

Diritto di ripensamento

# Il diritto di ripensamento dopo la pronuncia delle Sezioni Unite ed il “Decreto del Fare”

di Edoardo Guffanti (\*)

La Corte di Cassazione interviene nuovamente sull'ambito di applicazione dell'art. 30, comma 6, T.U.F., affermando, a valle di un articolato percorso di analisi, che l'art. 56 *quater* del Decreto del Fare non è una norma di interpretazione autentica e di conseguenza non ha avuto l'effetto di sanare l'eventuale nullità dei contratti di investimento, stipulati prima del 1° settembre 2013. Da tale data in poi, la nuova disciplina del diritto di ripensamento trova applicazione anche in relazione al servizio di negoziazione in conto proprio. Tuttavia, la sentenza in commento pone l'interprete di fronte a numerosi interrogativi di non semplice soluzione in merito all'effettiva portata della disciplina introdotta dal Decreto del Fare.

## Premessa

La sentenza in commento è di assoluta rilevanza, poiché interviene a valle sia della nota sentenza delle Sezioni Unite n. 13905/2013 (1), sia dell'entrata in vigore dell'art. 56 *quater* - inserito nell'iter di conversione in legge del D.L. 21 giugno 2013, n. 69 (c.d. “Decreto del fare”) (2) - che ha modificato la disciplina del diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede.

Più in dettaglio, la Corte di Cassazione interviene nuovamente sull'ambito di applicazione dell'art. 30, comma 6, T.U.F., affermando, a valle di un articolato percorso di analisi, che l'art. 56 *quater*, del Decreto del Fare non è una norma di interpretazione autentica, e non ha avuto l'effetto di sanare l'eventuale nullità dei contratti di investimento, privi dell'avviso in merito al diritto di ripensamento, stipulati prima del 1° settembre 2013. Tali contratti restano - secondo la Suprema Corte - disciplinati

dall'art. 30, comma 6, T.U.F., nella formulazione ante modifica, da interpretarsi nel senso indicato dalle Sezioni Unite della Corte nella ricordata sentenza n. 13905/2013.

## Il caso concreto

Il caso sottoposto all'attenzione della Suprema Corte trae origine dalla sottoscrizione di un complesso contratto di investimento avvenuta “fuori sede”.

Tale contratto aveva ad oggetto un'operazione finanziaria composita, risultante dall'insieme di tre diverse operazioni: (1) la concessione di un finanziamento al cliente; (2) il contestuale acquisto, con parte della provvista derivante da tale finanziamento, di obbligazioni “zero coupon” emessi dalla banca finanziatrice; (3) la contestuale sottoscrizione, con la restante parte della provvista, di quote di un OICR azionario, le cui quote erano collocate presso il pubblico dalla stessa banca (3).

(\*) Il contributo è stato sottoposto, in forma anonima alla valutazione di un *referee*.

(1) La prima Sezione civile (ord. n. 10376/2012) aveva riscontrato opinioni diverse sul punto, sia in dottrina che giurisprudenza (v., in senso restrittivo, Cass. n. 2065/2012 e n. 4564/2012, nonché anche la comunicazione Consob n. DIN/12030993 del 19 aprile 2012). Ritenendo, quindi, la questione di rilievo, l'ha rimessa alla Sezioni Unite. L'esame del contenuto della sentenza esula dallo scopo del presente articolo. Per un commento della stessa, v. M. D'Auria, *Recesso e nullità nei contratti di investimento tra regole di settore e principi*, in *Giur. it.*, 2014, 852, ove ulteriori riferimenti giurisprudenziali e dottrinali.

(2) La legge di conversione, 9 agosto 2013, n. 98, è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale 20 agosto 2013, n. 194. Con specifico riguardo alla disciplina del servizio di negoziazione in conto proprio contenuta nell'art. 56 *quater* del “Decreto del Fare” sia consentito rimandare a E. Guffanti, *La nuova disciplina del diritto di ripensamento: problematiche applicative nella negoziazione in conto proprio*, in questa *Rivista*, 2014, 174.

(3) L'operazione era completata dalla previsione secondo la quale sia le obbligazioni “zero coupon” sia le quote dell'OICR fossero costituite in pegno in favore della banca a garanzia della restituzione del finanziamento.

Alcuni anni dopo la sottoscrizione del contratto, l'investitore convenne la banca in giudizio e formulò una serie di domande tra loro subordinate, ma tutte comunque volte a privare il contratto della propria efficacia. In via principale, il risparmiatore chiese la dichiarazione di nullità del contratto di investimento, in considerazione del fatto che esso non conteneva l'avviso in merito al diritto di recesso entro i sette giorni successivi alla sottoscrizione, previsto dall'art. 30, comma 7, T.U.F.

Il tribunale adito ritenne il contratto nullo per violazione del citato art. 30, comma 7, poiché l'investitore non era stato informato della facoltà a lui riconosciuta di poter recedere dal contratto senza né spese, né corrispettivo nei sette giorni decorrenti dalla sottoscrizione.

La sentenza di primo grado venne impugnata dalla banca dinanzi la Corte d'Appello di Palermo, la quale escluse che il contratto potesse ritenersi nullo per mancanza dell'avviso sul diritto di ripensamento. La decisione si basò sul seguente ragionamento: (a) l'operazione finanziaria oggetto del giudizio era rappresentata dall'accostamento di tre diversi contratti: un contratto di mutuo, un contratto di acquisto di obbligazioni ed un contratto di investimento in quote di un fondo comune di investimento; (b) l'obbligo di informare il risparmiatore del diritto di ripensamento, di cui all'art. 30, comma 6, T.U.F., sussiste soltanto nel caso di stipula fuori sede dei contratti di collocamento di strumenti finanziari. Nel caso di specie, dunque, quell'obbligo informativo doveva essere osservato solo per la sottoscrizione delle quote del fondo comune collocate dalla banca, non per la vendita di obbligazioni, né tantomeno per l'erogazione del mutuo; (c) la banca, prima della stipula del contratto di collocamento delle quote del fondo d'investimento, aveva fornito al cliente il prospetto informativo, nel quale era contenuta l'informazione sul diritto di ripensamento.

### Il ricorso

La sentenza della Corte di Appello è stata impugnata dall'investitore sulla base di otto motivi, di cui il più rilevante è senz'altro il primo (4): la sentenza di appello avrebbe violato quanto previsto all'art. 30, comma 6, T.U.F., là dove ha ritenuto che l'istituto di credito abbia assolto l'onere - previsto

dalla legge a pena di nullità - di informare il cliente del diritto di ripensamento.

Al riguardo, l'investitore precisa che il piano finanziario dallo stesso sottoscritto costituiva uno strumento contrattuale "unitario", composto da tre operazioni tra loro connesse. Dalla natura unitaria dell'operazione discenderebbe - secondo la tesi sostenuta dall'investitore - la necessità che l'informazione sull'esistenza del diritto di ripensamento dovesse essere contenuta non già nel prospetto informativo concernente l'acquisto delle quote del fondo comune, bensì nel modulo contrattuale relativo all'intero piano finanziario. Ciò in quanto - ed è questo il passaggio di maggior interesse - l'obbligo di informare in merito al diritto di recesso sussiste anche nell'ipotesi di *vendita* in conto proprio di obbligazioni, e non soltanto nell'ipotesi di *collocamento*, e ciò in quanto la "vendita" di obbligazioni rientra nel novero delle operazioni di "collocamento" fuori sede di cui all'art. 30, comma 6, T.U.F.

Dal canto suo, la banca rileva che l'attività dalla stessa prestata non può qualificarsi come "attività di collocamento", e che l'obbligo di informazione sul diritto di recesso riguarda esclusivamente i contratti aventi ad oggetto il servizio di collocamento in senso stretto (nonché, ovviamente, quelli di gestione di portafogli). Sulla base di questa premessa, la banca afferma la correttezza del principio affermato dalla sentenza della Corte di Appello (i.e. l'obbligo di informare il risparmiatore del diritto di ripensamento, di cui all'art. 30, comma 6, T.U.F., sussiste soltanto nel caso di stipula fuori sede dei contratti di *collocamento*, intesi in senso stretto, di strumenti finanziari), e ciò anche in considerazione del fatto che la tesi fatta propria dalla Corte di Appello "è stata esplicitamente confermata dal D.L. 21 giugno 2013, n. 69, art. 56-quater (convertito, con modificazioni, nella L. 9 agosto 2013, n. 98, c.d. 'decreto del fare')".

Il citato art. 56 *quater* ha, infatti, inserito una interpolazione nel citato comma 6, la cui formulazione letterale risulta quindi essere la seguente: "ferma restando l'applicazione della disciplina di cui al primo e al secondo periodo ai servizi di investimento di cui all'art. 1, comma 5, lett. 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, lett. a)" (5).

(4) Gli ulteriori motivi di ricorso proposti dal ricorrente restano - a giudizio della Corte - assorbiti dall'accoglimento del primo. Per ragioni di brevità non vengono, quindi, richiamati.

(5) L'attuale formulazione letterale dell'articolo è la seguente: "L'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede è

La norma, prosegue la banca, avrebbe natura di norma interpretativa: essa sarebbe di conseguenza retroattiva ed ha avuto lo scopo di dissipare i dubbi su quale fosse la volontà del legislatore allorché scrisse l'art. 30, comma 6, T.U.F.

La banca, come altri, ha interpretato la norma sopra citata nel senso che essa avrebbe introdotto una discontinuità temporale nella disciplina dell'offerta fuori sede: (i) le vendite per conto proprio di strumenti finanziari, stipulate fuori sede fino al 31 agosto 2013, non devono contenere l'informazione sul diritto di recesso dell'investitore (6); (ii) le vendite per conto proprio di strumenti finanziari, stipulate fuori sede a partire dal 1° settembre 2013 devono contenere, a pena di nullità, l'informazione sul diritto di recesso del investitore.

### La discussa retroattività della nuova disciplina: l'interpretazione logica

L'interpretazione dell'art. 56 *quater* quale norma di interpretazione autentica, invocata dalla banca controricorrente, non è condivisa dalla Suprema Corte, la quale afferma che la suddetta disposizione non ha natura interpretativa, poiché "depongono univocamente in tal senso l'interpretazione logica, quella finalistica e quella costituzionalmente orientata".

Sulla base dell'interpretazione logica, la Suprema Corte rileva che il precetto contenuto nell'art. 56 *quater* sancisce l'applicazione del diritto di recesso ai contratti di negoziazione in conto proprio stipulati dopo il 1° settembre 2013, senza tuttavia negare il contrario e, cioè, che il diritto di recesso non si applichi ai contratti stipulati prima di tale data.

sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore. Entro detto termine l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo al promotore finanziario o al soggetto abilitato; tale facoltà è indicata nei moduli o formulari consegnati all'investitore. 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'articolo 1, comma 5, lettera a). La medesima disciplina si applica alle proposte contrattuali effettuate fuori sede".

(6) In questa prospettiva, la banca controricorrente afferma che le Sezioni Unite della Corte di cassazione - stabilendo che il diritto di recesso *ex art. 30 T.U.F.*, si applichi anche ai contratti di negoziazione - "si sono poste in aperta antitesi con la prassi consolidata degli intermediari". L'espressione non è tra le più felici. Essa viene pertanto letta dalla Suprema Corte come finalizzata ad operare un "singolare capovolgimento dei rapporti fra legge e cittadini". Tuttavia, il significato dell'affermazione sarebbe apparso chiaro non appena si fosse tenuto in considerazione il contesto: per lungo tempo gli intermediari

Secondo la Corte, "se il legislatore avesse davvero inteso escludere il diritto di recesso per i contratti stipulati prima di settembre 2013, non avrebbe dovuto stabilire che il diritto 'A' si applica ai contratti stipulati dopo: avrebbe dovuto sancire che il diritto 'A' non si applica ai contratti stipulati prima".

Sul piano della logica formale, prosegue la Corte, ne discende una importante conseguenza: individuato il discrimine temporale del 1° settembre, la legge dichiara che ai contratti (di negoziazione in conto proprio) stipulati dopo tale data si applica il diritto di recesso, ma tale affermazione non è legata da un nesso di esclusione reciproca rispetto al suo contrario: e cioè che ai contratti stipulati prima di tale data il diritto di recesso non si applichi. Nel rimandare all'articolo pubblicato su questo numero (7) per l'approfondimento dei profili costituzionali della questione, è qui sufficiente formulare alcune osservazioni.

Nel processo di attribuzione di significato ad un enunciato normativo, l'apprezzamento della portata semantica dei vocaboli non può essere disgiunto dall'apprezzamento del modo in cui i vocaboli sono tra di loro connessi nella struttura complessiva dell'enunciato. Sebbene l'interpretazione grammaticale non sia sempre sufficiente, l'apprezzamento degli enunciati nel loro complesso è un momento necessario del processo di attribuzione agli enunciati legislativi di un significato (8).

In questa prospettiva, non pare del tutto convincente l'interpretazione dell'art. 56 *quater* come "non escludente" l'applicazione del diritto di recesso ai contratti di negoziazione in conto proprio stipulati fuori sede (*rectius*, agli ordini impartiti (9))

hanno fatto (legittimamente) affidamento su una lettura della norma, condivisa da parte delle giurisprudenza ed avallata anche dall'autorità di vigilanza competente per materia. Non si era di fronte ad una limitata "prassi commerciale" di recente manifestazione, frutto di comportamenti discutibili, quanto piuttosto ad una diversa e possibile lettura della norma in questione.

(7) I. Rivera, *Quando la norma è di interpretazione autentica: alcuni problemi di metodologia ermeneutica*, in questa Rivista, 2014, 204.

(8) Sul punto, per tutti, G. Tarello, *L'interpretazione della legge*, in *Trattato di diritto civile*, a cura di A. Cicu - F. Messineo, I, tomo 2, 108 ss.

(9) Non può che condividersi quanto affermato dalle Sezioni Unite nella più volte ricordata sentenza n. 13905/2013 e, cioè: "la disciplina del recesso di cui si sta parlando non può che riguardare i singoli rapporti negoziali in base ai quali l'investitore si trovi a sottoscrivere uno strumento finanziario offertogli ... e non la stipulazione dei c.d. contratto quadro, che di per sé non implica alcun acquisto di strumenti finanziari ed è perciò sicuramente estranea alla nozione di collocamento, sia pur latamente intesa". Nello stesso senso, in dottrina, F. Par-

prima del 1° settembre 2013. L'enunciato è, infatti, 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'articolo 1, comma 5, lettera a)".

A ben vedere l'incipit "*ferma restando*", seguito dall'elencazione precisa di tre servizi di investimento, dall'indicazione di una data di riferimento e dalla congiunzione coordinativa "*anche*" legittima una diversa lettura, maggiormente coerente con la formulazione letterale degli enunciati: la norma riconosce il diritto di ripensamento in relazione agli investimenti realizzati fuori sede nell'ambito del servizio di negoziazione in conto proprio soltanto da una certa data in poi.

Tenendo in considerazione il criterio interpretativo previsto dall'art. 12 delle preleggi e, cioè, che non si può attribuire alla legge altro senso se non quello fatto palese dal significato proprio delle parole, parrebbe che la lettura interpretativa della Suprema Corte tenda a "forzare" il significato dell'art. 56 *quater*.

È senz'altro legittimo interrogarsi sulla razionalità - ed anche sulla legittimità - della disposizione introdotta dal legislatore (v. *infra*) - ma a tal fine non sembra necessario, né possibile, distorcere la lettura del dato testuale.

Al riguardo, è stato osservato che la formulazione dell'art. 56 *quater* è tale da fornire argomentazioni a favore della lettura restrittiva dell'art. 30, comma 6, T.U.F., nella previgente formulazione (10). Infatti, prevedere il diritto di recesso a partire dal 1° settembre esclusivamente a tre specifici servizi di investimento e, contestualmente, stabilire che "resta ferma" l'applicazione del diritto di ripensamen-

to al servizio di collocamento e a quello di gestione di portafogli, porta a ritenere che l'espressione "contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestioni di portafogli individuali" - contenuta nel più volte citato art. 30, comma 6, ante modifica - sia proprio riferita soltanto a quei due servizi di investimento, e non a tutti (11).

Del resto, se il legislatore avesse inteso condividere la lettura estensiva dell'ambito di applicazione del diritto di recesso, non si comprenderebbe perché questi avrebbe dovuto emanare la disposizione in esame: sarebbe stato sufficiente non intervenire, così da rendere pienamente efficace il principio di diritto espresso dalle Sezioni Unite dalla Corte di cassazione.

### La discussa retroattività della nuova disciplina: l'interpretazione finalistica

Sul diverso piano dell'interpretazione finalistica, la Corte di cassazione esclude che il legislatore abbia emanato una norma di interpretazione autentica per porre rimedio ad una situazione di incertezza giuridica, e ciò in considerazione del fatto che "il presupposto che legittima l'intervento del legislatore attraverso una norma di interpretazione autentica è la situazione di incertezza che il legislatore intende eliminare". Secondo la Corte, infatti, nel nostro ordinamento "questa situazione di incertezza non solo non esisteva, ma anzi era stata esclusa proprio dall'intervento delle Sezioni Unite cui l'art. 65 (12) dell'Ordinamento giudiziario attribuisce il compito di rimuoverle, le incertezze, e non di crearle" (13).

Orbene, che la situazione di incertezza non esistesse *prima* della sentenza delle Sezioni Unite pare un'affermazione discutibile. È nota, infatti, la divergenza di opinioni, esistente sia in dottrina sia in giurisprudenza, in merito all'interpretazione del-

rella, Commento *sub* art. 30, in *Testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini - G. Gasparri, Torino, I, 2012, 496.

(10) In questo senso, R. Natoli, *Contratti di collocamento e juspoenitendi dell'investitore*, in *Contratti*, 2014, 45; conforme P. Luccarelli, *Il waltzer delle juspoenitendi*, in *Financial Community Hub*, reperibile su [www.fchub.it](http://www.fchub.it).

(11) Anche chi scrive si era espresso in questo senso, ritenendo che nelle intenzioni del legislatore l'art. 56 *quater* contenesse due enunciati normativi: il primo volto a facilitare interpretazione della disposizione per il passato; il secondo finalizzato contenente una norma dispositiva per il futuro, E. Guffanti, *op. cit.*, 175.

(12) L'articolo recita: "*La corte suprema di cassazione, quale organo supremo della giustizia, assicura l'esatta osservanza e l'uniforme interpretazione della legge*".

(13) Al riguardo, la Corte aggiunge che non sarebbe corretto qualificare come "incertezza del diritto" un "eventuale malumore ingenerato da una decisione della Corte di Cassazione

configgente con interessi od aspettative privati". In tal modo la Corte minimizza, a giudizio di chi scrive, i relevantissimi impatti che la precedente decisione delle Sezioni Unite avrebbe potuto avere sulla validità dei contratti già conclusi fuori sede nel corso degli anni in coerenza con le (diverse) indicazioni dell'autorità di vigilanza del settore e di numerose pronunce di merito. Più precisamente, parrebbe essere sminuito il rischio che la nullità dei contratti di investimento - privi dell'avvertenza in merito al diritto di ripensamento - venga fatta valere in modo opportunistico soltanto in relazione ad operazioni che hanno generato perdite, e non in relazione a quelle per le quali si sarebbe voluto esercitare il diritto di ripensamento nei sette giorni successivi alla sottoscrizione dell'ordine di compravendita/sottoscrizione. V. L. Di Brina, *Contratti del risparmiatore negoziati fuori dei locali commerciali. Collocamento e offerta fuori sede*, in *I contratti del risparmiatore*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, 342, nt. 5.

l'art. 30, comma 6, T.U.F. A conferma di ciò è appena il caso di ricordare che fu proprio la prima Sezione Civile della Corte di cassazione, nell'ordinanza n. 10376/2012, a riscontrare opinioni diverse sul punto e a rimettere la questione alle Sezioni Unite. Dunque, che vi fosse incertezza prima della pronuncia delle Sezioni Unite è innegabile.

Diversa è, invece, la situazione esistente *all'indomani* della sentenza delle Sezioni Unite: l'incertezza era venuta meno proprio grazie all'intervento delle Sezioni Unite - avvenuto circa un anno prima della sentenza in commento - che aveva chiarito l'ambito di applicazione dell'art. 30, comma 6, T.U.F., nella formulazione allora vigente.

Ciò premesso in merito all'(in)certezza, va osservato che il punto cruciale della questione è un altro e, cioè, se sia possibile per il legislatore intervenire in presenza di un precedente intervento chiarificatore della Corte di Cassazione, alla quale - è noto - l'ordinamento attribuisce il compito di assicurare l'uniforme interpretazione della legge.

La Corte di Cassazione è netta nell'escludere che il legislatore "abbia avuto il poco commendevole intento di porre in non cale una sentenza delle Sezioni Unite, e scardinare un tal modo il principio di separazione tra i poteri dello Stato".

Come si è avuto modo di precisare, l'esame dei profili di diritto costituzionale esula dallo scopo del presente lavoro (14), ed è pertanto possibile limitarsi ad osservare che la giurisprudenza costituzionale ha più volte chiarito che il legislatore può adottare norme che precisino il significato di disposizioni legislative, e ciò non soltanto quando sussista una situazione di incertezza nell'applicazione del diritto "ma anche in presenza di un indirizzo omogeneo della Corte di cassazione, quando la scelta imposta dalla legge rientri tra le possibili varianti di senso

del testo originario, con ciò vincolando un significato ascrivibile alla norma anteriore" (15).

Del resto, il potere di interpretazione autentica è del tutto connaturale a quella preminenza del legislatore che caratterizza uno stato di diritto (16). In questa prospettiva, il punto focale non risulterebbe essere l'intenzione del legislatore - che ha verosimilmente inteso indicare la *propria* interpretazione della legge - quanto piuttosto l'avvenuto rispetto (o meno) delle altre condizioni necessarie affinché la norma di interpretazione autentica possa ritenersi lecita (17).

La Corte costituzionale ha individuato nel tempo una serie di limiti generali all'efficacia retroattiva delle leggi, attinenti alla salvaguardia, oltre che dei principi costituzionali, di altri fondamentali valori di civiltà giuridica, posti a tutela dei destinatari della norma e dello stesso ordinamento, tra i quali vanno ricompresi il rispetto del principio generale di ragionevolezza (18), che si riflette - ad esempio - nel divieto di introdurre ingiustificate disparità di trattamento; nella tutela dell'affidamento legittimamente sorto nei soggetti quale principio connaturato allo Stato di diritto; nella coerenza e della certezza dell'ordinamento giuridico.

In questa prospettiva, la norma che deriva dalla legge di interpretazione autentica può, quindi, dirsi costituzionalmente legittima qualora si limiti ad assegnare alla disposizione interpretata un significato già in essa contenuto, riconoscibile come una delle possibili letture del testo originario (19). In tal caso, infatti, la legge interpretativa ha lo scopo di "ristabilire un'interpretazione più aderente alla originaria volontà del legislatore" (20) a tutela della certezza del diritto, cioè di un principio di preminente interesse costituzionale (21).

Se, dunque, la Corte Costituzionale ha confermato la possibilità per il legislatore di introdurre norme

(14) I. Rivera, *op. cit.*, 254.

(15) Corte cost., 22 novembre 2000, n. 525. In senso conforme, tra le altre: sentenza n. 311/1995 e n. 397/1994, nonché l'ordinanza n. 480/1992.

(16) In senso contrario, A. Tucci, *L'offerta fuori sede nell'epoca del nichilismo giuridico*, in *Banca Borsa*, 2014, 535, secondo il quale "Il legislatore agostano, dunque, ha verosimilmente avuto presente proprio la fattispecie sottoposta all'esame delle Sezioni Unite e ha tentato di attenuare le conseguenze non gradite della sentenza in spregio dei principi fondamentali sanciti nella costituzione".

(17) Sul punto, la Corte costituzionale ha affermato che il divieto di retroattività della legge (art. 11 delle disposizioni sulla legge in generale), pur costituendo valore fondamentale di civiltà giuridica, non riceve nell'ordinamento la tutela privilegiata di cui all'art. 25 Cost. Corte cost. 5 aprile 2012, n. 78, in *Giust. civ.*, 2012, I, 1146; sul punto, v. anche le sentenze n. 15/2012, n. 236/2011, e n. 393/2006, in *www.cortecostituzionale.it*.

(18) La Corte costituzionale, nella sentenza n. 376 ha ripre-

so precedenti affermazioni secondo cui "ben può il legislatore [...] conferire [...] efficacia retroattiva ad una legge anche se essa non si auto-qualifichi, né sia, di interpretazione autentica". Coerentemente con questa premessa, la giurisprudenza della Corte costituzionale è da tempo univoca nel ritenere che "quello della ragionevolezza e del non contrasto con altri valori e interessi costituzionalmente protetti costituisce il limite della potestà del legislatore di conferire efficacia retroattiva alla legge".

(19) *Ex plurimis*: sentenze n. 271 e n. 257/2011, n. 209/2010 e n. 24/2009 in *www.cortecostituzionale.it*.

(20) Corte costituzionale, sentenza n. 311/2009.

(21) Quindi, che da un alto è vero che le disposizioni normative di natura interpretativa, dotate di efficacia retroattiva, incontrano precisi e rigorosi limiti, dall'altro è innegabile che, in linea di principio, dovrebbe essere possibile ristabilire un'interpretazione più aderente all'originaria volontà del legislatore anche a seguito di pronunce giurisprudenziali. Sul punto, A. Pizzorusso, *Art. 1-9, Fonti del diritto. Disposizioni preliminari, in Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, 2011, 256.

che retroattivamente impongano una delle possibili varianti di senso del testo legislativo originario, non si comprende appieno perché la Corte di cassazione non abbia preso in considerazione tale ipotesi, ossia che lo scopo perseguito dal legislatore sia stato proprio quello di ristabilire l'interpretazione considerata più aderente alla originaria volontà del legislatore, e ciò a seguito di una rilevante pronuncia giurisprudenziale, evidentemente non del tutto condivisa (22).

### L'oscura genesi dell'art. 56 quater

Un ulteriore passaggio della sentenza in commento, non del tutto condivisibile, attiene all'esame dei lavori preparatori dell'art. 56 quater. La Suprema Corte puntualizza che detto articolo "non può essere qualificato come 'norma interpretativa' nemmeno alla luce dei lavori preparatori, che non contengono alcuna indicazione in tal senso. Anzi, se mai vi fu norma oscura nella genesi e negli intenti, questa è il D.L. n. 69 del 2013, art. 56 quater".

A ben vedere, l'esame dei lavori preparatori fornisce alcune indicazioni per comprendere l'intenzione del legislatore. Ad esempio, le c.d. "Schede di lettura" - predisposte dall'Ufficio Studi della Camera dei Deputati in relazione alle "Disposizioni urgenti per il rilancio dell'economia" - recitano: "L'articolo 56-quater, introdotto nel corso dell'esame al Senato, modificando l'articolo 30, comma 6 del TUF estende la disciplina del diritto di ripensamento per l'offerta fuori sede a determinati servizi di investimento, tra i quali la negoziazione in proprio per i contratti sottoscritti dal 1° settembre 2013". In un successivo passaggio, viene precisato che: "La norma inserisce dopo il secondo periodo del comma 6 dell'articolo 30 del TUF una disposizione di interpretazione autentica, che considera già applicabile la prima parte del comma 6 (diritto di ripensamento per l'offerta fuori sede) ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettere c), c-bis) e d)".

Un analogo chiarimento si ritrova nel resoconto della seduta della V Commissione, Sede Referente, tenutasi il giorno 8 agosto 2013: "L'articolo 56-

quater, introdotto nel corso dell'esame in sede referente al Senato, modificando l'articolo 30, comma 6 del TUF (decreto legislativo n. 58 del 1998) estende la disciplina del diritto di ripensamento per l'offerta fuori sede a determinati servizi di investimento, tra i quali la negoziazione in proprio per i contratti sottoscritti dal 1 settembre 2013".

Anche il testo delle relazioni dei deputati relatori Francesco Boccia (per la V Commissione) e Francesco Paolo Sisto (per la I Commissione) - in sede di discussione sulle linee generali del disegno di legge di conversione n. 1248-b (discussione svoltasi il 9 agosto 2013) - riporta lo stesso passaggio: "L'articolo 56-quater, introdotto nel corso dell'esame in sede referente al Senato, modificando l'articolo 30, comma 6 del TUF (D. Lgs. n. 58 del 1998) estende la disciplina del diritto di ripensamento per l'offerta fuori sede a determinati servizi di investimento, tra i quali la negoziazione in proprio per i contratti sottoscritti dal 1 settembre 2013".

Dunque, da un lettura complessiva dei lavori preparatori pare potersi individuare l'intento perseguito dal legislatore (condivisibile, o meno, che sia). Se, da un lato, è vero che i parlamentari durante il dibattito non hanno commentato questa specifica norma, come rilevato dalla Suprema Corte, dall'altro, è altrettanto vero che l'assenza di interventi dei parlamentari non si può interpretare come una "oscura genesi" della norma; forse, al più, come un'acritica accettazione della proposta messa in votazione.

In conclusione, pare doversi affermare che l'intenzione del legislatore emerga dai lavori preparatori: si è verosimilmente inteso limitare per il futuro il perimetro del diritto di ripensamento, nonché fornire una lettura autentica dell'art. 30, comma 6, T.U.F. Del resto, la tempistica e le modalità di introduzione al Senato dell'emendamento a pochi giorni dalla pubblicazione della sentenza delle Sezioni Unite paiono lasciare pochi dubbi in merito all'obiettivo perseguito con inserimento dell'art. 56 quater in sede di conversione del Decreto del Fare (23).

(22) Con tutta evidenza, il tentativo del legislatore non è stato salutato favorevolmente dai giudici della Suprema Corte, i quali - incidentalmente, ma non implicitamente - fanno riferimento ad un possibile conflitto di attribuzioni tra poteri dello stato: "con riferimento all'intenzione del legislatore, è appena il caso di rilevare che gli atti normativi debbono presumersi voluti dal legislatore in senso conforme alle regole ed ai principi dell'ordinamento: sicché non può certo presumersi che il Governo, con l'emendamento introduttivo del D.L. n. 69 del 2013, art. 56 quater, abbia avuto il poco commendevole inten-

to di porre in non cale una sentenza delle Sezioni Unite, e scardinare in tal modo il principio di separazione tra i poteri dello Stato". Così facendo, la Corte rende evidente quello che è il punto focale della questione: una pretesa interferenza del potere legislativo nella sfera di quello giudiziario, che - a giudizio di chi scrive - pare aver condizionato la lettura delle disposizioni di cui all'art. 56 quater.

(23) Sul punto, F. Ciaralli, *La dialettica dei distinti: il diritto di recesso nell'offerta fuori sede*, in *Rass. Avv. Stato*, 2014, 115.

### La discussa retroattività della nuova disciplina: l'interpretazione costituzionalmente orientata

L'ultimo argomento utilizzato dalla Suprema Corte per confutare la valenza di interpretazione autentica dell'art. 56 *quater* e, quindi, la sua efficacia retroattiva, è l'interpretazione costituzionalmente orientata.

Secondo la Corte, infatti, se la norma in esame si interpretasse nel senso propugnato dalla banca controricorrente, essa entrerebbe in conflitto con molteplici precetti di rango costituzionale e, in primo luogo, con l'art. 47 Cost., comma 1, "nella parte in cui introdurrebbe un regime di favore per gli istituti di credito i quali abbiano stipulato contratti di negoziazione titoli fuori sede prima del 1.9.2013".

In merito, sia consentito rimandare all'articolo dedicato ai profili di diritto costituzionale pubblicato nel presente numero di questa *Rivista* (24).

### Prime riflessioni sulla disciplina applicabile contratti stipulati dopo il 1° settembre 2013

L'analisi sin qui condotta si è concentrata sulla possibile valenza interpretativa dell'art. 56 *quater* del Decreto del Fare in relazione ai contratti di investimento conclusi fuori sede *prima* del 1° settembre 2013.

È ora opportuno focalizzare l'attenzione sulla disciplina applicabile ai contratti di investimento che vengono attualmente conclusi fuori sede, ossia dopo l'entrata in vigore del ricordato articolo.

In quest'ottica, la formulazione della norma - avente contenuto innovativo (25) - è chiara: per tutti i contratti sottoscritti dopo il 1° settembre 2013 il diritto di ripensamento si applica a tutte le operazioni disposte nell'ambito della prestazione dei servizi di gestione di portafogli, di collocamento (con e senza garanzia) e di negoziazione in conto proprio. Per gli ordini impartiti nell'ambito, invece, dei contratti di esecuzione di ordini e di ricezione e trasmissione di ordini la norma non prevede l'applicazione del diritto di ripensamento.

Nella definizione della portata del diritto di ripensamento il legislatore ha esteso sì la tutela offerta dal comma 6, ma lo ha fatto limitatamente al solo servizio di negoziazione in conto proprio (che era,

peraltro, il servizio di investimento oggetto della controversia sottoposta alle Sezioni Unite).

Una credibile motivazione della scelta operata nel Decreto del Fare è la vicinanza tra due fattispecie: il collocamento, da un lato, e la rivendita sistematica di strumenti detenuti in proprietà, dall'altro. Si pensi, ad esempio, alla situazione in cui un intermediario ha acquisito in proprietà strumenti finanziari nell'ambito di un collocamento con garanzia (o acquisto a fermo): in tali circostanze è possibile (anche se non è certo) che vi sia l'esigenza per l'intermediario di eliminare rapidamente dal portafoglio di proprietà gli strumenti finanziari acquisiti a seguito della sottoscrizione della quota di "inventuto" dell'emissione. Una riprova di ciò si trova nel contenzioso sorto in passato in relazione alla cessione sistematica di strumenti finanziari (es. obbligazioni Parmalat), effettuata spesso mediante vendite in contropartita diretta, che ha reso evidente la labilità del confine esistente tra il servizio di collocamento e la vendita sistematica di strumenti finanziari detenuti in proprietà dall'intermediario.

In altre parole, è realistico ritenere che legislatore abbia voluto estendere la tutela offerta dall'art. 30, comma 6, T.U.F., soltanto alla fattispecie "contigua" al collocamento.

Ne consegue che nelle intenzioni del legislatore l'elenco dei servizi di investimento ai quali si applica il diritto di recesso è chiuso.

Non sembra, pertanto, condivisibile, una lettura dell'art. 56 *quater* che determini l'estensione di tale diritto anche a servizi di investimento diversi da quelli indicati mediante un preciso riferimento normativo (soluzione scelta con l'evidente intenzione di individuare puntualmente l'ambito di applicazione ed evitare di ingenerare nuovamente incertezza interpretativa).

Alcuni autori hanno, invece, interpretato il nuovo testo del comma 6 alla luce della sentenza in commento, giungendo ad affermare tale norma "nulla dice" in merito ai servizi di esecuzione di ordini e di ricezione e trasmissione di ordini (26).

Tale opinione non pare convincente, e ciò per un duplice ordini di ragioni: in primo luogo, è agevole rilevare che l'analitica enumerazione di taluni servizi di investimento esclude implicitamente gli altri; in secondo luogo, sulla base dei lavori preparatori, non pare potersi dubitare che l'estensione del-

(24) I. Rivera, *op. cit.*, 254.

(25) Conforme, R. Natoli, *op. cit.*, 45.

(26) Così, A. Tucci, *op. cit.*, 535; G. La Rocca, *Il collocamen-*

*to di prodotti finanziari tra Cassazione e legislatore "del fare": brevi notazioni*, in *Foro it.*, 2013, 3495.

l'ambito di applicazione del diritto di ripensamento sia stata intenzionalmente limitata al solo servizio di negoziazione in conto proprio.

Da una visuale diversa, ci si potrebbe chiedere se la scelta operata nel Decreto del Fare possa considerarsi "ragionevole", e ciò in quanto si potrebbe ritenere che l'esigenza di tutela del cliente "sorpreso" dall'offerta fuori sede si pone in termini analoghi sia nell'ambito del servizio di negoziazione in conto proprio, sia nell'ambito dei servizi di esecuzione di ordini e di ricezione e trasmissione di ordini.

Il che significa interrogarsi sul perché tali ultimi servizi siano stati volutamente *esclusi* dall'ambito di applicazione del diritto di ripensamento.

Una prima possibile lettura è nel senso di rilevare come, nell'ambito dei tre servizi di investimento indicati dal legislatore, l'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dell'investitore non determina alcun pregiudizio per i terzi e, quindi, non pregiudica la rapidità e la certezza degli scambi sui mercati finanziari (27). Infatti, nell'ambito del servizio di collocamento (con o senza garanzia, od assunzione a fermo) l'esercizio del diritto determina soltanto un minor numero di strumenti finanziari dell'emittente collocati sul mercato, senza pregiudizio per altri soggetti; nel caso della gestione, l'esercizio di tale diritto determina il venir meno del "contratto quadro" e l'investitore torna in possesso delle somme eventualmente già versate, senza alcuna conseguenza per altri soggetti; infine, nell'ambito della negoziazione per conto proprio, l'esercizio del diritto si riverbera esclusivamente sul negoziatore, il quale non venderà gli strumenti finanziari.

Al contrario, nel caso di ordini impartiti fuori sede nell'ambito del servizio di esecuzione ordini (nonché nel servizio di ricezione e trasmissione di ordini) l'esercizio del diritto di ripensamento travolgerebbe i diritti dei terzi in buona fede che hanno venduto sul mercato (magari tramite un ordine sottoscritto "in sede") gli strumenti finanziari che l'investitore ha acquistato, oltre a consentire all'investitore di effettuare scelte meramente opportunisti-

che in considerazione dell'andamento dello strumento finanziario (acquistato o venduto). Ciò, ovviamente, è vero nella misura in cui si ritenga che l'ordine debba essere eseguito tempestivamente sul mercato, fermo restando che gli strumenti finanziari potranno essere immessi nel portafoglio del cliente soltanto una volta decorso il termine di sette giorni senza che lo stesso abbia esercitato il proprio diritto di recesso.

A ben vedere, però, le conseguenze negative derivanti dall'assoggettamento al diritto di ripensamento non sarebbero accettabili anche nell'ambito della diversa, e preferibile, tesi interpretativa secondo la quale l'ordine resta sospeso e può essere eseguito sul mercato soltanto al termine del periodo di ripensamento (28). In tale scenario, verrebbero meno le problematiche sopra evidenziate, tuttavia si produrrebbero comunque effetti pregiudizievoli sull'intero mercato finanziario in termini di efficienza e tempestività degli scambi; elementi, questi, di particolare rilievo *anche* per i singoli investitori in relazione ai servizi di investimento in esame (29).

Si potrebbe obiettare che il contrasto tra l'esigenza di tutela del contraente debole e l'efficienza del mercato è stato risolto dalle Sezioni Unite a favore del primo.

L'osservazione, però, non coglie nel segno. Innanzitutto, le Sezioni Unite hanno risolto il contrasto tra queste due esigenze contrapposte con riguardo all'ipotesi nella quale l'esercizio del diritto di recesso retroagisce negativamente solo sull'intermediario "offerente", e non su altri (30). Il che avvalorava la bontà della tesi qui sostenuta. Inoltre, si deve prendere atto che il legislatore ha evidentemente effettuato una diversa valutazione costi-benefici rispetto a quella dei giudici di legittimità, considerando non comprimibile l'interesse collettivo all'efficienza del mercato finanziario in queste due fattispecie.

Un'ulteriore possibile motivo dell'esclusione operata dal Decreto del Fare si rinviene nell'assenza di

(27) R. Natoli, *op. cit.*, 45.

(28) Nello stesso senso, S. Cicchinelli, *Il diritto di ripensamento tra tutela dell'investitore e funzionamento del mercato mobiliare*, in *Corr. giur.*, 2014, 251, il quale osserva, poi, che "la cristallizzazione degli effetti negoziali, di contro, non è consentita dal legislatore per quelle operazioni che pongono alla loro base una contrattazione diretta e dinamica, che pone da subito a carico dell'investitore il rischio dell'investimento effettuato".

(29) Giunge alla conclusione opposta, G. La Rocca, *op. cit.*, 3495, il quale afferma che "il principio di salvaguardia dell'integrità dei mercati", previsto dall'art. 21 T.U.F., debba essere in-

teso "come formazione di un mercato finanziario non rischioso". La tesi non è condivisibile, atteso che il mercato finanziario è naturalmente e strutturalmente "rischioso". È importante tenere sempre presente che qualsiasi investimento, anche il più prudente, comporta un rischio di perdita.

(30) "D'altronde, è inevitabile che il riconoscimento di una maggior tutela in favore dell'investitore che acquista si traduca in una posizione meno vantaggiosa per l'intermediario che vende, ma questa è la naturale contropartita dei vantaggi che, su più larga scala, lo stesso intermediario si ripromette di conseguire ...", Cass., SS.UU., sentenza 3 giugno 2013, n. 13905, in questa *Rivista*, 2014, 41.

una connaturata attività sollecitatoria nei servizi di investimento esclusi, che caratterizza invece il servizio di collocamento e può essere rinvenuta anche nel servizio di negoziazione in conto proprio (31). In linea di principio, è condivisibile il rilievo delle Sezioni Unite secondo cui potrebbe accadere che l'investitore venga raggiunto dall'intermediario "fuori sede" con una proposta di investimento, nel qual caso una medesima forma di protezione sarebbe opportuna, poiché l'esigenza di tutela connessa non sarebbe ragionevolmente differenziabile sulla base del tipo di servizio di investimento per il tramite del quale viene effettuato l'investimento proposto.

Con tutta evidenza, però, tale astratta possibilità non può condurre il legislatore ad una generalizzazione aprioristica, secondo la quale tale esigenza *sussiste sempre e comunque* in tutti i casi in cui un ordine è impartito fuori sede: un conto è affermare che in teoria un ordine di negoziazione possa essere "proposto" fuori sede, altro è dire che questa sia la situazione tipica e ricorrente nella prestazione dei servizi di esecuzione ordini e di ricezione e trasmissione ordini (32), soprattutto nell'attuale contesto normativo nel quale fornire raccomandazioni personalizzate (33) di investimento configura la prestazione (anche) di un altro servizio di investimento: la consulenza in materia di investimenti, di cui però l'art. 56 *quater* non fa menzione.

Al di fuori dell'ipotesi in cui il cliente usufruisce anche del servizio di consulenza, non sembra possibile presumere che il processo decisionale dell'in-

vestitore sia necessariamente distorto dall'operato dell'intermediario, poiché quest'ultimo: (a) non sta fornendo raccomandazioni personalizzate di investimento (34); (b) non versa in una situazione di strutturale conflitto di interessi.

Dunque - al di fuori della diversa ipotesi nella quale l'ordine di compravendita sia stato attivamente proposto dal promotore nell'ambito del servizio di consulenza - non pare potersi rinvenire un connaturato "effetto sorpresa" nella prestazione dei due servizi citati che giustifichi il sacrificio dell'integrità dei mercati e della tempestiva esecuzione degli ordini impartiti.

In questa prospettiva, non risulta irragionevole escludere dal perimetro del diritto di ripensamento gli investimenti realizzati in circostanze nelle quali non si può ravvisare (se non tramite improprie generalizzazioni) una generalizzata esigenza di tutelare il cliente rispetto a scelte di investimento indotte dalla consulenza e/o dall'attività promozionale prestata dall'intermediario (35).

Anche volendo far riferimento alla nota pronuncia delle Sezioni Unite, la soluzione proposta dal legislatore non risulta illogica, atteso che - stando al principio di diritto ivi enunciato - l'estensione della tutela agli altri servizi di investimento è necessaria soltanto "ove ricorra" la stessa esigenza di tutela, e non "perché sussiste" tale esigenza ("il diritto di recesso accordato all'investitore dal D. Lgs. N. 58/1998, art. 30, comma 6, ... trova applicazione... anche quando la medesima vendita fuori sede abbia avuto luogo in esecuzione di un servizio di investimento

(31) Come già ricordato, non si fa riferimento al servizio di gestione, poiché è indubbio che la ragione della sua inclusione storica nell'ambito dell'art. 30, comma 6, T.U.F. risieda altrove e, segnatamente, nelle peculiari caratteristiche di tale servizio che presuppongono un notevole affidamento del cliente-investitore nei confronti del gestore.

(32) In merito all'impossibilità di effettuare una lettura estensiva, M. D'Auria, *Recesso e nullità nei contratti di investimento tra regole di settore e principi*, in *Giur. it.*, 2014, 860, il quale osserva "un'indicazione fondata sul sospetto che la sottoscrizione degli strumenti finanziari sia stata determinata dal potere persuasivo dell'intermediario, piuttosto che da una ponderata riflessione del risparmiatore è argomento inidoneo a cambiare il dato formale che si realizza nel caso di negoziazione, trasmissione e ricezione di ordini".

(33) Come previsto dalla disciplina vigente, una raccomandazione è personalizzata quando un consiglio di investimento verte su un determinato strumento finanziario ed è presentato come adatto al cliente, o basato sulle sue caratteristiche. Pertanto, non configurano la prestazione del servizio di consulenza le raccomandazioni e i consigli rivolti al pubblico con mezzi di comunicazione di massa (giornali, televisioni, internet, ecc.), né i consigli che normalmente gli intermediari danno in merito ad una tipologia di strumento finanziario (azioni, obbligazioni, OICR, ecc.), ovvero alla composizione del portafoglio (es. privilegiare il mercato americano; ridurre l'esposizione alla sterlina, ecc.).

(34) Non è possibile formulare una valutazione generale, valida sempre, in relazione al caso in cui l'intermediario esegua ordini di compravendita per la propria clientela, ma deve essere valutata, invece, con riguardo alle peculiarità del caso concreto. Infatti, operazioni della specie possono essere effettuate sulla base di un ordine di acquisto dello strumento finanziario conferito spontaneamente dal cliente (in tal caso non è configurabile alcuna attività "sollecitatoria", posto che l'intermediario si limita ad eseguire l'ordine del cliente stesso), oppure su suggerimento dell'intermediario cosa che può avvenire allorché l'intermediario stesso fornisca al cliente indicazioni circa singole operazioni nell'ambito del diverso e distinto servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. Una situazione "limite" è individuabile nel caso in cui l'intermediario fornisca raccomandazioni generiche, ossia non basate sulle caratteristiche del cliente, né presentate come adatte a lui. In questi casi si potrebbe, forse, dubitare dell'effettiva efficacia persuasiva di una siffatta raccomandazione. Nel vigore della previgente disciplina, con riguardo al servizio di negoziazione in conto proprio, v. Comunicazione Consob n. 97006042/1997.

(35) Sul punto, V. Renzulli, *L'offerta fuori sede, collocamento e offerta a distanza*, in *Diritto del mercato finanziario*, a cura di R. Lener, 2011, Milano, 249; D.U. Santosuosso, *Juspoenitendi e servizi di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, 773.

*diverso* (dal collocamento, N.d.R.), *ove ricorra la stessa esigenza di tutela*)”.

In assenza della contestuale prestazione del servizio di consulenza, non è ravvisabile la presenza di un “effetto sorpresa” ogniqualvolta un ordine di negoziazione venga impartito fuori sede in relazione ad un contratto “quadro” di esecuzione di ordini, ovvero di ricezione e trasmissione di ordini. Conseguentemente, non pare condivisibile la certezza con la quale alcuni autori affermano che una differenziazione della tutela offerta, basata sulla tipologia del servizio di investimento prestato dall’intermediario, pone necessariamente seri dubbi di legittimità costituzionale della novella (36).

A sostegno di tale ultima lettura è stato osservato che la necessità di proteggere l’investitore in tutti i casi in cui adotta decisioni di acquisto fuori sede è affermata dal considerando n. 21 della Direttiva 2011/83, la quale, benché non applicabile ai contratti aventi ad oggetto servizi finanziari, costituirebbe comunque un autorevole punto di riferimento per descrivere la situazione nella quale il cliente versa nell’offerta fuori sede (37).

Il riferimento non pare avere grande valenza interpretativa, poiché proprio l’esclusione dei servizi di investimento dall’ambito di applicazione della Direttiva fa sì che il legislatore comunitario non abbia dovuto ponderare i diversi interessi in gioco nello specifico contesto del mercato finanziario, il quale ha esigenze di funzionamento ben diverse da quelle che si ritrovano in un mercato nel quale si scambiano beni mobili (es. elettrodomestici) (38). Le specificità del mercato finanziario sono invece tenute nella dovuta considerazione nell’ambito della Direttiva 2002/65, che disciplina la prestazione dei servizi finanziari “a distanza” (anch’essa non applicabile al caso in esame). Tale Direttiva dimostra la necessità - nel contesto degli scambi che avvengono sui mercati finanziari - di bilanciare l’esigenza di tutela del singolo investitore con l’esigenza dell’intero mercato di non essere inficiato da decisioni opportunistiche dei singoli: gli ordini di compravendita su strumenti finanziari sono espressamente esclusi dal perimetro del diritto di ripensa-

mento. L’art. 6, comma 2, di tale Direttiva sancisce, infatti, che: “il diritto di recesso non si applica ai servizi finanziari il cui prezzo dipende da fluttuazioni del mercato finanziario che il fornitore non è in grado di controllare e che possono aver luogo durante il periodo di recesso, quali ad esempio i servizi riguardanti: operazioni di cambio, strumenti del mercato monetario, valori mobiliari, quote di un organismo di investimento collettivo,...” (39).

Alla luce di quanto precede, pare lecito concludere che la scelta operata dal legislatore con l’art. 56 *quater* risponda al canone della ragionevolezza, poiché estende la disciplina del diritto di ripensamento soltanto al servizio di negoziazione in conto proprio, e ciò per un preciso motivo: tale servizio è stato ritenuto l’unico in cui si può presumere che sussista la ricordata “*stessa esigenza di tutela*” (40) invocata dalle Sezioni Unite.

La stessa esigenza non è stata, invece, rinvenuta nel caso di ordini impartiti fuori sede, *senza* la consulenza dell’intermediario, nell’ambito di un contratto di esecuzione ordini, ovvero di ricezione e trasmissione di ordini.

In proposito, si deve, però, rilevare che il legislatore non ha disciplinato la fattispecie in cui tali servizi sono prestati *congiuntamente* al servizio di consulenza in materia di investimenti. In questo caso, infatti, si potrebbe presumere che l’operazione di investimento disposta fuori sede non sia stata decisa dal cliente di “propria iniziativa”, bensì sia stata effettuata a seguito di una raccomandazione personalizzata formulata fuori sede dall’intermediario e che, pertanto, sussista il noto “effetto sorpresa”.

L’assenza della tutela offerta dall’art. 30, comma 6, T.U.F. in relazione all’ipotesi di ordini conferiti dall’investitore a seguito di una consulenza personalizzata fuori sede è, forse, il punto debole della formulazione dell’art. 56 *quater*, il quale ripropone ancora una volta il tema della scarsa attenzione alla formulazione degli enunciati legislativi nell’ambito della decretazione di urgenza.

Per il momento, non resta che prendere atto della scarsa attenzione del legislatore ad un tema così rilevante.

(36) A. Tucci, *op. cit.*, 535; G. La Rocca, *op. cit.*, 3496.

(37) G. La Rocca, *op. cit.*, 3496.

(38) L’eventuale esercizio del diritto di recesso retroagisce soltanto sul venditore, il quale non vende il bene. Non vi sono conseguenze sull’intero mercato, né su altri operatori del settore, in particolare altri clienti consumatori.

(39) Sull’annoso tema del comportamento opportunistico dell’investitore in pendenza del periodo di ripensamento, S.

Cicchinelli, *op. cit.*, 248; F. Ciaralli, *op. cit.*, 114; A.A. Dolmetta - U. Minneci - U. Malvagna, *Il iuspoenitendi tra sorpresa e buona fede: a proposito di Cass. SS.UU. n. 13905/2013*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, 5.

(40) Si esprime a favore della ragionevolezza della norma, sebbene in base ad un diverso percorso argomentativo, F. Civalè, *La nuova disciplina del diritto di ripensamento nell’offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).