

LEZIONE 2

I CONTRATTI DI BORSA COME STRUMENTI FINANZIARI NEL CODICE CIVILE

1) La nozione di contratti di borsa.

Tra gli strumenti finanziari di cui all'**art.1, comma II, lett. f) – i)** del TUF, devono essere certamente inclusi alcuni di quelli che la dottrina commercialistica definiva tradizionalmente contratti di borsa, sicché alcune delle locuzioni del Testo Unico come “contratti a termine”, “contratti d'opzione”, nonché quella “contratti di scambio a pronti¹”.

La nozione più ampia di contratti di borsa è stata dettata, a suo tempo, a fini fiscali, per definire l'ambito di applicazione dell'imposta da corrispondersi con la redazione del contratto su appositi foglietti bollati². La definizione contratti di borsa, ai fini di tale disciplina, indicava “*i contratti, siano fatti in borsa o anche fuori borsa, tanto per contanti quanto a termine, a fermi, a premio o di riporto, ed ogni altro contratto conforme agli usi commerciali di cui formano oggetto i titoli di debito dello Stato..., le azioni e le obbligazioni di società..., e in generale qualunque titolo di analoga natura, sia nazionale, sia estero, siano o non quotati in borsa*”.

La categoria così individuata è di scarsa utilità **al fine di delimitare l'ambito di applicazione** della disciplina primaria e secondaria sui mercati regolamentati. Per questo, sembra più utile definire i **contratti di borsa** contratti conclusi a mezzo di intermediari finanziari professionali, aventi ad oggetto titoli quotati in borsa o sul mercato ristretto (attualmente EXPANDI), anche se conclusi fuori borsa. Per analogia, o per volontà delle parti (espressa o tacita) possono essere considerati come tali anche contratti conclusi a mezzo d'intermediari professionali su titoli non quotati, purché

¹ Adesso il TUF prevede esclusivamente l'assunzione “a fermo” degli strumenti finanziari, solo implicitamente ammettendo altre modalità di negoziazione (art. 1, comma V, lett. c) e *c-bis*).

² Secondo la definizione presente nell'art.1, del Regio Decreto 30 dicembre 1923, n. 3278.

appartenenti ai tipi di titoli suscettibili di quotazione secondo le norme vigenti (dunque azioni e obbligazioni, ma non i cc. dd. *titoli atipici*). Qualunque persona capace di obbligarsi può stipulare contratti di borsa in senso lato, anche se, ai fini dell'applicabilità di certe norme legislative o secondarie, almeno una delle parti deve essere un intermediario di borsa.

2) I contratti a mercato fermo; caratteri generali della compravendita di borsa.

Le obbligazioni, i titoli di Stato e, in genere, tutti i titoli a reddito fisso, vengono trattati (e quindi quotati) in borsa per contante. Le obbligazioni convertibili in azioni, invece, possono essere trattate sia per contante che a termine. I ***contratti a mercato fermo*** si caratterizzano per il fatto che *i termini del rapporto obbligatorio tra le parti sono fissati in modo definitivo nella manifestazione di volontà realizzata al momento della stipulazione del contratto*. Viceversa, nei ***contratti a premio*** – detti anche ***a mercato libero*** – il pagamento del c.d. “premio” consente di non dare esecuzione al contratto – ovvero attribuisce altre facoltà – in funzione di un'evoluzione del mercato sottostante che rende alla scadenza non conveniente l'esecuzione nei termini pattuiti al momento della stipulazione).

A) I contratti “a pronti”: la compravendita di borsa per contanti. La compravendita di borsa “a pronti” (o per contanti), in realtà, non comporta lo scambio dei titoli contro prezzo all'atto della contrattazione: essa costituisce comunque una compravendita a termine (sia pure molto breve) di strumenti finanziari trattati per genere e quantità. La consegna e il pagamento, infatti, devono avvenire, secondo il Regolamento di Borsa vigente, il terzo giorno di borsa aperta successivo alla contrattazione. Tale regolamento dispone che al prezzo fissato in contratto devono essere aggiunti (per le obbligazioni e i titoli di Stato) gl'interessi calcolati giornalmente

dall'ultimo distacco di cedola risultante dal listino ufficiale fino al giorno di liquidazione del contratto.

B) Segue: la compravendita per contante a giorni: era un tipico contratto di borsa, previsto e disciplinato dagli usi, anche se attualmente trova un'utilizzazione alquanto circoscritta. Anche questa compravendita, malgrado la denominazione ("per contanti"). Esso costituiva in realtà un particolare contratto a termine. La particolarità rispetto alla vendita di borsa per contante è costituita dalla liquidazione (vale a dire l'adempimento) deve intervenire entro il termine massimo di 10 gg. di borsa aperta (corrispondenti esattamente a 2 settimane) successivi al giorno di conclusione del contratto. Entro tale termine il compratore è tenuto ad accettare consegne parziali (con il pagamento del prezzo corrispondente), purché nei quantitativi minimi (lotti) di trattazione di ciascun titolo.

C) I contratti a termine (compravendita di borsa a termine).

Occorre anzitutto precisare che i contratti di borsa a termine, pur appartenendo al *genus* della **compravendita a termine di titoli di credito** disciplinata da codice civile (**artt.1531 ss. c.c.**) se ne differenzia per diverse particolarità, consistenti anzitutto nella **periodicità mensile**, che si traduce nella **scadenza**, fissata in modo uniforme dal calendario ufficiale di borsa per tutte le compravendite a termine concluse (in borsa) durante un certo periodo, periodo che va usualmente dal giorno successivo a quello dei riporti di un certo mese al giorno dei riporti del mese successivo. La **liquidazione unitaria**, nello stesso giorno, a mezzo stanza di compensazione, di tutti i contratti conclusi da ciascun associato (alla stanza) in un dato periodo, consente a ognuno degli operatori di addivenire alla **liquidazione di tutti i contratti conclusi sul medesimo titolo per differenza** (cioè facendo la somma algebrica dei titoli – della stessa specie – comprati e

di quelli venduti, con il conseguente obbligo di consegna o di ritiro della differenza tra gli stessi; e facendo altresì la somma algebrica delle somme a credito e a debito relative a tutti i contratti conclusi su qualunque titolo nel medesimo periodo, con il conseguente credito o debito per il saldo risultante una volta operata la compensazione fino a concorrenza). Altra particolarità consiste nella ***possibilità di vendere allo scoperto (in previsione di un ribasso del titolo)***, cioè *senza avere, al momento della conclusione del contratto, la proprietà dei titoli da consegnare alla scadenza*, in relazione alla possibilità correlativa di “coprirsi” acquistandoli per la medesima scadenza, nel periodo intermedio, ad un prezzo inferiore (se le previsioni sull’andamento del mercato si rivelano esatte). Viceversa, è altresì possibile ***acquistare allo scoperto (in previsione di un rialzo del prezzo del titolo)***, *senza disporre attualmente del denaro necessario per pagare alla scadenza*. E’, inoltre, possibile ***rinvviare di mese in mese (se l’andamento del mercato non ha – ancora – rispettato le previsioni) il pagamento dei titoli acquistati, o la consegna dei titoli venduti, prendendoli o dandoli in riporto alla scadenza***. Dalle considerazioni appena proposte emerge chiaramente ***l’essenzialità del termine di liquidazione fissato dal calendario di borsa***. L’identità del termine di scadenza per tutti i contratti conclusi in borsa nel medesimo periodo fa sì che, quanto ai diritti accessori sui titoli, si deroghi alle norme dispositive del codice per la compravendita a termine: *il C. di A. della SGM* (già Comitato degli agenti di cambio) *stabilisce il giorno* (solitamente fissato all’inizio del rispettivo mese di borsa) *dal quale i titoli vengono trattati ex cedola o ex opzione* (cioè, quando non sono più compresi nel titolo la cedola per la riscossione dei dividendi ovvero, rispettivamente, il diritto d’opzione) *nonostante il diverso*

giorno che possa essere stato fissato dalla società per lo stacco della cedola o l'esercizio del diritto d'opzione.

D) I contratti a termine su titoli compiuti senza formalità: *sono contratti a termine conclusi senza il tramite di intermediari finanziari (agenti di cambio, SIM, banche, SGR, ecc.), o senza rispettare le formalità prescritte (cioè – all'epoca – senza utilizzare i fissati bollati).* Mentre i rapporti contrattuali in questione sono regolati nel loro funzionamento dalle norme dettate per i contratti di Borsa, evidentemente *a essi è inapplicabile la disciplina sulla liquidazione coattiva di Borsa*, ricorrendosi invece alle disposizioni di cui agli **artt.1515-1516 c.c.**

E) Il contratto differenziale: è un particolare contratto a mercato fermo a termine, con il quale le parti si obbligano non già alla consegna al termine stabilito, ma alla liquidazione della differenza tra il prezzo fissato al momento della stipulazione del contratto e quello corrente alla scadenza del termine. Evidentemente, l'obbligazione di pagamento incomberà su quella delle parti sulla quale ricada l'effetto negativo della variazione dei prezzi realizzata sul mercato (il venditore, nel caso di aumento dei prezzi, il compratore in caso di diminuzione). E' l'effetto realizzabile anche con la stipulazione di due contratti a termine contrapposti (dove, cioè, la parte acquirente nel primo si rende venditrice nel secondo e viceversa). Si è lungamente disputato in dottrina circa l'ammissibilità del contratto differenziale nel nostro ordinamento, ritenendolo un contratto dove la natura speculativa tende a sconfinare nell'aleatorietà del contratto, rendendolo così assimilabile a una scommessa.

F) Futures, swaps e options (si rimanda alle lezioni 5-7).

3) I contratti a mercato libero o a premio.

A) I contratti a premio con facoltà semplice: costituiscono delle pattuizioni complesse, dove alla compravendita di borsa si aggiunge la stipula di un contratto di opzione (secondo la terminologia anglosassone, *options*) per cui una delle parti, a seguito della corresponsione alla controparte di un corrispettivo detto *premio*, acquisisce la facoltà di modificare la propria posizione contrattuale (in senso qualitativo o quantitativo) secondo l'opportunità legata ad una evoluzione del mercato (che, ad es., segue un andamento diverso da quello presupposto al momento della stipula della compravendita). E' possibile così distinguere:

- I) il contratto “*don't*” (o “*call*”): è il contratto il quale il compratore acquisisce la facoltà di scegliere se ritirare il quantitativo di titoli pattuito al prezzo base maggiorato del premio, o pagare semplicemente il premio (senza ritirare i titoli);
- II) il contratto “*put*”: il venditore si riserva la facoltà di consegnare il quantitativo pattuito al prezzo base decurtato del premio, o pagare il premio (senza consegnare i titoli);

B) I contratti a premio (*options*) con facoltà multipla

- I) il contratto “*stellage*”: il compratore acquisisce la facoltà di ritirare o, alternativamente, di consegnare il quantitativo di titoli pattuito, rispettivamente pagando il prezzo base maggiorato del premio, ovvero ottenendo lo stesso prezzo decurtato del premio;
- II) il contratto “*strip*”: il compratore ha la facoltà di ritirare il quantitativo pattuito al prezzo base maggiorato del premio, oppure di consegnare il doppio del quantitativo pattuito al prezzo base decurtato della metà del premio;
- III) il contratto “*strap*”: il compratore acquista la facoltà di ritirare il quantitativo pattuito al prezzo base maggiorato del premio,

oppure di consegnare la metà del quantitativo pattuito al prezzo base decurtato del doppio del premio;

IV) il contratto “*noch*”: il contenuto del contratto è un’opzione che consente al contraente, verso il pagamento di un premio, di scegliere di dare esecuzione al contratto in misura multipla (doppio, triplo, ecc.) rispetto a quella pattuita.

4) Il riporto.

Oltre alle previsioni civilistiche³, si fa rinvio a quelle del CAP (Codice delle Assicurazioni Private) e alle previsioni nella normativa secondaria, adottate dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB (v. Lez. 4).

5) I diritti e gli oneri inerenti ai titoli oggetto del contratto (Artt.1531-1534).

Dal momento che i contratti di borsa costituiscono *vendite di genere* aventi ad oggetto solitamente titoli "di massa"⁴, e la *specificazione* degli strumenti finanziari oggetto del contratto ha luogo al momento della consegna (nei giorni stabiliti a tal fine dal calendario di borsa), il codice regola specificamente la sorte (cioè l'imputazione) dei diritti e obblighi derivanti dal titolo venduto, nel periodo che va dalla conclusione all'esecuzione del contratto (dal momento che, mancando l'individuazione dell'oggetto del contratto, non è applicabile l'art.1477 c.c.). Si riafferma il principio generale per cui ***i diritti e gli obblighi spettano al compratore fin dal momento del contratto, fatta eccezione per il diritto di voto, che sarà esercitato (eventualmente) dal venditore fino al momento della consegna.***

³ Vale a dire gli artt. 1548-1551 c.c. su cui si tornerà nella lezione 4.

⁴ Si parla di titoli di massa quando questi sono diffusi in misura rilevante tra gli investitori o sono quotati su mercati regolamentati. La definizione assume rilevanza perché l'entità della circolazione dei titoli spiega l'interesse che per gli stessi esprimono sia il Legislatore che il Regolatore, attraverso un cospicuo numero di disposizioni sia primarie che secondarie.

6) L'esecuzione coattiva di borsa (cfr. *Art.1536 c.c.*).

Essendo essenziale il termine, nei contratti di Borsa il mancato adempimento nel termine stabilito costituisce inadempimento contrattuale, attribuendo al contraente *in bonis* il diritto di avvalersi non solo dei rimedi di cui agli artt.1515-1516 c.c., ma anche della c.d. liquidazione coattiva di borsa (che, pur rappresentando solo una speciale applicazione di quella disciplina, si rivela di fatto un mezzo di tutela più rapido ed efficace): *dev'essere richiesta al C. di A. di Borsa Italiana S.P.a. entro il 4 giorno successivo alla scadenza del contratto ; il C. di A., accertata l'esistenza dei presupposti legali, realizza l'esecuzione coattiva del contratto rilasciando, per la differenza tra il pattuito e il realizzato, un **certificato di credito** che costituisce titolo esecutivo verso la parte inadempiente.*

I CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO NEL TESTO UNICO DELLA FINANZA (T.U.F.)

1) Premessa: l'Art. 23 T.U.F.

La disciplina dei “*contratti d'intermediazione finanziaria*” dettata dal d.lgs. n.58/98 non solo ricalca in modo abbastanza fedele le disposizioni del d.lgs. n.41/596, ma neppure stravolge, nelle linee di fondo, la riforma risalente alla L. n. 1/1991. Il sistema, infatti, resta ordinato secondo dei principi generali finalizzati all'obiettivo (indicato nell'**art.5, comma I, T.U.F.**) della “*trasparenza e correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli'investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario*”, dove i piani della tutela degli'investitori e della stabilità dei mercati s'intersecano profondamente. Su queste basi si sviluppa l'idea di una tutela diretta ed indiretta dell'investitore, come momenti inscindibili dello stesso fenomeno.

L'esigenza di apprestare un'adeguata protezione, in sede contrattuale, dell'interesse degli investitori, era già stata espressa nel “considerando n. 31” dalla Direttiva 932/CE sui servizi d'investimento e recepita prima nel D. lgs. n.415/96, poi nel T.U.F., indicando la necessità di graduare, il livello di protezione in corrispondenza del reale (e variabile) bisogno di tutela del singolo investitore.

I principi cui è informata la nuova disciplina dei contratti d'intermediazione finanziaria ha riguardo a regole di comportamento imposte agli intermediari, alla garanzia di un'oggettiva e immediata rappresentazione del contenuto del negozio offerta con una puntuale regolamentazione delle modalità di redazione dello stesso (sul presupposto che *la forma rappresenti “il miglior veicolo d'informazione del contraente più debole”*), e infine alla incisiva compressione dell'autonomia privata realizzata attraverso l'imposizione di un “contenuto minimo” del regolamento contrattuale. Anche in relazione a tali aspetti, comunque, è evidente il passaggio da una regolazione tramite normazione primaria (secondo quanto previsto dall'**art.6, comma I, lett. c), L. n.1/1991**) alla regolamentazione con norme rimesse all'Autorità di vigilanza (v. il combinato disposto dell'**art.6, comma II, lett. b)** e dell'**art. 23, T.U.F.)** in tema di contenuto minimo del contratto.

2) Coordinamento con il T.U.B.

È evidente che la disciplina dei contratti d'intermediazione finanziaria dettata dalla L. n.1/1991 è stata rimodellata dal T.U.F. tenendo presente l'analoga riscrittura dei contratti bancari operata dal T.U.B., risolvendo i problemi di asimmetria disciplinare riscontrati con il sopravvenire del d. lgs. n. 385/93 alla legge SIM: infatti la (nuova) legge bancaria aveva un ambito d'applicazione determinato su *base soggettiva*, a differenza della L. n.1/1991 (che ricorreva, invece, a un *criterio*

“*oggettivo*”). Ne derivavano incertezze interpretative, per la concorrente applicabilità, ai contratti d’intermediazione mobiliare conclusi dalle banche, di entrambe le discipline, dai contenuti non coincidenti (ad es., mentre la legge SIM sanzionava la violazione delle proprie norme con la nullità *tout court* dei contratti, il T.U.B. introduceva la categoria della *nullità relativa*).

Dunque, l’**art. 23, IV comma, T.U.F.**, affronta la questione rivedendo l’ambito d’applicazione delle norme dettate dal T.U.B. in tema di contratti conclusi dalle banche, e stabilisce che l’applicazione di quelle norme è circoscritta ai contratti conclusi sì dai soggetti indicati dal D.lgs. n. 385/93, ma con riguardo a servizi diversi da quelli d’investimento e da quello (accessorio) di consulenza in materia d’investimenti in strumenti finanziari.

3) “Servizi e attività d’investimento” e “servizi accessori”: il profilo contrattuale. Modalità di conclusione del contratto.

L’art. 23 TUF, dunque, è diretto a disciplinare i “contratti relativi alla prestazione dei servizi d’investimento ed accessori” (senza con ciò distinguere tra un eventuale “accordo-quadro” e i singoli negozi attuativi), prevedendo per i contratti relativi alle due tipologie di servizi una disciplina comune (con la conseguenza immediata dell’applicazione, anche ai contratti inerenti la prestazione di servizi accessori, del requisito di forma scritta).

Per quanto concerne le modalità di conclusione del contratto, l’**art. 23, comma I**, dispone (conformandosi prima alla previsione dell’art.117, comma I, TUB, poi a quella omologa dell’art.18, comma I, d.lgs. n. 415/96) che esso sia redatto in forma scritta, e che un esemplare sia consegnato al cliente.

Tale consegna può avvenire anche in un momento successivo alla stipulazione e l'innovazione risulta opportuna specie in considerazione della prassi orientata verso una “negoziazione virtuale” che, in quanto tale può prescindere dalla simultanea presenza fisica dei contraenti (è il caso dei contratti conclusi per via telematica).

4) La forma del contratto.

La seconda parte dell'**art. 23, I comma**, statuisce che “la Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni tecniche o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma”.

Quanto alle “*motivate ragioni tecniche*” il caso principale è costituito dai contratti conclusi per via telematica o, comunque, a distanza.

Anche la “*natura professionale dei contraenti*” rileva per giustificare l'intervento regolamentare della CONSOB inteso a consentire deroghe all'obbligo di forma scritta: la prescrizione, in tal modo, tiene conto di una realtà in cui le contrattazioni tra soggetti che operano (entrambi) su mercato dal versante dell'offerta di strumenti finanziari avvengono secondo schemi che progressivamente si allontanano da quelli tradizionali. La *ratio* di questa previsione, dunque, sembra essere semplicemente quella di semplificare in taluni casi le (forme delle) negoziazioni, consentendo il ricorso a modalità applicative anche molto sofisticate sul piano tecnologico, ma non autorizza in alcun modo interpretazioni che ridondino in modo intollerabile a scapito di una determinata categoria di contraenti (ad es., gli agenti di cambio – trasformando una data qualità giuridica in fattore di svantaggio – ove agiscano a fini d'investimento del proprio patrimonio personale): il contratto concluso da un contraente “professionale” potrà anche essere

rivestito di una forma diversa da quella scritta, ma tale in ogni caso da consentire l'oggettiva ed immediata rappresentazione del contenuto del negozio.

Riguardo all'ultima parte dell'**art.23, I comma**, T.U.F. (che dispone come "*nei casi d'inosservanza della forma prescritta il contratto è nullo*"), la previsione della sanzione della nullità in caso d'inosservanza della forma prescritta implica due precise indicazioni precettive: da un lato, che misura punitiva si applica non solo nei casi (ordinari) in cui è prevista la forma scritta, ma anche nelle ipotesi in cui la forma da adottare è quell'altra definita con regolamento dalla Consob; d'altro canto, che la forma prescritta per i contratti relativi a servizi d'investimento e accessori è *forma ad substantiam*, poiché per il tramite della sua previsione s'intende perseguire interessi non individuali (riassunti nell'espressione "tutela degli investitori").

5) La nozione di cliente.

L'art. 23 richiede una puntualizzazione anche in riferimento al significato da riconoscere all'espressione "cliente", che ivi s'adopera per indicare il fruitore dei servizi e attività d'investimento o accessori erogati. È noto che negli ultimi tempi diverse normative, per gran parte d'origine comunitaria, hanno introdotto nel nostro ordinamento la categoria soggettiva, d'ordine tecnico, del "**consumatore**", definito come la persona fisica che agisce per scopo estraneo all'attività professionale o d'impresa eventualmente svolta, e che, in quanto tale, si presume in condizione di debolezza strutturale nei confronti dell'altra parte, qualora essa agisca, invece, nell'esercizio della propria attività imprenditoriale o professionale.

Nell'ambito della normativa del TUF, la tutela del consumatore si giustifica in quanto, trattandosi di vicende negoziali ad elevato contenuto tecnico intrinseco, occorre tutelare colui che è ragionevole pensare abbia

con esso minore dimestichezza rispetto all'altro che offre un simile, sofisticato servizio. Tra le parti, in sostanza, sussiste un “divario strutturale”, che pone uno dei contraenti in una posizione oggettiva di debolezza (dipendente non solo dal deficit informativo normalmente a carico del consumatore, ma anche dalla mancanza di quelle competenze tecniche indispensabili ad una compiuta valutazione dell'investimento).

Ad ogni modo, *nel TUF, la nozione di cliente risulta per certi versi più ampia e comprensiva, per altri invece più ristretta rispetto al concetto di consumatore*. Infatti, da un lato essa comprende anche soggetti diversi dalle persone fisiche, mentre dall'altro sembra aver riguardo esclusivamente alla dimestichezza del singolo contraente con l'attività d'investimento, non riferendosi allora genericamente all'attività imprenditoriale o professionale che il soggetto può svolgere.

Dunque, *la locuzione “cliente” indica la parte del contratto d'intermediazione finanziaria diversa dall'intermediario*, quando si tratta della prestazione di servizi d'investimento o accessori disciplinata dal TUF.

Nella categoria dei soggetti in relazione ai quali è appropriato l'uso dell'espressione “cliente” sembrano ricompresi:

- a) i contraenti la cui particolare “natura professionale” (art. 23, comma I) consente di ricorrere a forme diverse da quella scritta per la redazione del contratto;
- b) gli “investitori professionali”, che, in quanto tali, degradano l'offerta fuori sede ad attività non più soggetta alla relativa disciplina (cfr. art. 30, comma II);
- c) gli “operatori qualificati”, ai quali non si applicano tutte le disposizioni regolamentari sulla prestazione di servizi d'investimento ed accessori, salvo che non sia diversamente stabilito dalla legge, ovvero dalle parti (ma con apposito accordo);

d) i contraenti “comuni”, non inquadrabili nelle classi predette, con riguardo ai quali l’unica forma contrattuale ammessa è quella scritta, e l’offerta fuori sede – di cui sono innaturali destinatari – resta soggetta alla disciplina naturale. Nell’ambito di questa categoria una disciplina specifica si applica alle *controparti qualificate*. Esse corrispondono ai contraenti comuni che, in ragione delle specifiche esperienze e delle caratteristiche quali-quantitative del loro portafoglio titoli, consentono all’intermediario di disporre una “profilatura” differente rispetto a quella propria degli altri contraenti comuni⁵.

Le categorie dei contraenti, dal versante della domanda di servizi d’investimento e accessori, che il TUF prende in considerazione all’art. 23, in definitiva risultano essere due:

- I) la prima (che ricomprende i soggetti di cui alle *lett. a) – c)* del precedente elenco);
- II) la seconda, corrispondente alla classe di soggetti indicati alla *lett. d)*.

Tale classificazione è il frutto di una mera constatazione: come ripetutamente rilevato, la Direttiva 93/22/CE sui servizi d’investimento, elevando a principio generale della disciplina dell’intermediazione finanziaria la tutela degl’investitori, invitava i legislatori nazionali ad articolare (e differenziare) la disciplina del settore in funzione delle varie esigenze delle differenti categorie d’investitori, e delle loro diverse esperienze professionali: in primo luogo la disciplina contrattuale deve graduare il livello di protezione dell’investitore a seconda delle variabili necessità.

Peraltro, la contrapposizione delle due categorie di clienti degl’intermediari non è totale: molte norme recenti (tra cui non solo discipline “speciali” – perché di settore – come il T.U.B., ma anche norme

⁵ È chiaro che il cliente potrebbe non accettare di essere trattato in modo differente rispetto ad un contraente comune. Tuttavia, all’intermediario, in questo caso, resterà la sola scelta di non contrattare con il cliente a condizioni ritenute eccessivamente svantaggiose.

“generalisti” come l’art.1469/*bis* c.c.) hanno sovrapposto alla disciplina generale dei contratti (con riguardo a specifiche materie) delle norme che, invece di surrogarsi a quelle codicistiche, si applicano in via aggiuntiva, avendo come scopo la tutela del contraente “debole”. L’ambito d’applicazione delle norme in discorso è stato in genere definito secondo un criterio soggettivo, cioè in base ai caratteri di una delle parti del rapporto negoziale, identificata con il modello legale di “consumatore” di volta in volta rilevante. Conseguentemente, dove non si ravvisino tali caratteri soggettivi, essendo inapplicabile la disciplina “speciale”, occorre riferirsi unicamente alla normativa codicistica.

Da questo punto di vista, la disciplina dei contratti d’intermediazione finanziaria dettata dal d.lgs. n.58/98 rappresenta un modo innovativo di tutela del cliente: gli **artt. 21 ss**, TUF, restano applicabili anche se nessuna delle due parti è riconducibile al modello del “consumatore” (ovvero del contraente “comune”): nell’art.23, ad eccezione delle prescrizioni relative alla forma del contratto, la disciplina è la stessa, a prescindere dalla circostanza che il cliente abbia o meno “natura professionale”. In definitiva, la disciplina dei contratti d’intermediazione finanziaria si distingue nel nostro ordinamento giuridico perché, diversamente da altre normative che si pongono come “aggiuntive” rispetto alla disciplina di diritto comune (costituita dalle regole codicistiche in tema di contratto), la sua applicazione non è totalmente esclusa con riguardo ai soggetti che, in un diverso settore d’attività, non avrebbero potuto usufruire (per le loro caratteristiche e qualità) delle garanzie legali accordate ai consumatori. Ciò sembra dovuto, in larga misura, all’*elevato contenuto tecnico intrinseco* all’attività d’intermediazione finanziaria che, ponendo questioni oggettivamente ulteriori rispetto ai profili dell’equilibrio giuridico del contratto, rendono meno immeritevole di protezione il contraente “comune”.

6) Riflessi sul modo d'applicazione dell'art. 1469/bis comma II, cod. civ., nel caso di contratti d'intermediazione finanziaria.

Una conferma di quanto in precedenza sostenuto sembra venire dall'esame dell'**art.1469/bis cod. civ.** che (pur riesumando, al **comma VI**, in maniera del tutto improvvida, la categoria ormai obsoleta dei “*valori mobiliari*” – nella misura in cui si riferisce a contratti aventi ad oggetto “valori mobiliari, strumenti finanziari e altri prodotti o servizi...”) al **comma IV** dimostra chiaramente d'indirizzarsi anche ai contratti d'intermediazione finanziaria, anche se in precedenza (al **comma I**), aveva fatto rinvio alla regola generale per definire il proprio ambito di applicazione limitandolo ai contratti conclusi tra un professionista e un consumatore.

Dal momento che la nozione di “consumatore”, di cui all'art.1469, II comma, c.c., si attaglia certamente al contraente “comune”, ma non s'adatta agli investitori professionali, ne risulta che i contratti d'intermediazione finanziaria sono soggetti ad una disciplina piuttosto articolata e così riassumibile:

1. la ***disciplina codicistica in tema di contratto***, applicabile a prescindere dai caratteri delle parti del negozio diverse dall'offerente;
2. ***le norme del D.lgs. n.58/98***, che s'applicano sia ai contratti conclusi tra l'intermediario offerente e i *contraenti “comuni”*, sia a quelli stipulati dal primo con gli *investitori professionali*, ma in misura diversa nei due casi;
3. gli ***artt.1469/bis ss. cod. civ.***, applicati solo ai contratti conclusi tra l'offerente “professionista” e i contraenti “comuni”.

Questa ricostruzione evidenzia che, sul piano funzionale, le norme del TUF si caratterizzano per la particolare attenzione non già al profilo del contenuto del contratto, bensì soprattutto a quello della “**trasparenza**”

contrattuale” (capace di garantire “*immediata ed oggettiva certezza del contenuto negoziale*”), per la particolare importanza riconosciuta alla stessa nell’ottica della tutela degli investitori.

Il rovescio di questa esigenza di trasparenza è rappresentato dall’imposizione a carico dell’intermediario di una serie di obblighi a contenuto informativo (non solo quello di redigere il contratto in forma scritta – o, comunque, non orale –, ma anche di consegnarne copia all’investitore), da assolvere soprattutto in sede di conclusione e redazione del contratto a vantaggio di tutte le categorie d’investitori, espressione del superiore *principio di consapevolezza delle scelte d’investimento (o disinvestimento)*.

Quanto poi all’interpretazione dell’art.1469/*bis* c.c. e alla sua possibile applicazione ai contratti d’intermediazione finanziaria, evidentemente il giudice chiamato ad applicare tale norma dovrà anzitutto stabilire se il soggetto che assume di aver subito l’effetto di clausole vessatorie corrisponde al modello astratto di consumatore (*ex* art.1468/*bis*, II comma). È tuttavia possibile verificare l’emersione, nella prassi contrattuale al vaglio della giurisprudenza recente, di una tendenza a inserire, in sede di predisposizione (spesso unilaterale) del contenuto dei contratti la precisazione (a volte anche macroscopicamente difforme dalla realtà) che l’acquirente “agisce per scopi estranei all’attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta”, ciò allo scopo (fraudolento) di far venir meno, a danno del malcapitato le garanzie apprestate dalla legge.

Non sembra possibile che lo stesso avvenga per i contratti d’intermediazione finanziaria: non sarebbe, in tal caso, sufficiente ad escludere nel contraente la qualità di “consumatore” (ai fini dell’art.1469/*bis*) l’inserimento nella modulistica di un’espressione del tenore di quella appena indicata, da momento che (ai sensi della normativa

regolamentare della Consob) occorre che la persona fisica interessata abbia documentato il possesso dei requisiti di professionalità fissati dal Ministro del Tesoro per gli esponenti aziendali degli intermediari finanziari. Dunque, laddove un documento (proveniente cioè, da un soggetto terzo, come ad es. il legale rappresentante della SIM presso cui il contraente lavora) del genere non sia stato allegato al contratto si deve ritenere che gli artt.1469/*bis* risulteranno applicabili malgrado ogni contraria asserzione risultante dal contratto.

7) Il rinvio agli usi.

L'**art. 23, comma II**, TUF, sancisce la nullità di ogni patto (o clausola) che faccia rinvio agli usi per determinare il corrispettivo dovuto dal cliente, (o di ogni altro onere a suo carico): in tal caso nulla è dovuto all'intermediario. Si tratta di una misura sanzionatoria, più radicale di quella disposta per l'ipotesi che il rinvio agli usi venga previsto in un contratto bancario (cfr. l'art.117 TUB, che impone l'automatica sostituzione di queste clausole con parametri fissati dalla legge o dal contratto: in tal caso, allora, la previsione della nullità del rinvio agli usi è mitigata da un meccanismo che comunque garantisce alla banca un corrispettivo).

8) La nullità relativa.

In base a quanto dispone il **III comma**, la nullità di cui al comma precedente può essere azionata solo dal cliente. Si tratta, evidentemente, di una nullità relativa, che rappresenta un istituto peculiare, più vicino concettualmente all'annullabilità che alla nullità (assoluta): anche nell'ipotesi di nullità relativa, infatti, solo il soggetto portatore dell'interesse a protezione del quale il legislatore ha disposto l'invalidità del negozio è legittimato a farla valere.

D'altro canto, la sanzione partecipa dei residui caratteri della nullità in senso stretto (ad eccezione della rilevabilità d'ufficio): l'invalidità in discorso è insanabile, e la relativa azione imprescrittibile.

9) Eccezione di gioco e di scommessa.

L'**art. 23, comma V**, TUF, esclude espressamente l'applicabilità agli strumenti finanziari derivati nonché nell'ambito della prestazione dei servizi d'investimento, dell'**art. 1933 c.c.**, disposizione che prevede l'eccezione di gioco o scommessa: si evita, in tal modo, l'opponibilità di un'eccezione che rischierebbe di rendere non dovuti i crediti rivenienti dall'esecuzione dei contratti derivati (come "*obbligazioni naturali*").

Dunque, grazie a questa norma si evita di assimilare i derivati al gioco o alla scommessa: in tal caso non si assiste, infatti, alla creazione artificiale di un rischio, ma alla "copertura" di rischi preesistenti, dove cioè la causa del negozio non risulta immeritevole di tutela.