

# FATTI E PROBLEMI DELLA PRATICA

---

## Il diritto di recesso nei contratti di intermediazione finanziaria nella giurisprudenza e nei recenti interventi legislativi.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Diritto di recesso. Evoluzione normativa e ricostruzione della fattispecie – 3. Le diverse posizioni della giurisprudenza e della dottrina. – 4. Il servizio di collocamento. – 5. L'ordinanza di remissione alle Sezioni Unite. – 6. La *ratio legis* della decisione della S.C. – 7. Osservazioni all'impostazione della Cassazione. – 8. L'abuso del diritto, la condotta opportunistica e il principio di buona fede. – 9. L'omessa indicazione del diritto di recesso e la sanzione della nullità – 10. Il decreto del fare e la posizione della Cassazione.

### 1. Introduzione.

Il presente scritto prende spunto da una recente sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione che ha stabilito che «il diritto di recesso accordato all'investitore dal sesto comma dell'art. 30 del t.u.f. e la previsione di nullità dei contratti in cui quel diritto non sia contemplato, contenuta nel successivo settimo comma, trovano applicazione non soltanto nel caso in cui la vendita fuori sede di strumenti finanziari da parte dell'intermediario sia intervenuta nell'ambito di un servizio di collocamento prestato dall'intermediario medesimo in favore dell'emittente o dell'offerente di tali strumenti, ma anche quando la medesima vendita fuori sede abbia avuto luogo in esecuzione di un servizio diverso, ove ricorra la stessa esigenza di tutela»<sup>1</sup>.

Il tema affrontato dalla S.C. è di particolare rilevanza con riferimen-

---

<sup>1</sup> Cass., S.U., 3 giugno 2013, n. 13905, in *Contr.*, 2014, 42, con nota di NATOLI, *Contratti "di collocamento" e jus poenitendi dell'investitore*; e in *Corr. giur.*, 2014, 245 con nota di CICCHINELLI, *Il diritto di ripensamento tra tutela dell'investimento e funzione del mercato mobiliare* e in *Foro it.*, 2013, I, 3493, con nota di LA ROCCA, *Il «collocamento» di prodotti finanziari tra Cassazione e legislazione «del fare»: brevi notazioni*. Si veda anche ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, 2013, p. 119 ss.

to ai rapporti contrattuali tra il risparmiatore e l'intermediario, poiché riguarda il c.d. diritto di ripensamento che rappresenta una clausola a tutela del contraente debole <sup>2</sup>.

Dottrina e giurisprudenza non hanno mai avuto sul tema affrontato dalla Corte una posizione univoca, ma hanno assunto spesso interpretazioni diametralmente opposte. Difatti, parte della giurisprudenza riteneva che la disciplina del recesso dettata dall'art. 30, co. 6, t.u.f. non fosse applicabile ai contratti di negoziazione di obbligazioni eseguiti in attuazione di un contratto quadro <sup>3</sup>. Questo perché tali contratti non costituiscono un servizio di collocamento, ma si caratterizzano per l'esistenza di un accordo tra l'offerente e l'intermediario, finalizzato all'offerta ad un pubblico indeterminato di strumenti finanziari, emessi a condizioni di tempo e di prezzo predeterminate; inoltre, il legislatore, secondo detto orientamento, aveva introdotto lo *jus poenitendi* per proteggere gli investitori che concludevano l'investimento all'esterno dei luoghi di pertinenza del proponente, aumentando tale circostanza il rischio di assumere decisioni poco meditate. Va altresì precisato che nel momento in cui si richiama il contratto quadro si fa riferimento all'esistenza di un precedente rapporto intercorso fra le stesse parti, che risulta essere sostanzialmente assimilabile ad un contratto di mandato. Il fatto quindi che l'acquisto dei titoli non sia avvenuto per iniziativa dell'offerente, ma a seguito di un antecedente accordo di carattere generale fra l'investitore ed il soggetto delegato per la definizione negoziale comporta un'ipotesi di negoziazione, e non un'ipotesi di collocamento <sup>4</sup>.

La ratio dell'art. 30, co. 6, t.u.f. deve essere ricercata nella necessità di prestare una adeguata tutela al cliente dell'intermediario, il quale in caso di offerta fuori sede è potenzialmente esposto ad un effetto sorpresa <sup>5</sup>. La distinzione tra gli investitori che ricevono un'offerta fuori sede e

---

<sup>2</sup> FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, p. 33, il quale evidenzia la funzione di garanzia per l'investitore della clausola, in quanto gli consente di valutare con tranquillità (espressione utilizzata dall'autore) la convenienza dell'operazione conclusa.

<sup>3</sup> Trib. Biella, 17 luglio 2008; Trib. Torino, 18 settembre 2007, in *Ilcaso.it*; Trib. Termini Imerese, 6 dicembre 2012, in *Ilcaso.it*; App. Brescia, 20 giugno 2007, in *Ilcaso.it*. Cfr. Di BRINA, *Contratti del risparmiatore. Negoziazione fuori dei locali commerciali. Collocamento e offerte fuori sede*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013, p. 365.

<sup>4</sup> Cass., 14 febbraio 2012, n. 2065, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2013, 137, con nota di ACCETTELLA, *Ancora sui contratti di collocamento di strumenti finanziari conclusi fuori sede ex art. 30, comma 6°, t.u.f.*

<sup>5</sup> Parla di un «sovrapiù di tutela» LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari*

quelli che la ricevono presso la sede dell'intermediario è individuabile nel fatto che colui che si reca presso l'offerente con l'obiettivo di impegnare dei risparmi ha maturato una propria convinzione circa l'utilità dell'iniziativa adottata; determinazione e convinzione che non sempre esistono qualora l'iniziativa sia dell'intermediario, in quanto si "subisce" la condotta altrui.

Da qui il rischio del c.d. effetto sorpresa che non rappresenta certamente una novità assoluta nel nostro ordinamento: l'art. 1195 c.c. prevede infatti che chi, avendo più debiti, accetta una quietanza nella quale il creditore ha dichiarato di imputare il pagamento a uno di essi, non può pretendere un'imputazione diversa, se non vi è stato dolo o sorpresa da parte del creditore<sup>6</sup>. Ovviamente vi è una distinzione tra la "sorpresa" di cui al suddetto art. 1195 c.c. e l'effetto sorpresa menzionato nel t.u.f. Nel primo caso il fattore sorpresa viene richiamato con riferimento ad un equivoco in merito all'imputazione del pagamento; mentre nella legislazione speciale il fattore sorpresa appare come «un momento problematico ... che costringe l'interprete a prendere coscienza della complessità del diritto contemporaneo»<sup>7</sup>. Nel diritto dei mercati finanziari, ma anche nella contrattazione bancaria in generale, si intende per effetto sorpresa la circostanza che si verifica quando il potenziale investitore è colto alla sprovvista o ancora non è preparato ad un dato evento.

Autorevole dottrina ha sostenuto che nel caso di specie potrebbe trovare applicazione l'art. 428 c.c., in quanto il contratto concluso per sorpresa è il contratto di un soggetto che in quel momento, relativamente all'operazione che pone in essere, non ha una totale capacità<sup>8</sup>.

La soluzione potrebbe essere rinvenuta nell'art. 1337 c.c. che impone alle parti di comportarsi secondo buona fede nello svolgimento delle

---

*finanziari*, Napoli, 1999, p. 248. L'effetto sorpresa non si configura quando l'offerta sia stata effettuata nei confronti di clienti professionali, in quanto non sono esposti al rischio di decisioni affrettate ed indotte dalle iniziative dell'altro contraente.

<sup>6</sup> Per una ricostruzione della fatispecie si rimanda a BIGIAMI, *Dolo e sorpresa nell'interpretazione dei pagamenti*, in *Riv. dir. civ.*, 1970, I, p. 81 ss.. Si veda anche POTHIER, *Trattato delle obbligazioni*, 2<sup>a</sup> ed. italiana, Livorno, 1841, p. 276.

<sup>7</sup> BRECCIA, *La contrattazione su valori mobiliari e il controllo della contrattazione «sorprendente»*, in *La vendita "porta a porta" di valori mobiliari*, a cura di Bessone e Busnelli, Milano, 1992, p. 19. Individua l'effetto sorpresa nella contrattazione bancaria DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, p. 98, nt. 41, ove vi sono alcuni richiami ai responsi dell'ABF.

<sup>8</sup> SACCO, *Considerazioni conclusive*, in *La vendita "porta a porta" di valori mobiliari*, a cura di Bessone e Busnelli, Milano, 1992, p. 182.

trattative e nella formazione del contratto. Ad esempio, con riferimento al diritto di ripensamento, è essenziale verificare le modalità con cui il cliente viene reso edotto dell'esistenza di questo suo diritto. Tra i doveri di informazione che gravano sull'intermediario vi è anche quello di comunicare al cliente che esiste la possibilità di recedere dal contratto, così come il contratto deve contenere, pena la nullità relativa dello stesso, la predetta clausola.

L'investitore necessita di un *délai de réflexion* per valutare se effettivamente l'operazione che aveva concluso fosse o meno un'operazione vantaggiosa, quindi il diritto di ripensamento assolve alla funzione di correggere le eventuali distorsioni contrattuali derivanti dall'effetto sorpresa subito dall'acquirente.

La S.C., nella decisione che forma oggetto della presente analisi, si è posta un problema di particolare importanza affermando che il diritto di recesso potrebbe essere utilizzato in modo distorto tramite comportamenti di tipo opportunistico, configurandosi quindi così un'ipotesi di abuso del diritto, tema sul quale ci soffermeremo nel corso della trattazione.

Va da subito chiarito che l'offerta fuori sede ricorre nel caso di promozione e collocamento presso il pubblico di strumenti finanziari e di servizi e attività di investimento in luoghi diversi dalle sedi proprie degli operatori proponenti intervenuti. Per sede o dipendenza deve intendersi, ai sensi dell'art. 2, lett. g) del Regolamento Intermediari, «una sede, diversa, dalla sede legale dell'intermediario autorizzato, costituita da una stabile organizzazione di mezzi e di persone, aperta al pubblico, dotata di autonomia tecnica e decisionale, che presta in via continuativa servizi o attività di investimento»<sup>9</sup>. Questo

---

<sup>9</sup> La Consob con la comunicazione n. DI/98068214 del 21 agosto 1998 ha precisato quali sono tutti gli elementi costitutivi della nozione di sede o dipendenza. In particolare, ha stabilito che deve intendersi: a) per «*stabile organizzazione di mezzi e di persone, il capitale tecnologico ed umano, le strutture logistiche ed organizzative, e quant'altro necessario per svolgere in modo continuativo il servizio di investimento che si intende erogare presso la dipendenza*»; b) per «*autonomia tecnica e decisionale, la presenza di dotazioni tecnologiche, di figure professionali adeguate e di soggetti muniti delle responsabilità necessarie per consentire alla dipendenza di erogare il servizio di investimento in modo autonomo*»; c) per «*apertura al pubblico, la possibilità per la clientela effettiva e potenziale di accedere ai locali della dipendenza per ottenere informazioni, impartire disposizioni, etc.*»; d) per «*prestazione in via continuativa dei servizi di investimento, l'idoneità della sede ad offrire alla clientela un'efficace ed efficiente fruizione del servizio di investimento, senza che necessariamente l'intero*

ci consente di ben individuare tutte le ipotesi in cui l'offerta è formulata fuori sede.

L'aspetto che presenta maggiore criticità, e che ha dato vita al contrasto giurisprudenziale e dottrinale di cui sopra, è rappresentato dal mancato raccordo tra le definizioni contenute nel co. 1 e nel co. 6 dell'art. 30 t.u.f. L'attività di collocamento, così come delineata dall'art. 1, co. 5, lett. c) e c-bis) del t.u.f. può avere ad oggetto solo strumenti finanziari; mentre l'offerta fuori sede disciplinata dall'art. 30, co. 1, t.u.f. ha ad oggetto la promozione ed il collocamento di strumenti finanziari<sup>10</sup>. La S.C. basa la propria decisione sull'ambiguità del testo normativo osservando che l'espressione "collocamento" contenuta nell'art. 30 t.u.f. è adoperata dal legislatore con un significato ampio e generico, quasi come sinonimo di qualsiasi operazione volta ad immettere sul mercato prodotti finanziari o servizi di investimento. Inoltre, secondo la S.C. vi è una profonda difficoltà nel giustificare una disparità di trattamento tra l'ipotesi di offerta fuori sede di strumenti finanziari che sia fondata sulla diversa tipologia di servizi di investimento resi dall'intermediario, essendo analoga la situazione di vulnerabilità in cui viene a trovarsi il cliente in caso di offerta fuori sede.

---

*processo produttivo del servizio offerto sia svolto dalla medesima sede*. Sul punto si veda anche la comunicazione n. DI/98017959 del 12 marzo 1998. Cfr. A. PATRONI GRIFFI, *L'offerta fuori sede*, in *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi – Sandulli – Santoro, Torino, 1999, p. 235 ss.. Con la MIFID, l'art. 31 t.u.f. è stato modificato, al fine di chiarire le categorie di soggetti che, nell'offerta fuori sede, devono avvalersi di promotori finanziari, e al fine di recepire il disposto comunitario, che assimila i promotori finanziari – ai fini dell'applicazione delle regole di condotta – ad una succursale costituita nel territorio della Repubblica. In detti termini ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 178.

<sup>10</sup> L'art. 1, co. 5, t.u.f., nell'elencare i servizi (oggi anche attività) di investimento tra essi include anche «c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente». L'art. 1, co 1, lett. t) specifica inoltre che il collocamento rientra tra le attività attraverso le quali può realizzarsi un'offerta al pubblico di strumenti finanziari. L'art. 25 bis estende l'applicazione degli artt. 21 e 23 t.u.f. «alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione». L'art. 93 bis, 1° co., lett. e) fornisce la definizione di responsabile del collocamento quale «il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico». L'art. 100 bis, co. 2, stabilisce che «si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati stiano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'art. 100».

## 2. Diritto di recesso. Evoluzione normativa e ricostruzione della fat-tispecie.

Nel diritto dei mercati finanziari il diritto di ripensamento trova la sua prima regolamentazione nella l. 7 giugno 1974, n. 216, e più precisamente nell'art. 18-ter, co. 2, ove era previsto che l'efficacia dei contratti stipulati mediante la vendita a domicilio rimaneva sospesa per i cinque giorni successivi alla data di sottoscrizione del contratto <sup>11</sup>.

Durante questo lasso di tempo l'acquirente aveva la facoltà di comunicare al venditore o al suo agente, procuratore o commissario, a mezzo telegramma, il proprio recesso senza nessun corrispettivo <sup>12</sup>. Inoltre, il suddetto art. 18-ter, co. 2, doveva essere riprodotto nei contratti, pena la nullità dei medesimi.

La scelta del legislatore era apparsa sicuramente innovativa, poiché riconosceva lo jus poenitendi per la vendita “porta a porta” dei valori mobiliari; però di detto sistema di tutela beneficiava anche l'intermediario, in quanto la l. n. 216/1974 non conteneva una limitazione dei soggetti legittimati ad esercitare l'azione di nullità, depotenziando così ab origine la portata della previsione legislativa.

Uno degli aspetti maggiormente dibattuti dalla dottrina dell'epoca era quello della sospensione dell'efficacia del contratto. Il periodo di sospensione ed il termine per esercitare il recesso iniziavano a decorrere dalla data di sottoscrizione del contratto (quindi, la norma presupponeva che il contratto fosse concluso in forma scritta, che ne costituiva dunque un elemento essenziale) <sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> La vendita a domicilio di valori mobiliari in quanto sollecitazione al pubblico risparmio doveva essere intesa come «*offerta al pubblico*», ovvero formulata in *incertam personam*, di cui all'art. 1336 c.c., sia nei casi in cui valeva come proposta contrattuale sia nei casi in cui non era impegnativa come proposta. Sul punto si veda ALPA, *Jus poenitendi e acquisto di valori mobiliari*, in *I valori mobiliari*, a cura di Alpa, Padova, 1991, p. 418; ZITIELLO, *L'offerta fuori sede e la promozione ed il collocamento a distanza*, in *Argomenti di diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Belli – Corvese – Mazzini, Torino, 2000, p. 199 ss.; Russo, *Commento sub artt. 30 – 32*, in *Commentario TUF*, a cura di Vella, Torino, p. 348 ss.

<sup>12</sup> Secondo alcuni autori il diritto di pentimento non configurava un vero e proprio recesso da un contratto concluso, ma una legittima facoltà di revoca della proposta contrattuale possibile anche nel caso di eventuale immediata accettazione di controparte. Così LA VILLA, *Il diritto dei valori mobiliari*, Firenze, 1986, p. 66.

<sup>13</sup> La precisazione che il contratto rimane sospeso è alquanto opportuna, perché chi investe in valori mobiliari ha convenienza a che l'operazione non produca effetti,

La disposizione risultava però essere in contrasto con la previsione contenuta nell'art. 1326 c.c.; di conseguenza, si sostenne che la l. n. 216/1974, così come le previsioni contenute nel Regolamento Consob del 10 luglio 1985, n. 1739 (art. 5, co. 4), avevano dato vita ad un nuovo tipo contrattuale, ossia il contratto di investimento, che seguiva, in ordine al momento della conclusione, delle regole difformi da quelle indicate dal suddetto art. 1326 c.c.<sup>14</sup>.

In merito appare opportuno segnalare che tale orientamento non era condiviso da altra parte della dottrina che riteneva, invece, che non si potesse parlare di una tipizzazione del contratto di vendita a domicilio, bensì di un regime particolare di conclusione del contratto<sup>15</sup>.

Successivamente, con l'approvazione della l. 2 gennaio 1991, n. 1, è stata introdotta una regolamentazione organica delle società di intermediazione mobiliare che conteneva anche una disposizione che si occupava del diritto di ripensamento: l'art. 8, co. 1, lett. c).

Tale norma prevedeva il diritto di recesso nel solo caso di attività di gestione patrimoniale e non anche per gli altri contratti di intermediazione. Il legislatore aveva stabilito che il contratto non acquisiva efficacia se non dopo il quinto giorno lavorativo successivo a quello della sua sottoscrizione; entro lo stesso termine il cliente aveva la facoltà di recedere tramite comunicazione scritta, senza spese né corrispettivi. Il contratto, dunque, diveniva efficace una volta trascorso detto termine.

Secondo parte della dottrina il cliente poteva comunque rinunciare al diritto di recesso mediante la sottoscrizione di un apposito atto separato dal relativo contratto<sup>16</sup>. Si trattava però di una posizione non pienamente convincente dal momento che il co. 4 del suddetto art. 8 prevedeva la sanzione della nullità per i patti in deroga alle disposizioni contenute nella medesima norma.

Va precisato, poi, da un lato, che tale disposizione non riguardava i soli contratti di gestione patrimoniale conclusi fuori sede, ma anche quelli conclusi in sede; dall'altro, che la l.n.1/1991 non aveva abrogato l'art. 18-ter l. n. 216/1974.

---

altrimenti il recesso equivarrebbe al riscatto della quota o del certificato.

<sup>14</sup> ROPPO, *Investimenti in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1986, p. 115 ss..

<sup>15</sup> IRTI, *Notazioni esegetiche sulla vendita a domicilio di valori mobiliari*, in *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, 1986, p. 108.

<sup>16</sup> COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, Torino, 1991, p. 49.

La fattispecie ha successivamente ricevuto una ulteriore regolamentazione con l'art. 20 del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, che, con riferimento ai contratti di gestione conclusi fuori sede o collocati a distanza, consentiva l'esercizio dello jus poenitendi al solo cliente e non anche all'intermediario. Per i predetti contratti la norma stabiliva la sospensione dell'efficacia per i sette giorni successivi alla data di sottoscrizione, termine entro cui il cliente poteva comunicare il recesso senza spese né corrispettivi. Anche in questo caso la norma non abrogò il diritto di recesso previsto per i contratti stipulati mediante la vendita a domicilio.

La convivenza tra le due discipline appariva alquanto complessa in quanto il d.lgs. n. 415/1996 non qualificava più la sollecitazione fuori sede come autonoma categoria di attività di intermediazione ma la considerava come una mera modalità di collocamento, e più precisamente come la promozione e il collocamento presso il pubblico di strumenti finanziari e di servizi di investimento.

In dottrina si discuteva sul significato da attribuire al termine "sottoscrizione", al fine di individuare il momento da cui far decorrere la sospensione di efficacia del contratto ed il termine per l'esercizio del diritto di recesso.

Si discuteva, poi, sulle problematiche che potevano sorgere con riferimento alle proposte contrattuali sottoscritte dall'investitore e non accettate dall'intermediario. In tali casi, mancando la conclusione del contratto, sarebbe stato infatti difficile riconoscere l'esistenza di un diritto di recesso (che presuppone la presenza di un negozio). Secondo alcuni autori le proposte contrattuali sarebbero rimaste inefficaci per sette giorni dalla loro sottoscrizione e fino a tale momento l'investitore le avrebbe potute revocare, dovendosi pertanto ritenere incompatibili con tale previsione le clausole dirette a rendere irrevocabili le proposte <sup>17</sup>.

Sul punto era stato osservato che la prassi contrattuale in tema di collocamento di valori mobiliari a domicilio prevedeva eccezionalmente che il promotore finanziario formulasse una proposta contrattuale che veniva accettata dal cliente, con contestuale conclusione del contratto.

Non essendo i promotori finanziari forniti di un potere di rappresentanza, ne derivava che il contratto doveva ritenersi concluso solo nel momento in cui l'intermediario o la banca avevano avuto conoscenza

---

<sup>17</sup> CARBONETTI, *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca, Borsa*, tit. cred., 2001, I, p. 780 ss..

dell'accettazione dell'altra parte<sup>18</sup>. Il diritto di recesso, pertanto, poteva essere esercitato solo quando il contratto era stato concluso con la sottoscrizione del cliente, dovendosi negli altri casi ravvisarsi una revoca della proposta ai sensi e per gli effetti dell'art. 1328 c.c.<sup>19</sup>.

Alcuni autori sostenevano, poi, che il cliente avrebbe potuto esercitare il diritto di recesso a partire dalla conclusione del contratto, anche quando questa era successiva alla data di sottoscrizione<sup>20</sup>.

Secondo un'altra tesi la proposta dell'intermediario realizzava una sollecitazione del pubblico risparmio, quindi rivestiva il carattere di un'offerta al pubblico; mentre l'accettazione del cliente produceva l'immediata conclusione del contratto anche se il promotore finanziario era sprovvisto del potere di rappresentanza, essendo quest'ultimo un *nuncius* del proponente<sup>21</sup>.

La conclusione alla quale era giunta la dottrina era quella di far decorrere il termine per l'esercizio del diritto di ripensamento a partire dal momento della sottoscrizione del contratto; tant'è che lo stesso Regolamento Consob del 3 dicembre 1994, n. 8850, all'art. 28, prevedeva che il contratto doveva precisare il momento dal quale decorreva il termine per l'esercizio del diritto di recesso da parte dell'investitore, mettendo così in evidenza la non coincidenza tra il momento della conclusione con quello della sottoscrizione<sup>22</sup>.

Oggi il diritto di recesso trova la propria regolamentazione nell'art. 30 del t.u.f, che prevede la sospensione per sette giorni dell'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede. Il termine inizia a decorrere dal giorno in cui il contratto è sottoscritto dall'investitore.

La norma è collocata, sotto un profilo sistematico, nel Capo IV, intitolato «offerte fuori sede» che ricomprende anche la «promozione e collocamento a distanza». Le due fattispecie sono contenute nel medesimo capo, in quanto entrambe le forme di promozione e collocamento nei confronti del pubblico sono attuate con modalità potenzialmente insi-

---

<sup>18</sup> MIOLA, *Commento sub art. 20*, in *L'Eurosim*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, 1997, p. 163.

<sup>19</sup> INZITARI, *La formazione del contratto nella vendita porta a porta di valori mobiliari (neutralità del modello codicistico e rispetto della tutela del consumatore)*, in *Contr. e impr.*, 1992, p. 75 ss..

<sup>20</sup> Cfr. TONELLI, *La vendita a domicilio di valori mobiliari*, in *Quadrimestre*, 1984, p. 542.

<sup>21</sup> CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 93.

<sup>22</sup> SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1996, p. 79.

diose che giustificano la previsione di disposizioni normative a tutela del risparmiatore inesperto <sup>23</sup>.

L'offerta fuori sede e l'offerta a distanza anche se, come detto, collocate nel medesimo capo, non si trovano tra di loro in un rapporto di genere a specie, ma si pongono su due piani paralleli essendo sottoposte a discipline distinte <sup>24</sup>.

L'art. 30, co. 7., prevede infine la sanzione della nullità relativa qualora il contratto non contempi il diritto di recesso. La relativa azione può essere però proposta solo dall'investitore.

Nonostante il legislatore del t.u.f. abbia puntualizzato diversi aspetti operativi, come ad esempio l'individuazione del momento da cui decorre il termine per esercitare il diritto di recesso, molti altri aspetti hanno dato vita ad un ampio dibattito dottrinale e giurisprudenziale: si pensi, ad esempio, alla problematica relativa al fatto che la sottoscrizione dell'investitore non coincide necessariamente con la conclusione del contratto; e se non c'è conclusione non vi può essere recesso.

Di conseguenza, ci troviamo innanzi ad un bivio, nel senso che o si tratta di revoca della proposta, ma in questo caso il testo si pone in evidente contrasto con la direttiva comunitaria, oppure si tratta di recesso, dunque il termine «sottoscrizione» deve essere sostituito con «conclusione» <sup>25</sup>.

### 3. Le diverse posizioni della giurisprudenza e della dottrina.

In giurisprudenza, così come in dottrina, si erano formati due orientamenti contrastanti sulla nozione di collocamento <sup>26</sup>. Il primo orienta-

---

<sup>23</sup> Sul punto si veda GAGLIO, *Il negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, già diretto da Cicu, Messineo, Mengoni, Milano, 1988, p. 79, il quale sosteneva che la disciplina contenuta nell'art. 18-ter, l. n. 246/1976, poteva essere applicata in via analogica anche ad altre ipotesi di vendite a domicilio, mediante una impostazione che posiamo definire rovesciata, ossia applicando la norma speciale alle fattispecie di diritto comune.

<sup>24</sup> PARRELLA, *Commento sub art. 30*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, p. 489. L'autore precisa che la legge parla di "offerta fuori sede" e di "promozione e collocamento a distanza", ma definisce "l'offerta fuori sede" come "promozione e collocamento", cosicché il termine "offerta" può essere utilizzato nel presente contesto per identificare unitariamente sia la "promozione e collocamento", sia le "offerte a distanza".

<sup>25</sup> ALPA - GAGGERO, *Profilo della tutela del risparmiatore*, in *La riforma del mercato finanziario e delle società quotate*, Milano, 1998, p. 50.

<sup>26</sup> Per una ricostruzione del dibattito SANTOSUSSO, *Jus poenitendi e servizi di*

mento, che potremmo definire restrittivo, sosteneva che i termini “collocamento” e “collocamento di strumenti finanziari” dovevano, sotto un profilo sistematico, essere letti in modo organico, ovvero occorreva dare una lettura unitaria dell’art. 1 e dell’art. 30, co. 1 e 6, t.u.f., in quanto il diritto di ripensamento non era applicabile alle negoziazioni individuali effettuate fuori sede.

Si sosteneva che il diritto di recesso era espressamente limitato dall’art. 30 t.u.f., trattandosi di un rapporto che individuava nei servizi di investimento offerti fuori sede il genus; mentre la species era rappresentata dal collocamento degli strumenti finanziari ed alla gestione di portafogli individuali.

Il servizio di collocamento si contraddistingue per un aspetto peculiare, ossia per la presenza di un accordo tra l’emittente e l’intermediario collocatore in virtù del quale il medesimo intermediario offre al pubblico strumenti finanziari emessi a condizioni di prezzo e di tempo predeterminate.

Ulteriore elemento posto a supporto della suddetta tesi era rappresentato dal fatto che l’art. 30, co. 8, t.u.f. escludeva il diritto di ripensamento per le operazioni caratterizzate da condizioni economiche standardizzate e da effettuarsi entro periodi di tempo determinati<sup>27</sup>.

L’orientamento estensivo, invece, sosteneva che il diritto di ripensamento – ex art. 30, co. 6, t.u.f. – relativo ai “contratti di collocamento di strumenti finanziari” doveva essere interpretato all’interno del contesto complessivo della norma in modo che l’interpretazione letterale coincidesse con quella sistematica, posto che nel mercato finanziario non si rinviene un significato univoco del termine collocamento.

L’attribuire al termine “collocamento” un significato a-tecnico, quale sinonimo di vendita o generica offerta di un prodotto finanziario, non contraddice l’esigenza di celerità del mercato finanziario, essendo la

---

*investimento: la tutela dell’investitore dall’ “effetto sorpresa”*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 773.

<sup>27</sup> Trib. Genova, 16 gennaio 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 758; Trib. Torino, 18 settembre 2007; App. Brescia, 20 giugno 2007; App. Milano, 24 marzo 2010 (inedita); Cass., 14 febbraio 2012, n. 2065, cit. In dottrina si vedano ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, p. 178; AMOROSINO – RABITTI BEDOGNI, a cura di, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004, p. 147 ss.; CHIEPPA MAGGI, *Commento sub art. 30*, in *Testo unico della finanza, Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, Torino, 2003, pp. 138-139; CARBONETTI, *Lo jus poenitendi* cit., p. 770.

norma posta a tutela dell'investitore <sup>28</sup>. La ratio del co. 8 dell'art. 30 t.u.f. deve essere ricercata nella più contenuta pericolosità dei titoli quotati, e nella necessità di impedire che l'esercizio del recesso possa mettere in pericolo, con la definitività del rapporto, il buon funzionamento del mercato e anche i rapporti di potere nell'ambito delle società quotate <sup>29</sup>.

#### 4. Il servizio di collocamento.

Il servizio di collocamento viene definito come l'accordo tra l'emittente e l'intermediario collocatore destinato all'offerta al pubblico da parte di quest'ultimo di strumenti finanziari a condizioni di prezzo e di tempo predeterminate. La definizione testé riportata, formulata dalla Consob, presenta un forte limite, in quanto si adatta non al rapporto finale tra investitore non professionale e promotore, bensì al rapporto che lega l'emittente o l'offerente e il collocatore o l'intermediario.

Tale definizione risulta essere poco idonea a definire l'ambito di applicazione dell'art. 30 t.u.f., dato che l'espressione contratto di collocamento si rinviene solo nel co. 6 della suddetta norma; mentre per le operazioni che rientrano nella definizione sopra riportata viene utilizzata l'espressione servizio di collocamento.

Un effetto immediato e diretto che deriva da siffatta impostazione è l'applicabilità della locuzione "servizio di collocamento" ai soli investitori professionali. L'investitore/risparmiatore non può certamente essere

---

<sup>28</sup> Trib. Bari, 26 febbraio 2007; Trib. Milano, 4 aprile 2007, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, II, p. 758; Trib. Milano, 17 aprile 2007; Trib. Bologna, 17 aprile 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 758; Trib. Forlì, 13 gennaio 2009; Trib. Padova, 28 maggio 2009; Trib. Roma, 8 giugno 2009; Trib. Benevento, 26 ottobre 2005, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 759; App. Milano, 22 gennaio 2010; App. Trento, 5 marzo 2009; Cass., 3 febbraio 2012, n. 1584, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, p. 138; Trib. Nocera Inferiore, 19 luglio 2013. Cfr. LIACE, *Diritto di recesso, contratti collegati e tutela del consumatore: la vicenda 4You*, in *Banca & Banchieri*, n. 2/2012, p. 254 id. *Collocamento e recesso nell'intermediazione finanziaria*, in *Treccani – Il Libro dell'anno del Diritto 2014*, Roma, 2014, p. 98. In dottrina si veda SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000, p. 197. Per una posizione intermedia, che esclude il diritto di ripensamento nelle ipotesi di collocamento di servizi diversi dal contratto di gestione e di contratti promossi fuori sede ma comunque presso la sede o le dipendenze dell'offerente o dell'emittente cfr. SCHIAVELLI, *Il contratto di collocamento*, in *I contratti del mercato finanziario* a cura di Gabrielli - Lener, Torino, 2004, II, p. 1025 ss.

<sup>29</sup> COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 112.

parte di un servizio di collocamento potendo egli essere, tutt'al più, mero sottoscrittore o acquirente di strumenti finanziari in fase di collocamento.

Emerge, dunque, un sottile confine tra negoziazione e collocamento, in quanto il servizio di collocamento viene ad essere individuato come un'attività preliminare e strumentale alle singole operazioni d'investimento per le quali è sempre necessario un ordine del cliente.

Va altresì evidenziato che gli intermediari utilizzano una modulistica standard per la sottoscrizione dei contratti da parte dei clienti, ma questo non trasforma il contratto finale in una proposta proveniente dal cliente con la conseguente inapplicabilità del diritto di ripensamento in virtù della presunzione della effettiva conoscenza dei rischi connessi all'operazione.

La limitazione del diritto di ripensamento contenuta nell'art. 30, co. 6, t.u.f., rispetto al co. 1 della medesima norma, che invece offre una definizione molto più ampia e generale di offerta fuori sede, comporta che il diritto di recesso sussiste solo per i contratti che sono stati sottoscritti fuori della sede dell'intermediario, non essendo sufficiente la promozione o sollecitazione all'acquisto; pertanto il vincolo contrattuale deve essere perfezionato fuori sede.

Il collocamento di strumenti finanziari deve, pertanto, essere inteso come un'attività diretta alla stipulazione dei contratti alla quale si indirizza l'attività di offerta.

Ne consegue che lo *jus poenitendi* si applica solo ed esclusivamente ai contratti stipulati "fisicamente" fuori sede. Restano escluse dall'applicazione della presente disciplina le operazioni di *trading on line* che si basano su proposte ed ordini in rete<sup>30</sup>.

Va poi osservato che gli estremi della contrattazione "sorprendente" sussistono anche nel caso in cui l'intermediario si avvalga dell'attività di promotori finanziari per le operazioni di investimento in considerazione del ruolo attivo dell'offerente.

---

<sup>30</sup> Il diritto di recesso così come disciplinato dall'art. 30 t.u.f. risulta essere inadeguato se si pensa che è nato in un contesto normativo ed operativo completamente diverso da quello attuale, tant'è che oggi non sembra rispondere alle effettive esigenze di celerità e di tutela dell'investitore ad esempio nei casi di contrattazione a distanza e di *trading on line*, modalità ampiamente diffuse a seguito dello sviluppo delle nuove tecnologie. Con il recepimento della Direttiva 2002/65/CE ad opera de d.lgs. 190/2005, le offerte a distanza sono soggette ad una disciplina speciale che si differenzia dal modello di tutela previsto per le offerte a distanza disciplinate dall'art. 30 t.u.f.

## 5. L'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite.

A seguito dei contrasti giurisprudenziali la S.C. con ordinanza del 21 giugno 2012, n. 1036 ha rimesso al Primo Presidente della Corte, per l'assegnazione alle Sezioni unite, la questione concernente l'ambito di applicazione del diritto di ripensamento in tema di contratti conclusi fuori sede ex art. 30 t.u.f.

Parte della giurisprudenza riteneva che se si fosse consentito l'esercizio del diritto di recesso anche nel caso di una semplice negoziazione fuori sede l'investitore avrebbe goduto di tale diritto ad nutum. E, ad esempio, nell'ipotesi di mandato in favore dell'intermediario per la conclusione di negozi a condizioni più favorevoli, l'investitore avrebbe potuto esercitare il diritto di recesso anche solo per ragioni di natura economica, quali quelle determinate dalla possibilità di concludere acquisti di maggiore convenienza, per effetto di mutate situazioni di mercato <sup>31</sup>.

Il precedente Regolamento Consob n. 11522/1998, all'art. 35 disponeva che nella prestazione del servizio di collocamento gli intermediari autorizzati si dovevano attenere alle disposizioni dettate dall'offerente o dal soggetto che organizzava e costituiva il consorzio di collocamento al fine di assicurare l'uniformità delle procedure di offerta e di riparto.

Ancora, la comunicazione Consob DAL/97006042 del 9 luglio 1997 precisava che il servizio di collocamento si caratterizza per essere un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico da parte di quest'ultimo degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e di tempo predeterminate; mentre la negoziazione consiste nell'esecuzione di ordini di acquisto ricevuti dalla clientela medesima, a condizioni, quindi, diverse a seconda dell'acquirente e del momento dell'operazione.

La disciplina MIFID, invece, garantisce una maggiore protezione per gli investitori. La stessa Direttiva n. 85/577 prevedeva il diritto di recesso del consumatore come amplificazione delle forme di tutela di quest'ultimo, anche perché l'omessa indicazione del diritto di ripensamento era vista con un certo disfavore, dato che era l'intermediario ad assumere l'iniziativa fuori dai locali commerciali e poteva giovarsi dell'effetto sorpresa, che poneva il consumatore nell'impossibilità di valutare scelte alternative.

Provando a mutare la nostra visuale mediante un approccio diverso, ovvero attraverso la finanza comportamentale ci accorgiamo che le scel-

---

<sup>31</sup> Cass., 20 marzo 2012, n. 4564, in *Ilcaso.it*.

te di investimento, anche dell'investitore più sofisticato, sono fortemente condizionate dal come, dal dove e dal quando viene presentato l'investimento; ecco perché il legislatore comunitario impone sempre di più agli intermediari di conformare il loro approccio al cliente al fine di "servire al meglio" gli interessi di quest'ultimo.

Ne deriva che il termine collocamento ai fini dell'esercizio del diritto di recesso di cui all'art. 30 andrebbe inteso in senso ampio, riguardando ogni forma di vendita e quindi di negoziazione di titoli mobiliari, per l'attuazione di una più ampia tutela del risparmiatore al quale garantire la possibilità di ripensamento in ordine ad ogni forma di investimento <sup>32</sup>.

Il diritto di ripensamento non si attaglia al collocamento, che è attività prodromica al vero e proprio contratto, poiché l'art. 30, co. 6., t.u.f. si riferirebbe alle compravendite e quindi alle negoziazioni fuori sede, a tutela della posizione dei soggetti "avvicinati" fuori dalle sedi ordinariamente deputate a quest'attività.

Nella giurisprudenza di merito si rinviene una posizione intermedia, che pur condividendo un'interpretazione ampia a tutela degli investitori, considera applicabile il periodo c.d. di moratoria anche agli acquisti e vendita di strumenti finanziari, e a tutte le possibili offerte che l'intermediario effettui fuori sede. Tuttavia tale orientamento ritiene che la disposizione relativa alla nullità ha una portata più ristretta, non comprendendo gli altri servizi di investimento <sup>33</sup>.

## 6. La *ratio legis* della decisione.

I giudici di legittimità, nella loro funzione nomofilattica, si sono discostati dalle argomentazioni testuali e dall'interpretazione sistematica della norma giungendo ad una soluzione basata su un'interpretazione di tipo finalistico della norma, fondata sulla *ratio* della legge, che si allontana anche dalle indicazioni della Consob.

L'Autorità di Vigilanza nella Comunicazione n. DIN/12030993 del 19

---

<sup>32</sup> La disposizione di cui all'art. 30, co. 6, t.u.f. relativa all'esercizio del diritto di recesso è applicabile tutte le volte che, a seguito di un'offerta fuori sede, venga concluso un contratto avente ad oggetto il collocamento di strumenti finanziari presso la clientela *retail*; il co. 7 dell'art. 30 stabilisce che è nullo il contratto in cui non sia espressamente menzionata la possibilità di esercitare il suddetto diritto di recesso ai sensi del suddetto co. 6.

<sup>33</sup> Trib. Siena, 27.9.2006, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 759.

aprile 2012 aveva sostenuto che il diritto di ripensamento non potesse applicarsi ai contratti di raccolta e di esecuzione di ordini nonché alle operazioni compiute in esecuzione degli stessi, sia in ragione del tenore letterale del co. 6 dell'art. 30 t.u.f., sia in considerazione della ratio della suddetta norma, volta ad assicurare all'investitore il tempo necessario per meditare decisioni contrattuali che, per le relative peculiarità, necessitano di un adeguato *spatium deliberandi*.

Nella conclusione di un contratto di gestione di portafogli individuali e di un collocamento di strumenti finanziari viene apprestata un'apposita tutela per garantire l'investitore, al fine di contenere l'effetto sorpresa <sup>34</sup>.

In tali casi, in difetto della sospensione di efficacia del contratto, lo stesso vincolerebbe il cliente con effetto immediato. Similmente, lo ius poenitendi opera in tutti quei casi in cui l'intermediario consigli la sottoscrizione o l'acquisto di un determinato strumento finanziario sulla base di una consulenza non indipendente in ragione di una remunerazione riconosciuta dall'emittente.

La S.C. superando i precedenti contrasti giurisprudenziali ha sostenuto che il diritto di ripensamento è applicabile a tutti gli acquisti effettuati fuori sede, trattandosi di contratti in cui l'investitore è esposto ad una non attenta valutazione dei rischi e dei benefici. Vi è, dunque, un rafforzamento dell'ambito applicativo della norma che appare maggiormente conforme al dettato costituzionale. Risulterebbe infatti difficile giustificare una disparità di trattamento dell'offerta fuori sede di strumenti finanziari in ragione della diversa tipologia dei servizi d'investimento resi dall'intermediario, essendo analoga la situazione di vulnerabilità in cui viene a trovarsi il risparmiatore. Va considerato, poi, che l'art. 38 della Carta dei diritti fondamentali dell'UE al fine di garantire un elevato grado di protezione dei consumatori, impone un'interpretazione delle norme ambigue nel senso più favorevole a quest'ultimo.

## 7. Osservazioni all'impostazione della Cassazione.

La Cassazione ha solo apparentemente risolto la problematica relativa al diritto di ripensamento. La sentenza in commento non sembra infatti aver affermato un principio chiaro ed univoco.

---

<sup>34</sup> Comunicazione Consob n. DAL/97007847 del 9 luglio 1997.

Uno dei primi rilevi attiene ad una presunta violazione dell'art. 3 Cost. <sup>35</sup>. Si sostiene che non sia corretto utilizzare in modo promiscuo il termine "collocamento" attribuendogli una valenza atecnica, omettendo così una valutazione della reale ratio dell'art. 30 t.u.f. <sup>36</sup>. Ne consegue che non sarebbe possibile ipotizzare l'esistenza di un principio generale che possa far ritenere che l'esecuzione di un ordine di negoziazione di uno strumento finanziario, concordato fuori dai locali dell'intermediario, mediante l'ausilio di un promotore finanziario, rientra tra quei negozi per i quali è necessario che il cliente abbia la possibilità di valutare ex post la convenienza dell'operazione medesima e possa dunque esercitare il riconoscimento del diritto di ripensamento. Questo anche perché si tratta di atti che incidono immediatamente sul suo patrimonio.

Una siffatta valutazione che, ovviamente, supera il dato "tecnico", non avrebbe nessun impatto sul contratto quadro (anche perché lo stesso non è produttivo, all'atto della sottoscrizione, di un immediato effetto economico) ma solo sui successivi ordini.

L'art. 39 del Regolamento Intermediari del 29 ottobre 2007, n. 16190 stabilisce che l'investitore deve essere informato in modo compiuto sull'operazione e che gli intermediari che prestano servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio devono ottenere dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento.

Quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono adeguate informazioni devono astenersi dal prestare i servizi.

Infine, gli intermediari non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste <sup>37</sup>.

La suddetta norma ha una funzione ben diversa da quella che riconosce il diritto di recesso, poiché siamo innanzi ad una regola di comporta-

---

<sup>35</sup> Cfr. C.A. NIGRO, *Le sezioni unite e la vis expansiva della disciplina dello jus poenitendi*, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 2014, p. 15. Diversamente orientato LA ROCCA, *L' "offerta fuori sede di strumenti finanziari" in Cassazione e l'art. 56 quater del d.l. "del fare"*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 7 ottobre 2013, p. 8.

<sup>36</sup> DELLA VECCHIA, *Il diritto di recesso del cliente ex art. 30 del T.U.F.: l'interpretazione delle Sezioni Unite ed il successivo intervento legislativo*, in *Società*, 2014, p. 49.

<sup>37</sup> In tal senso EROLI, *Lo jus poenitendi ed il contratto di intermediazione finanziaria*, 24 maggio 2012 in [www.diritto.it](http://www.diritto.it), p. 5.

mento la cui violazione non incide sulla validità del contratto, nel senso che in caso di sua violazione non è ipotizzabile l'applicabilità della nullità del negozio. È diversa, invece, l'ipotesi di mancata indicazione del diritto di recesso; in questo caso opererebbe una nullità di protezione, che ha quale obiettivo primario quello di fornire una tutela al contraente più debole, ovvero all'investitore.

Il diritto di ripensamento ha la funzione di sospendere temporaneamente l'efficacia del contratto la cui esecuzione viene ad essere quindi differita. Ebbene, si obietta che il servizio di ricezione e trasmissione degli ordini di negoziazione sul mercato, e non quindi per il collocamento, è una prestazione diversa dal servizio di collocamento o di gestione, poiché l'art. 49 Regolamento Intermediari dispone che gli intermediari che trattano ordini per conto dei clienti applicano misure che assicurino una trattazione rapida, corretta ed efficiente di tali ordini rispetto ad altri ordini di clienti e agli interessi di negoziazione dello stesso intermediario<sup>38</sup>.

In caso di ordini di clienti con limite di prezzo in relazione ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato che non siano eseguiti immediatamente alle condizioni prevalenti del mercato, gli intermediari autorizzati all'esecuzione degli ordini per conto dei clienti adottano misure volte a facilitare l'esecuzione più rapida possibile di tali ordini pubblicandoli immediatamente in un modo facilmente accessibile agli altri partecipanti al mercato, a meno che il cliente fornisca esplicitamente istruzioni diverse. A tal fine gli intermediari possono trasmettere gli ordini del cliente con limite di prezzo a un mercato regolamentato e/o a un sistema multilaterale di negoziazione.

Sul punto va da subito precisato che l'art. 30, co. 8, t.u.f. sancisce la non applicabilità della sospensione dell'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede, alle offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione di azioni con diritto di voto o di altri strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché le azioni o gli strumenti finanziari siano negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'UE<sup>39</sup>.

La stessa Consob ha precisato che la ratio che sottende all'esclusione dell'applicazione del diritto di ripensamento alle offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione di titoli quotati è la stessa che giustifica l'e-

---

<sup>38</sup> EROLI, *Lo ius poenitendi*, cit., p. 6.

<sup>39</sup> PAGNONI, *Commento sub art. 30*, in *Commentario al TUF*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, p. 329.

sclusione del suddetto diritto con riferimento alle operazioni aventi ad oggetto titoli per i quali sia già stata deliberata l'emissione, ancorché la negoziazione potrà avvenire solo al termine dell'offerta, una volta assegnati i titoli. Ciò risulta funzionale all'esigenza di mercato di effettuare tempestivamente le procedure di riparto e consentire l'inizio della negoziazione, al fine di ridurre al minimo il grey market, ovvero il periodo intercorrente tra il momento della chiusura dell'offerta ed il momento di inizio delle negoziazioni <sup>40</sup>.

È evidente che per determinate tipologie di operazioni di investimento è lo stesso legislatore ad escludere il diritto di ripensamento, in quanto l'esenzione non va ad incidere sull'esigenza di tutela dell'investitore, rilevato che egli riceve già una tutela dalla disciplina delle offerte pubbliche.

L'esclusione del diritto di recesso è risultata necessaria al fine di assicurare il buon funzionamento di queste operazioni, le quali coinvolgono un numero indeterminato di investitori/risparmiatori e hanno tempi stringenti. L'esigenza di assegnare immediatamente i titoli offerti non consente di attendere la scadenza del termine per il diritto di ripensamento, stante il rischio che detto diritto possa essere esercitato contestualmente o dopo le operazioni di riparto. Infine, si potrebbe verificare anche una lesione della par condicio degli investitori, in quanto il diritto di ripensamento potrebbe essere esercitato solo da coloro che avevano ricevuto l'offerta fuori sede.

Va poi osservato che la tesi che si fonda sul significato tecnico del termine collocamento, limita la previsione contenuta nell'art. 30 t.u.f. alle sole ipotesi di collocamento in senso proprio e di sottoscrizione dei contratti di gestione; di conseguenza contrasta con la finalità di tutela del consumatore, che giustifica il diritto di ripensamento con la posizione meno garantita dell'investitore che viene contattato fuori sede dal promotore finanziario e, presumibilmente, invogliato a sottoscrivere contratti nei quali riveste una posizione debole <sup>41</sup>.

Infine, viene paventata dalla S.C. la possibilità di un recesso opportunistico, motivato da eventuali oscillazioni dei valori dei prodotti finanziari

---

<sup>40</sup> Bollettino settimanale Consob *“Consob Informa”*, del 22 giugno 1998, n. 25.

<sup>41</sup> Parte della dottrina ha precisato che il collocamento degli strumenti finanziari è *«da intendersi in senso lato quale attività diretta alla (e comprendente la) stipulazione dei contratti, (di vendita, di sottoscrizione...) alla quale si indirizza l'attività di offerta»*. Cfr. COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da Cottino, Padova, 2004, p. 184. In giurisprudenza si vedano App. Brescia, 24 settembre 2007, in *Ilcaso.it*; Trib. Parma, 14 maggio 2007, in *Ilcaso.it*.

acquistati fuori sede, ma la scelta di esercitare un diritto da parte dell'investitore non contrasta con l'intento del legislatore di tutelare il consumatore meno protetto quando acquista fuori dai locali del venditore, vincolando quest'ultimo a stringenti obblighi di protezione del cliente e gravandolo di tutte le possibili conseguenze negative della mancata tutela <sup>42</sup>.

In una valutazione dei costi e dei benefici dell'istituto del diritto di recesso, previsto dall'art. 30 t.u.f., emerge, secondo alcuni autori, una «sconfitta di detto istituto, poiché da un lato la sospensione per sette giorni dell'efficacia del contratto può in molti casi essere fonte di danno per l'investitore che dal ritardo nell'esecuzione dell'operazione può spesso subire un pregiudizio conseguente ad una flessione del valore dell'investimento» <sup>43</sup>. Dall'altro, il diritto di recesso viene esercitato solo dagli investitori sofisticati, che sono in grado di valutare diligentemente l'opportunità di recedere nel termine di sette giorni. Per il piccolo risparmiatore resta la sanzione della nullità del contratto prevista per i casi in cui non venga indicato nei moduli o nei formulari la facoltà di ripensamento. Si tratta però di una tutela di tipo riparatorio e di carattere esclusivamente formale, che non risponde alle effettive esigenze di tutela della parte debole in presenza di un'attività contrattuale sorprendente, che non ha consentito una completa valutazione dei rischi e delle caratteristiche dell'operazione.

## 8. L'abuso del diritto, la condotta opportunistica e il principio di buona fede.

Uno degli aspetti della decisione della S.C. che risulta essere poco condivisibile è quello relativo alla condotta opportunistica dell'investitore, in quanto si sostiene che il cliente/risparmiatore potrebbe assumere comportamenti opportunistici, ad esempio nel caso in cui durante il periodo di sospensione degli effetti del contratto, le condizioni del mercato dovessero mutare, l'investitore potrebbe decidere di far valere la nullità relativa, prevista dal co. 7 dell'art. 30 t.u.f. <sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> Trib. Padova, 20 maggio 2009.

<sup>43</sup> CARBONETTI, *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, p. 785, il quale rileva che «*lo jus poenitendi risulta appartenere, per tornare alla classificazione ascarelliana, al novero degli istituti regressivi*».

<sup>44</sup> MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, già diretto da Cicu, Messineo, Mengoni e continuato da Schlesinger, Milano, 2012, p. 314.

Esisterebbe un rischio concreto di un utilizzo non corretto da parte dell'investitore del diritto di recesso. Tale rischio potrebbe però essere neutralizzato applicando il principio di buona fede.

Parte della giurisprudenza di merito, ad esempio, ha stabilito che la mancanza del contratto quadro integra una fattispecie di nullità relativa, che può essere oggetto di convalida da parte dell'investitore, in quanto quest'ultimo, nel momento in cui invoca la nullità delle sole operazioni che hanno generato una perdita, applicando un principio di nullità selettiva, manifesterebbe una volontà di non impugnare le altre operazioni, quindi la predetta condotta dovrebbe essere interpretata come convalida tacita della nullità del contratto quadro non sottoscritto<sup>45</sup>. Questa impostazione non può condividersi, perché la nullità relativa deve essere intesa come una sanzione civile indiretta volta a tutelare il contraente debole e al contempo a disincentivare determinate condotte dell'intermediario.

L'obbligo di buona fede oggettiva costituisce un autonomo dovere giuridico, espressione di un generale principio di solidarietà sociale, la cui costituzionalizzazione è ormai pacifica<sup>46</sup>. Una volta collocato nel quadro dei valori della Carta costituzionale, poi, il predetto principio deve essere inteso come una specificazione degli "inderogabili doveri di solidarietà sociale" imposti dall'art. 2 Cost.. Il dovere di solidarietà sociale impone a ciascuna delle parti del rapporto obbligatorio, di agire in modo da preservare gli interessi dell'altra, a prescindere dall'esistenza di specifici obblighi contrattuali o di quanto espressamente stabilito da singole norme di legge. In questa prospettiva, si è pervenuti ad affermare che il criterio della buona fede costituisce uno strumento, per il giudice, atto a controllare, anche in senso modificativo od integrativo, lo statuto negoziale, in funzione di garanzia del giusto equilibrio degli opposti interessi. La buona fede, in sostanza, serve a mantenere il rapporto giuridico nei binari dell'equilibrio e della proporzione. Il criterio rivelatore della violazione dell'obbligo di buona fede oggettiva è quello dell'abuso del diritto. Gli elementi costitutivi dell'abuso del diritto sono: 1) la titolarità di un diritto soggettivo in capo ad un soggetto; 2) la possibilità che il concreto esercizio di quel diritto possa essere effettuato secondo una pluralità di modalità non rigidamente predeterminate; 3) la circostanza che tale esercizio concreto, anche se formalmente rispettoso

---

<sup>45</sup> Trib. Verona, 23 marzo 2010, in *Rass. dir. civ.*, 2011, 1276.

<sup>46</sup> Cass. 15 febbraio 2007, n. 3462, in banca dati *Defure*.

della cornice attributiva di quel diritto, sia svolto secondo modalità censurabili rispetto ad un criterio di valutazione, giuridico od extragiuridico; 4) la circostanza che, a causa di una tale modalità di esercizio, si verifichi una sproporzione ingiustificata tra il beneficio del titolare del diritto ed il sacrificio cui è soggetta la controparte. L'abuso del diritto, quindi, delinea l'utilizzazione alterata dello schema formale del diritto, finalizzata al conseguimento di obiettivi ulteriori e diversi rispetto a quelli indicati dal legislatore. Come rimedio all'abuso del diritto, l'ordinamento pone una regola generale, ovvero quella di rifiutare la tutela di diritti ed interessi esercitati in violazione delle regole, poste in essere con comportamenti contrari alla buona fede oggettiva.

La giurisprudenza ritiene che la buona fede deve essere intesa come un presidio a tutela dell'intermediario a fronte di mutamenti del mercato <sup>47</sup>.

Sul punto è stato osservato che: «altro è dire che l'investitore è legittimato a far valere una causa di nullità, altro è dire che lo è, a condizione che l'esercizio sia conforme alla buona fede, il che vuol dire – qui, a detta delle stesse Sezioni Unite – che esso non sia opportunistico» <sup>48</sup>.

La condotta opportunistica, quindi, si tradurrebbe in un abuso del diritto, nel senso che l'investitore eserciterebbe il diritto di recesso per finalità diverse da quelle riconosciute dalla norma, ovvero per sottrarsi alle perdite <sup>49</sup>. Nell'ipotesi di violazione del principio di buona fede oggettiva, l'intermediario potrà invocare il mantenimento del rapporto contrattuale o potrà chiedere il risarcimento del danno? Si opta, nel caso di specie per la tutela reale essendo possibile l'esecuzione in forma specifica.

Appare non condivisibile la posizione di chi sostiene che siffatta forma di tutela debba essere riconosciuta solo per le operazioni con prezzi standardizzati, perché in questo caso l'investitore ha una piena consapevolezza del “prezzo” dell’operazione; mentre per le altre tipologie di operazioni aventi un “prezzo” oscillante l'investitore conclude l'investimento senza conoscerne il controvalore; per di più l'esecuzione avvie-

---

<sup>47</sup> MAFFEIS, *Investimenti fuori sede e difetto di indicazione della facoltà di recesso*, in *Riv. dir. banc.*, 15, 2013, p. 3; DOLMETTA – MINNECI – MALVAGNA, *Lo ius poenitendi tra sorpresa e buona fede: a proposito di Cass. SS. UU. n. 13905/2013*, in *Riv. dir. banc.*, 16, 2013, p. 4.

<sup>48</sup> MAFFEIS, *Investimenti fuori sede e difetto di indicazione della facoltà di recesso*, p. 3.

<sup>49</sup> Cass., 20 marzo 2009, n. 6896, in *Foro it. Rep.*, 2009, voce *Contratti in genere*, n. 437; Cass., 7 marzo 2007, n. 5273, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 69. Entrambe sull'eccezione di dolo e frode nell'esercizio dell'azione.

ne al prezzo che lo strumento finanziario registrerà alla scadenza del termine della sospensiva<sup>50</sup>. Ne consegue che la disciplina in questione non si attaglia alla negoziazione dei titoli del mercato secondario in cui il prezzo è caratterizzato da rapide e continue fluttuazioni.

Va osservato, poi, che il diritto di ripensamento è stato concepito come una forma di tutela tout court dell'investitore dai rischi derivanti dall'effetto sorpresa, poiché gli si deve consentire di riflettere sull'operazione che ha sottoscritto a prescindere dal prezzo standard o fluttuante. In questo caso si realizzerebbe una parziale disapplicazione dell'art. 30, co. 6, t.u.f. in assenza di una specifica previsione normativa. Alla banca è attribuita una responsabilità da status, che mal si concilia, ad esempio, con un'offerta di strumenti finanziari che in breve lasso di tempo, meno di sette giorni, risultano non convenienti essendosi ridotto notevolmente il valore. Non si comprende, quindi, per quale ragione debba essere l'investitore a sopportare l'onere economico derivante dall'effetto sorpresa.

## 9. L'omessa indicazione del diritto di recesso e la sanzione della nullità.

L'art. 30, co. 7, t.u.f. stabilisce che l'omessa menzione della facoltà di esercitare il diritto di recesso nei moduli e nei formulari comporta la nullità dei relativi contratti, che può essere fatta valere solo dal cliente. Si tratta quindi di una nullità di protezione alla stregua di quelle contenute nel codice del consumo, invocabile a tutela di una sola parte (dall'investitore) in diretta attuazione del principio costituzionale di solidarietà. L'indicazione del diritto di recesso nei contratti non si riferisce al solo contratto quadro inizialmente sottoscritto dall'investitore, ma anche ai contratti di investimento successivamente sottoscritti, per i quali, altrimenti, il risparmiatore si troverebbe privo di una effettiva tutela. Inoltre, con la sottoscrizione del contratto quadro il cliente dell'intermediario non effettua nessuna operazione di investimento: pertanto, ci si troverebbe innanzi ad una forma di tutela non applicabile in concreto.

Alcuni autori hanno sostenuto che la mancata indicazione del diritto di recesso all'atto della sottoscrizione impedisce di fatto di potersi avvalere del relativo diritto, in quanto viene meno la sostanza della tutela

---

<sup>50</sup> CIVALE, *Diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari: dalle questioni semantiche all'eterogenesi dei fini*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, p. 8.

preventiva e non solo la prescrizione formale<sup>51</sup>. Si tratta di una nullità concepita come rimedio verso un possibile pregiudizio a cui il cliente/risparmiatore è esposto, costituendo un presidio avverso la naturale asimmetria informativa che esiste tra i contraenti, tant'è che si potrebbe far riferimento al c.d. «formalismo di protezione»<sup>52</sup>.

Si potrebbe ipotizzare de jure condendo una riformulazione del diritto di recesso contenuto nel t.u.f. avvicinandolo alla disciplina sanzionatoria, prevista dal Codice del Consumo con riferimento alla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari. L'art. 67. co. 4-*septiesdecies* del codice del consumo commina la sanzione della nullità, rilevabile solo dal cliente, in tre distinti casi: a) qualora il fornitore del servizio ostacoli il diritto di recesso da parte del contraente; b) in caso di mancato rimborso delle somme eventualmente pagate dal consumatore; c) in caso di violazione degli «obblighi di informativa precontrattuale in modo da alterare in modo significativo la rappresentazione delle sue caratteristiche». L'intento del legislatore è sicuramente quello di eliminare le asimmetrie informative tra il consumatore e il professionista/produttore, al fine di riequilibrare il rapporto contrattuale.

Delle tre ipotesi sopra indicate solo la prima si inserisce nel solco già tracciato dall'art. 30 t.u.f. ampliando l'ambito di applicazione della san-

---

<sup>51</sup> DOLMETTA - MINNECI - MALVAGNA, *Lo ius poenitendi*, cit., p. 7. La giurisprudenza di merito in relazione ad alcuni piani finanziari ha stabilito che: «*il contratto denominato "My Way" è un contratto misto che ha come scopo principale l'acquisto di prodotti finanziari, posto che il soggetto finanziato non riceve nessuna somma di denaro della quale può disporre e che viene invece interamente utilizzata per l'acquisto di prodotti finanziari. A tale tipo di contratto deve quindi ritenersi applicabile la disciplina prevista per i contratti di collocamento si strumenti finanziari di cui all'art. 30, commi 6 e 7 del d. lgs. n. 58/1998 in base alla quale il contratto, ove concluso fuori sede, deve prevedere la facoltà di recesso a pena di nullità*». Così Trib. Roma, 20 luglio 2006, n. 16408; Trib. Mantova, 17 ottobre 2006, entrambe in *Ilcaso.it*. Si veda anche INZITARI - PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, p. 33. La clausola contrattuale di recesso contenuta nel piano finanziario 4YOU non è facilmente comprensibile dagli investitori inesperti, in quanto si compone di proposizioni criptiche e di una formula matematico finanziaria incomprensibile al pubblico non specialistico; si deve pertanto concludere per la sua vessatorietà e nullità. Da ciò discende la facoltà del cliente di recedere *ad nutum* dal piano finanziario con il conseguente diritto di vedersi restituite tutte le rate versate per il rimborso del finanziamento dalla stipula sino al momento dell'effettivo saldo. In tal senso si veda Trib. Firenze, 13 giugno 2013, in *Ilcaso.it*.

<sup>52</sup> PAGLIANTINI, *Formazione del contratto*, in *Enc. giur.*, II, 2, Milano, 2008, p. 581, nt. 69; SEMEGHINI, *Forma ad substatiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010, p. 115.

zione, operante non solo in caso di mancata menzione della facoltà di recedere sui moduli o formulari utilizzati, ma in tutte le situazioni in cui «il fornitore ostacola il diritto di recesso». Il rimedio, quindi, è invocabile qualora il fornitore ponga in essere comportamenti tali da escludere lo *jus poenitendi* accordato al consumatore, sia nella fase precontrattuale, sia in quella successiva alla conclusione del contratto, o ancora qualora il fornitore del servizio induca il consumatore in errore, negando la facoltà di recedere. In questo caso si può certamente richiamare il principio di buona fede già invocato dalla S.C.

L'ipotesi contraddistinta dalla lett. b) richiama, in linea di massima, il principio contenuto dal t.u.f. che consente all'investitore di recedere senza il pagamento di nessuna commissione. Il contratto è nullo anche se il fornitore non rimborsa le somme. La nullità in questo caso pare tuttavia dettata dalla finalità di evitare che, in caso di mancata restituzione di quanto ricevuto da parte del fornitore, il consumatore possa essere tenuto al pagamento del corrispettivo per il servizio fornito.

Il caso contraddistinto dalla lett. c), invece, sembrerebbe essere maggiormente insidioso, posto che le Sezioni Unite hanno escluso che la violazione dei doveri di comportamento da parte degli intermediari possa determinare la nullità del contratto<sup>53</sup>, ma nel caso di specie si tratterebbe di una nullità espressamente prevista dal dettato normativo e, quindi supererebbe lo “sbarramento” della nullità virtuale.

## 10. Il decreto del fare e la posizione della Cassazione.

Il d.l. 21 giugno 2013, n. 69 (art. 56-quater), convertito con l. 9 agosto 2013, n. 98, ha aggiunto all'art. 30, co. 6, t.u.f., dopo il secondo periodo, il seguente: «ferma restando l'applicazione della disciplina di cui al primo e al secondo periodo ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettere c), c-bis) e d), per i contratti sottoscritti a decorrere dal 1° settembre 2013 la medesima disciplina si applica anche ai servizi di investimento di cui all'art. 1, comma 5, lettera a)». Dal dato normativo emerge che, per i contratti sottoscritti in data antecedente al 1° settembre 2013, il diritto di ripensamento riconosciuto al cliente nell'ambito dell'offerta

---

<sup>53</sup> Cass., S. U., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 143, con nota di Bove, *Le violazioni delle regole di condotta degli intermediari finanziari al vaglio delle Sezioni unite*.

fuori sede risulta applicabile solo ai servizi di collocamento e gestione di portafogli; invece, per quelli conclusi successivamente a detta data, tale diritto viene ad essere esteso anche al servizio di negoziazione in conto proprio. Va, altresì, osservato che la disposizione in esame limita, in modo intenzionale, l'ambito dei rapporti per i quali risulta applicabile il diritto di ripensamento, ovvero ad una sfera più contenuta rispetto a quella delle offerte fuori sede. La Cassazione è intervenuta recentemente sul tema precisando che l'art. 56-quater non può essere qualificato come norma interpretativa<sup>54</sup> dal momento che nei lavori preparatori non vi è alcuna indicazione in tal senso. Sul punto è stato osservato che qualora il legislatore avesse prescritto che: «per contratti di collocamento, ai sensi dell'art. 30, comma 6, d. lgs. n. 58/98, si intendono i contratti relativi ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettere a), c), c-bis) e d)» sarebbe stata chiara la natura di interpretazione autentica della disposizione normativa<sup>55</sup>. Invece, l'espressa previsione di un dies a quo per l'entrata in vigore della disposizione esclude che alla stessa possa riconoscersi natura di interpretazione autentica<sup>56</sup>. Il legislatore non ha espressamente escluso che il diritto di ripensamento possa applicarsi anche ai servizi di ricezione e trasmissione di ordini, lasciando così la questione ancora aperta.

Una siffatta impostazione si porrebbe in contrasto con gli artt. 3 e 47, co. 1, Cost.; infatti, appare alquanto arduo giustificare una disparità di trattamento tra i risparmiatori a seconda della data in cui hanno sottoscritto il contratto, così come verrebbe meno la tutela del risparmio in tutte le sue forme.

Il limite temporale individuato dal legislatore, più che rappresentare una scelta equilibrata<sup>57</sup>, sembra assumere i connotati di una decisione salomonica. Forse sarebbe stato opportuno riformulare l'istituto del di-

---

<sup>54</sup> Cass., 3 aprile 2014, n. 7776, in *www.dirittobancario.it*; LA ROCCA, *Jus poenitendi e servizi di investimento (a margine di Cass. 3 aprile 2014 n. 7776)*, in *Riv. dir. banc.*, 2014; e in *Riv. trim. dir. economia*, 2014, con nota di MIRRA, *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede: dubbi sull'applicabilità ai servizi ed alle attività di investimento*; e in *Banca, borsa e tit. cred.*, II, 2014, 524, con nota di TUCCI, *L'offerta fuori sede nella stagione del nichilismo giuridico*.

<sup>55</sup> NATOLI, *Lo jus poenitendi ex art. 30 T.U.F. dopo il d.l. n. 69/13 (c.d. decreto del fare)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, p. 236. Assume posizione contraria CIVALE, *La nuova disciplina del diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede dei prodotti finanziari*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, p. 8.

<sup>56</sup> Corte Cost., 17 novembre 1992, n. 455, in *Giust. cost.*, 1992, p. 4192.

<sup>57</sup> CIVALE, *Il contenzioso bancario e finanziario*, Roma, 2014, p. 293.

ritto di ripensamento nel senso sopra suggerito, anziché optare per una siffatta soluzione per di più assunta con decreto legge.

Alla luce di tutte le considerazioni fin qui svolte, si può concludere che l'esercizio del diritto di recesso, nel caso di mutate condizioni del mercato, non si pone in contrasto con lo scopo per il quale lo stesso è riconosciuto e non pone certamente l'intermediario in una posizione più gravosa di quella in cui si troverebbe nel caso di recesso operato dall'investitore per motivi diversi.

GIANFRANCO LIACE