni appena attinte siano in linea con quella parte della dottrina che – proprio in nome degli interessi della tutela dei risparmiatori-consumatori e della integrità del

<sup>13</sup>) cfr. PERLINGIERI, *Forma dei negozi e formalismo degli interpreti*, Napoli-Roma, 1987.

<sup>14</sup>) Mi riferisco non solo all' art. 47 cost., ma anche agli artt. 2 e 3<sup>2</sup> cost.: sul punto rinvio ancora alle considerazioni svolte in *Autonomia privata e mercato dei capitali*, cit., spec. 159 ss.

mercato - rigetta sia l'interpretazione riduttiva (sopra accennata in § VI) del formalismo nel mercato finanziario, sia l'argomento principale addotto a sostegno di tale interpretazione.

Invero, l'idea di circoscrivere la forma scritta in base ad asserite esigenze di funzionalità del mercato- vale a dire un argomento che appartiene alla teoria del contratto del tardo ottocento <sup>(15)</sup> -, è stata severamente criticata da chi, al contrario, ha osservato che l'adozione della forma scritta e la sua generalizzazione sono assolutamente coerenti con l'odierna configurazione del mercato, quale insieme di regole e procedure volte anche a rendere trasparente e a controllare l'azione degli attori del mercato medesimo così rendendolo credibile e, dunque, efficiente: tra queste regole di trasparenza, di controllo e di ristrutturazione del mercato vi è anche l'onere della forma scritta <sup>(16)</sup>. Ed è assai significativo che posizione assolutamente analoga sia condivisa anche dagli economisti <sup>(17)</sup>.

In altre parole, questa dottrina conferma quanto si è affermato sopra. La decisione sulla forma degli atti non è di pura natura "tecnico-giuridica" (ammesso che vi siano effettivamente decisioni siffatte), ma politica in quanto direttamente incidente sugli interessi in conflitto tra risparmiatori ed intermediari.

Così, affermare – come talora si legge in giurisprudenza e dottrina – che sarebbe "*rimessa all'autonomia delle parti l'individuazione della forma da adottare*" a proposito degli ordini di borsa equivale ad *a)* affermare una cosa inesatta perché né la riportata normativa comunitaria, né l'art. 23 tuf rimettono alla "autonomia delle parti" una decisione su un aspetto tanto delicato e decisivo al fine di poter garantire un efficace sistema di controllo del mercato onde presidiare gli interessi sopra indicati; *b)* dimenticare che nei contratti intercorrenti tra intermediari finanziari e risparmiatori – al pari che in qualsiasi altra ipotesi di contrattazione di massa – la "autonomia delle parti" in materia di contenuto del contratto e di modalità di svolgimento di un servizio imprenditoriale si traduce nella sottoposizione al cliente del formulario unilateralmente predisposto dall'imprenditore; e pertanto quella affermazione equivale a *c)* assegnare all'intermediario finanziario che adotta il modulo, ossia proprio al soggetto che si intende assoggettare a controllo, la decisione in ordine agli strumenti a disposizione dei controllori!

<sup>15)</sup> v. riferimenti in LENER, *op. cit.*, 2 ss.

<sup>16)</sup> IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*<sup>3</sup>, Roma-Bari, 2004, 48; BARCELLONA, CAMARDI, *Le istituzioni del diritto privato contemporaneo*, Napoli, 2002, 282 s.

<sup>17)</sup> cfr. MCMILLAN, *Reinventing the bazar. A natural history of markets*, New York, 2003, 180 s.

Il che, come risultato di una politica del diritto orientata *per tabulas* alla tutela della controparte dell'intermediario, assume un sapore decisamente paradossale !

Del pari, affermare – come pure si afferma in dottrina e giurisprudenza - che l'ordinamento attuale confermerebbe “*la tradizionale qualificazione dell'ordine di borsa come contratto a forma libera*” equivale a sancire il fallimento delle riforme introdotte al fine di modernizzare il mercato dei capitali.

A tale proposito, non è inutile rammentare che, quando il mercato mobiliare era sostanzialmente elementare ed era disciplinato dagli usi di borsa, non sussistevano generalizzati obblighi di forma <sup>(18)</sup>, con la conseguenza che assai frequente era l'ordine verbale dato per telefono <sup>(19)</sup>. Ne segue che confermare – come pure si è scritto recentemente - “*la tradizionale qualificazione dell'ordine di borsa come contratto a forma libera*” significa dire che in materia ... *finora abbiamo scherzato!*, nel senso che sembra essere passata inosservata la “svolta epocale” <sup>(20)</sup> che ha rivoluzionato il mercato finanziario interno ed internazionale fin dagli anni “ottanta”: quasi trenta anni sembrano non essere stati sufficienti per comprendere i reali temi sottostanti la forma degli ordini di borsa, i quali – si ripete – non sono espressione né di astratte ugge dogmatiche, né di tardivi tentativi di imporre “*lacci e laccioli*” al mercato.

Al contrario, i temi sottostanti la forma degli ordini riflettono interessi assai corposi in conflitto tra loro, vale dire, da un lato

a) l'interesse degli intermediari finanziari a procedure operative e controlli meno stringenti, b) l'interesse degli stessi intermediari a minori costi per la conservazione e la gestione dei documenti cartacei e dei “supporti duraturi” contenuti gli ordini provenienti dai clienti, c) l'interesse degli intermediari a fruire di un favore processuale tanto importante, quanto assolutamente privo di supporto normativo: mi riferisco alla possibilità di provare il contenuto degli ordini dei clienti attraverso la testimonianza dei dipendenti, la quale è ammessa da un consistente orientamento giurisprudenziale malgrado i divieti ed i limiti posti dagli artt. 2721 ss. C.c.

---

<sup>18</sup> ) cfr. BALOSSINI, COLTRO CAMPI, *Gli usi di banca, di borsa e di leasing*<sup>2</sup>, Milano, 1980.

<sup>19</sup> ) cfr. Cass. 1 febbraio 2000, n. 1088, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2001, II, 415, con nota di LA SALA; nonché in dottrina BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da MESSINEO, XXXV, T. 2, Milano, 1969, 241.

<sup>20</sup> ) Così ONADO, *il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni 80*, in *Il diritto finanziario alla fine degli anni '80*, a cura di COSTI, Milano, 1990, 15 ss.

alla prova per testimoni dei contratti, quale è il c.d. ordine di borsa <sup>(21)</sup>. A questi interessi si contrappongono

*aa)* l'interesse dei risparmiatori alla documentazione delle loro decisioni in ordine alle operazioni "ordinate" agli intermediari, *bb)* l'interesse al controllo e alla tracciabilità dei rapporti tra intermediari e risparmiatori, e dunque *cc)* l'interesse alla integrità del mercato.

La scelta tra questi interessi in conflitto è già stata fatta dal legislatore comunitario allorché ha indicato "trasparenza", "integrità del mercato", "tutela degli investitori" quali fondamenti del diritto comunitario del mercato finanziario.

Non dovrebbero, dunque, darsi dubbi in ordine alla necessità che – per esprimerci nei termini volontaristici cari alla dottrina tradizionale - la volontà dei risparmiatori, espressa nello "ordine" da loro effettivamente impartito, sia raccolta a pena di nullità su un documento cartaceo ovvero su un "supporto duraturo" di altro tipo.

Questa conclusione è ulteriormente rafforzata dalla modifica apportata all'art. 23 tuf a seguito del recepimento della Mifid. Invero, nella struttura attualmente vigente, l'art. 23 tuf dispone che "i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera f), e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto".

Nell'ambito dei contratti "relativi", ossia connessi, afferenti "alla prestazione dei servizi di investimento", l'attuale testo dell'art. 23 tuf sembra, dunque, testualmente ammettere una sola eccezione <sup>(22)</sup>: il contratto relativo al servizio di consulenza, vincolando, pertanto, alla forma scritta tutti gli altri contratti, ivi compreso il contratto nel quale consiste l'ordine di borsa.

---

<sup>21</sup> ) Sulla natura contrattuale dello "ordine di borsa" v. per tutti BIANCHI D'ESPINOSA, *op. cit.*, 227 ss.; CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 71; COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Gastone COTTINO, VIII, Padova, 2004, 242. La conclusione è condivisa dalla giurisprudenza assolutamente dominante.

<sup>22</sup> ) Eccezione – è bene sottolinearlo - assai discutibile ed immotivata anche dal punto di vista degli stessi intermediari finanziari: rinvio, in proposito, al mio scritto *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di "consulenza in materia di investimenti"* (art. 1, comma 5, lett. f, d. lgs. n. 58/98, in questo sito e corso di stampa su *Contratto e Impresa*.