

ANNO XXXVII  
N. 2 Marzo-Aprile

Tariffa R.O.C.: Poste Italiane S.p.a. - Sped. in abb. post. - D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n. 46) art. 1, comma 1, DCB Milano.

RIVISTA BIMESTRALE  
a cura di

GIORGIO CIAN  
ALBERTO MAFFEI ALBERTI  
PIERO SCHLESINGER

2014

# LE NUOVE LEGGI CIVILI COMMENTATE

Direzione:

G. BALENA  
M. CAMPOBASSO  
M. CIAN  
G. DE CRISTOFARO  
M. DE CRISTOFARO  
F. DELFINI  
G. GUERRIERI  
M. MELI  
S. MENCHINI  
E. MINERVINI  
S. PAGLIANTINI  
D. SARTI

Redattore capo:

A. FINESSI

- *Jus poenitendi ex art. 30 t.u.f.* (d.l. n. 69/13)
- La media-conciliazione dopo il decreto «del fare» (d.l. n. 69/13)
- La diseredazione «per giusta causa» (l. n. 219/12)
- Prospetto informativo e informazione *price-sensitive* (d.lgs. n. 184/12)
- Crisi dell'impresa e continuazione dell'attività
- Diritti degli artisti interpreti
- Responsabilità civile per atti giurisdizionali
- Estinzione anticipata e credito al consumo
- Verità e segreto nella vicenda dell'adozione (Corte cost. n. 278/13)
- L'*action plan* 2012 sul governo societario

[www.edicolaprofessionale.com/NLC](http://www.edicolaprofessionale.com/NLC)

**LO JUS POENITENDI EX ART. 30 T.U.F.  
DOPO IL D.L. N. 69/13  
(C.D. « DECRETO DEL FARE ») [★]**

(D.l. 21 giugno 2013, n. 69, in *G.U.* n. 144 del 21 giugno 2013,  
s.o. n. 50/L, recante: « Disposizioni urgenti  
per il rilancio dell'economia » (c.d. « decreto del fare »),  
conv. con modificazioni con l. 9 agosto 2013, n. 98,  
in *G.U.* n. 194 del 20 agosto 2013, s.o. n. 63)

di  
**ROBERTO NATOLI**  
(Professore nell'Università di Palermo)

---

*JUS POENITENDI EX ART.*  
30 T.U.F.  
d.l. n. 69/13

---

SOMMARIO: 1. Il dibattito sull'estensione del diritto di ripensamento *ex art.* 30, comma 6°, d.lgs. n. 58/98, prima dell'art. 56 *quater*, d.l. 21 giugno 2013, n. 69. – 2. L'art. 56 *quater*, d.l. 21 giugno 2013, n. 69. – 3. L'interpretazione del nuovo testo dell'art. 30, comma 6°, d.lgs. n. 58/98. – 4. L'estensione del diritto di ripensamento *ex art.* 30, comma 6°, d.lgs. n. 58/98, dopo l'art. 56 *quater*, d.l. 21 giugno 2013, n. 69.

1. – Una questione tradizionalmente perplessa del diritto (dei contratti) dell'intermediazione finanziaria attiene all'esatta individuazione del perimetro applicativo dello *jus poenitendi* <sup>(1)</sup> stabilito, in favore del clien-

---

[★] Contributo pubblicato previo parere favorevole formulato da un componente del Comitato per la valutazione scientifica.

<sup>(1)</sup> Come è noto, il diritto di ripensamento è uno degli strumenti tipici di tutela del consumatore nei confronti di contrattazioni inattese o, per altre ragioni, pericolose. Per un quadro di sintesi cfr. A.M. BENEDETTI, voce *Recesso del consumatore*, in *Enc. dir., Annali*, IV, Milano, 2011, p. 956 ss. In generale, sul tema, ATELLI, *Il problema della sindacabilità della decisione di esercizio dello jus poenitendi attribuito ex lege al consumatore*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, p. 359 ss.; BAILLOD, *Le droit de repentir*, in *Rev. trim. dr. civ.*, 1984, p. 227 ss.; BARCA, *Scioglimento del vincolo contrattuale nel codice civile e nel Codice del consumo*, in *Trattato di diritto privato dell'Unione Europea*, III, I diritti dei consumatori, a cura di Alpa, 1, Torino, 2009, p. 367 ss.; BARGELLI, *Gli effetti del recesso nei Principi Acquis del diritto comunitario dei contratti*, in *Studi in onore di Giorgio Cian*, I, Padova, 2010, 119 ss.; A.M. BENEDETTI, *Autonomia privata procedimentale. La formazione del contratto fra volontà e legge*, Torino, 2002; G. BENEDETTI, *La formazione del contratto e l'inizio di esecuzione dal Codice civile ai Principi del diritto europeo dei contratti*, in *Eur. dir. priv.*, 2005, p. 309 ss.; BRECCIA, *La parte generale fra disgregazione del sistema e prospettive di armonizzazione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2008, p. 347 ss.; ID., *Fonti del diritto contrattuale*, in *Enc. dir., Annali*, III, Milano, 2010, p. 394 ss.; CALVO, *I contratti del consumatore*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ. Galgano*, XXXIV, Padova, 2005; CAMARDI, *Tecniche di controllo dell'autonomia contrattuale nella prospettiva del diritto europeo*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, p. 831 ss.; CASTRONOVO, *Diritto privato generale e diritti secondari. La ripresa di un tema*, *ivi*, 2006, p. 398 ss.; CHERUBINI, *Sul c.d. diritto di ripensamento*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p. 695 ss.; EAD., *Tutela del « contraente debole » nella formazione del consenso*, Torino, 2005; D'AMICO, voce *Formazione del contratto*, in *Enc. dir., Annali*, II, 2, Milano, 2008, p. 567 ss.; D'ANGELO, *La buona fede*, in *Tratt. Bessone*, XIII, *Il contratto in generale*, 4.2, Torino, 2004; ID., *Proposta e accettazione*, in *Trattato del contratto*, a cura di ROPPO, I, Milano, 2006, p. 6 ss.; DE CRISTOFARO, *La disciplina unitaria del « diritto di recesso »: ambito di applicazione, struttura e contenuti essenziali*, in *I principi del diritto comunitario dei contratti*. *Acquis commu-*

te al dettaglio, dall'art. 30, comma 6°, d.lgs. n. 58/98 (d'ora in poi, t.u.f.)<sup>(2)</sup>.

Tale questione, rispetto alla quale s'è registrata in giurisprudenza e dottrina una certa dissonanza di voci, può fundamentalmente riassumersi così: cosa si intende, ai sensi di tale disposizione, per contratti « di collocamento »?

Le opinioni sono le più varie. Cercando di semplificare – e sia pur al costo di far strage di qualche sfumatura interpretativa – le tesi sostenute al riguardo sono due, designabili la prima come estensiva e la seconda come restrittiva.

Secondo la tesi estensiva il concetto di collocamento evocato dalla disposizione in esame va inteso in senso ampio e atecnico, ricomprensivo di ogni contratto avente ad oggetto la negoziazione di strumenti finanziari<sup>(3)</sup>. Secondo la tesi restrittiva il concetto di collocamento va, invece, in-

---

JUS POENITENDI EX ART.  
30 T.U.F.  
d.l. n. 69/13

---

nautaire e diritto privato europeo, a cura di DE CRISTOFARO, Torino, 2009, p. 351 ss.; DEL-  
LACASA, *Il recesso unilaterale*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da VISIN-  
TINI, I, Padova, 2009, p. 643 ss.; DE NOVA, voce *Recesso*, in *Digesto IV ed., Disc. priv., Sez.*  
*civ.*, XVI, Torino, 1997, p. 314 ss.; DE POLI, *Gli effetti sul contratto di credito al consumo*  
*del recesso da un contratto concluso a distanza o a domicilio*, in *Nuova giur. civ. comm.*,  
2008, II, p. 15 ss.; FARNETI, *Corte di giustizia delle Comunità europee, sentenza 13 dicembre*  
*2001 (causa C-481/99): le gravi conseguenze della mancata informazione circa il diritto di re-*  
*cesso nei contratti negoziati fuori dai locali commerciali*, in *Studium iuris*, 2003, p. 535 ss.;  
ID., sub art. 64-67 c.cons., in DE CRISTOFARO e ZACCARIA (a cura di), *Commentario breve*  
*al diritto dei consumatori*<sup>2</sup>, Padova, 2013; FERRARI, *Ipotesi di qualificazione per il « reces-*  
*so » del consumatore*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, p. 3 ss.; GABRIELLI, *Vincolo contrattuale e re-*  
*cesso unilaterale*, Milano, 1985; GABRIELLI e PADOVINI, voce *Recesso (diritto privato)*, in  
*Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, p. 27 ss.; GRISI, *Lo « ius poenitendi » tra tutela del con-*  
*sumatore e razionalità del mercato*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, p. 569 ss.; ID., *Ius poeniten-*  
*di e tutela del consumatore*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ. Galgano*, XXVII, *Il con-*  
*tratto telematico*, a cura di Ricciuto e Zorzi, Padova, 2002, p. 163 ss.; PAGLIANTINI, *La for-*  
*ma informativa dei c.d. scambi senza accordo: l'indennità d'uso del bene tra recesso e abuso*  
*del consumatore*, in *www.personaemercato.it*, 2010, n. 2, p. 86 ss.; PILIA, *Accordo debole e*  
*diritto di recesso*, Milano, 2008; RENDE, *Il recesso comunitario dopo l'ultima pronuncia della*  
*Corte di Giustizia*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, p. 525 ss.; VALENTINO, *Recesso e vendite aggress-*  
*sive*, Napoli, 1996; EAD., *I contratti negoziati fuori da locali commerciali e i contratti a di-*  
*stanza*, in *I contratti dei consumatori*, a cura di Gabrielli e Minervini, 2, in *Tratt. Rescigno-*  
*Gabrielli*, Torino, 2005, p. 659 ss.; ZORZI GALGANO, *Lo Jus se poenitendi del consumatore*,  
in *Vita not.*, 2007, p. 555 ss. In particolare, sul diritto di ripensamento dei risparmiatori v.  
già ALPA, *Jus poenitendi e acquisto di valori mobiliari*, in *Riv. società*, 1987, p. 1501 ss.;  
ROPPO, *Offerta al pubblico di valori mobiliari e tecniche civilistiche di protezione dei rispar-*  
*miatori-investitori*, in *Giur. it.*, 1983, IV, c. 201 ss.

(<sup>2</sup>) Per un recente quadro riassuntivo v. C. SCOGNAMIGLIO, *Offerta fuori sede di stru-*  
*menti finanziari e servizi di investimento. Commercializzazione a distanza di servizi finanzia-*  
*ri*, in GITTI, MAUGERI e NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa*, II, Bologna, 2012, p.  
207 ss.; MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano,  
2012, p. 305 ss.

(<sup>3</sup>) Tale tesi è propugnata, nella giurisprudenza di legittimità, da Cass. 3 febbraio 2012,  
n. 1584, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, p. 138, dove è stata positivamente risolta la que-  
stione dell'applicazione del diritto di recesso al piano finanziario *4you*, qualificato alla stre-  
gua di un unico strumento finanziario costituito da una peculiare combinazione di titoli ob-  
bligazionari e di quote di un fondo comune di investimento nel contesto di un'unitaria ope-  
razione di finanziamento. Nella giurisprudenza di merito da Trib. Mantova 10 dicembre  
2004, in *Giur. merito*, 2005, p. 2282; Trib. Benevento 26 ottobre 2005, in *Banca, borsa, tit.*

teso in senso stretto, ricomprensivo soltanto del segmento finale del servizio di collocamento svolto, a monte, dall'intermediario o dal consorzio di intermediari che assumono l'impegno, nei confronti della società emittente, di piazzare (« collocare », appunto) gli strumenti finanziari sul mercato <sup>(4)</sup>.

Le due tesi differiscono, in termini concreti, riguardo all'estensione, o meno, dello *jus poenitendi* anche al servizio – assai frequente nella prassi – di negoziazione, trasmissione e ricezione di ordini (noto nel gergo dei mercati finanziari come *execution only*). In forza del combinato disposto dei commi 6° e 7° dell'art. 30 t.u.f. le conseguenze pratiche della maggiore o minore estensione del diritto di ripensamento sono peraltro assai significative: nel caso in cui l'informativa circa la possibilità di avvalersene sia omessa, il contratto è nullo e la nullità può essere fatta valere dal solo cliente (cfr. art. 30, comma 7°, t.u.f.: « l'omessa indicazione della facoltà di recesso nei moduli o formulari comporta la nullità dei relativi contratti, che può essere fatta valere solo dal cliente »). Ritenere dunque che il diritto-

---

JUS POENITENDI EX ART.  
30 T.U.F.  
d.l. n. 69/13

---

*cred.*, 2008, II, p. 753; Trib. Parma 17 gennaio 2006, in *Nuovo dir.*, 2006, II, p. 823; Trib. Pescara 9 maggio 2006 e Trib. Milano 4 aprile 2007, in *Giur. merito*, 2007, p. 1276; Trib. Bologna 17 aprile 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 758; Trib. Firenze 11 marzo 2008, in *Contratti*, 2009, 159; Trib. Bologna 19 aprile 2009, in *Corr. mer.*, 2009, 1075; App. Palermo 6 luglio 2010, in *Giur. it.*, 2011, p. 868; App. Bologna 21 febbraio 2011, in *Dejure*. Una posizione intermedia è invece espressa da Trib. Siena 27 settembre 2006, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 759 che, pur facendo rientrare il contratto di negoziazione di strumenti finanziari nell'ambito del collocamento, reputa valido l'accordo contrattuale anche laddove i relativi moduli manchino della previsione della facoltà di recesso, non ritenendo applicabile l'art. 30, comma 7°, t.u.f. In dottrina, sia pur con diversità d'accenti, ricomprendono anche i servizi di negoziazione, di ricezione e di trasmissione di ordini nell'ambito applicativo dell'art. 30, comma 6°, t.u.f., ENRIQUES, *Servizi di investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2003, I, p. 34 s.; COSTI e ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. Cottino*, VIII, Torino, 2004, p. 184; FIORIO, *Offerta a distanza e fuori sede tra testo unico della finanza, nuovo regolamento intermediari e codice del consumo*, in *www.ilcaso.it*, 14 gennaio 2008, p. 7 s.; INZITARI e PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Milano, 2008, p. 27.

(4) Nella giurisprudenza di merito propugnano un'interpretazione restrittiva della nozione di contratti di collocamento di servizi finanziari Trib. Genova 16 gennaio 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 758; Trib. Parma 14 maggio 2007, n. 636, in *www.ilcaso.it*; App. Brescia 20 giugno 2007, n. 739, *ibidem*; Trib. Venezia 7 luglio 2007, *ibidem*; Trib. Torino 18 settembre 2007, n. 5930, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2008, 577; App. Bologna 4 giugno 2008, in *Contratti*, 2009, p. 153; Trib. Biella 7 novembre 2008, in *Foro it.*, 2009, I, c. 1941; Trib. Torino 6 marzo 2009, n. 1781, in *Giur. merito*, 2010, p. 1299; Trib. Catanzaro 29 maggio 2009, n. 622, in *Giur. merito*, 2009, p. 2411; App. Milano 28 febbraio 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, p. 327; Trib. Torino 8 marzo 2011, in *www.ilcaso.it*; Trib. Nola 17 aprile 2012, in *Dejure*. In dottrina, nello stesso senso, cfr. CARBONETTI, *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, p. 779; SANTOSUOSSO, *Jus poenitendi e servizi di investimento: la tutela dell'investitore dall'« effetto sorpresa »*, *ivi*, 2008, II, p. 776; CAROZZI e SCHIAVELLI, *Il contratto di collocamento « fuori sede »*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI e LENER, 2, Torino, 2011, p. 1201; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 161; DURANTE, *Offerta fuori sede e jus poenitendi: la nozione di collocamento va intesa in senso tecnico*, in *Giur. merito*, 2010, p. 1304 ss.; ACCETTELLA, *Sui contratti di collocamento di strumenti finanziari conclusi fuori sede ex art. 30, comma 6, t.u.f.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, p. 343; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, p. 171; PARRELLA, *sub art. 30*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, p. 496.

to di ripensamento competa, ex art. 30, comma 6<sup>o</sup>, t.u.f., a tutti i clienti al dettaglio di tutti i servizi di investimento non significa soltanto che i prestatori di servizi di investimento saranno tenuti, per il futuro, a dare l'informativa; significa, soprattutto, che in tutti quei casi nei quali – anche sulla scia dell'opinione restrittiva suggerita da Consob<sup>(5)</sup> – l'intermediario non avesse reso l'informativa, il cliente potrebbe, pure a distanza di tempo, agire in nullità e chiedere la restituzione degli investimenti effettuati.

Per definire ulteriormente il quadro normativo nel quale, come si dirà, si è maldestramente inserito il legislatore con la disposizione qui in commento, occorre aggiungere che tra le due tesi sopra descritte sembrerebbe infine aver prevalso la prima e con tutta l'autorità impressale dall'adesione delle sezioni unite della Corte di cassazione<sup>(6)</sup>. Richieste infatti di pronunciarsi dalla I sezione<sup>(7)</sup> sulla questione dell'ambito oggettivo di estensione del diritto di recesso riconosciuto all'investitore dall'art. 30 t.u.f. – e, in particolare, di chiarire quale sia la latitudine semantica da assegnare all'espressione « contratti di collocamento » – le sezioni unite hanno optato, nel giugno 2013, per la ricostruzione più ampia, secondo la quale il diritto di ripensamento accordato dal predetto articolo al cliente al dettaglio si estende a tutti i servizi di investimento resi fuori sede dall'intermediario e dunque pure ai servizi di *execution only*.

Una tale pronuncia, che porta peraltro la firma di un illustre relatore<sup>(8)</sup>, ha subito suscitato vivaci critiche<sup>(9)</sup> e consensi più o meno convinti<sup>(10)</sup>.

Tra le critiche, in particolare, si è rilevato che il principio di diritto formulato potrebbe indurre una eterogenesi dei fini, giacché, dichiaratamente retto da argomentazioni funzionali, tese ad estendere quanto più possibile la protezione dei risparmiatori di fronte a decisioni di investimento assunte in condizioni spazio temporali critiche e pertanto sospette di comprimere l'adeguata ponderazione che dovrebbe sempre precedere gli investimenti finanziari, si tradurrebbe, ad una più attenta lettura, nel suo contrario, poiché priverebbe i risparmiatori della possibilità di agire liberamente sul mercato, allo scopo, come si usa dire, di batterlo: cioè giocando sul tempo, facendo *trading* per guadagnare dalle oscillazioni quotidiane dei valori. La protezione del risparmiatore che le sezioni unite hanno ritenuto coesenziale allo *jus poenitendi*, e che pertanto hanno ritenuto estesa anche ai servizi di *execution only*, si traduce, infatti, nella

<sup>(5)</sup> Comunicazione n. DIN/12030993 del 19 aprile 2012.

<sup>(6)</sup> Cass., sez. un., 3 giugno 2013, n. 13905, in *Contratti*, 2014, p. 37, con mia nota, *Jus poenitendi ex art. 30 comma 6 T.U.F. tra Sezioni unite e legislatore ordinario*.

<sup>(7)</sup> Cass. 21 giugno 2012 (ord.), n. 10376, in *Contratti*, 2013, p. 131, con mia nota, *Jus poenitendi ex art. 30 comma 6 T.U.F. e altri rimedi esperibili nella prestazione di servizi di investimento resa fuori sede*.

<sup>(8)</sup> Pres. LUCCIOLIO – Est. RORDORF.

<sup>(9)</sup> CIVALE, *Diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari: dalle questioni semantiche all'eterogenesi dei fini*, in *www.dirittobancario.it*.

<sup>(10)</sup> Cfr. DOLMETTA, MINNECI e MALVAGNA, *Il « ius poenitendi » tra sorpresa e buona fede: a proposito di Cass. SS. UU. n. 13905/2013*, in *www.dirittobancario.it*; MAFFEIS, *Investimenti fuori sede e difetto di indicazione della facoltà di recesso*, in *www.dirittobancario.it*; 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*.

sospensione della conclusione del contratto per un periodo di sette giorni <sup>(11)</sup>.

Tra le voci di consenso, in verità più numerose di quelle di dissenso, si è rilevato che la soluzione giurisprudenziale prevalsa in seno alla Corte di cassazione offre il massimo livello di tutela alle istanze di protezione dei risparmiatori, per i quali la conclusione fuori sede di operazioni di investimento si traduce di frequente in decisioni di investimento poco meditate e può generare danni economici anche ingenti. Pur condividendo il principio di diritto formulato, una parte della dottrina ha però osservato che la soluzione suggerita dalle sezioni unite per frenare i comportamenti opportunistici dei consumatori, i quali potrebbero attendere di verificare l'andamento del titolo acquistato per decidere se far valere la nullità del contratto, basata su un controllo *ex fide bona* dell'azione di nullità *ex art. 30, comma 7°*, t.u.f., si presta a non poche obiezioni critiche <sup>(12)</sup>.

In ogni caso – e pure a prescindere dalla plausibilità della soluzione prescelta dalle sezioni unite – a distanza di poco più di un mese e dunque chiaramente per porre un argine alle conseguenze, potenzialmente devastanti, del principio di diritto stabilito dalla Cassazione, il Governo è intervenuto, niente meno che con la decretazione d'urgenza, per novellare l'art. 30, comma 6°, t.u.f., nel senso che appresso si vedrà.

2. – Nel nuovo testo risultante dall'entrata in vigore della l. n. 98/13, di conversione del d.l. n. 69/13, lo *jus poenitendi* in favore del cliente al dettaglio che opera fuori sede è dichiarato espressamente applicabile, oltre che ai servizi di gestione di portafogli su base individuale e di collocamento, anche ai servizi di cui all'articolo 1, comma 5°, lett. a, t.u.f., vale a dire ai servizi di negoziazione per conto proprio.

L'idea che ha mosso il legislatore dell'estate 2013 è, dunque, relativamente chiara; la soluzione molto meno. Con il malcelato intento di intervenire su un diritto vivente che, soprattutto in seguito alla sentenza delle sezioni unite, si era ormai orientato nel senso dell'estensione generalizzata del diritto di ripensamento a tutti i servizi di investimento, il legislatore ha inteso chiarire che lo *jus poenitendi* si applica soltanto ad alcuni servizi di investimento resi fuori sede e, tra questi, anche ai servizi di negoziazione per conto proprio di cui alla lett. c dell'art. 1, comma 5°, t.u.f.

Il mezzo tecnico utilizzato per modificare il diritto vivente è stato, però, totalmente inadeguato. Nonostante il contrario intento desumibile dai lavori parlamentari, dalla lettura dei quali si evince che il legislatore avrebbe voluto dettare una norma di interpretazione autentica della legge <sup>(13)</sup>, deve infatti rilevarsi che, sotto il profilo strettamente letterale, l'articolo in commento non ha preso posizione sulla riferita *querelle* insorta in relazione alla corretta interpretazione dell'art. 30, comma 6°, t.u.f.: ovvero sia, come più volte ripetuto, sull'esatto significato da ascrivere al sintagma

---

JUS POENITENDI EX ART.  
30 T.U.F.  
d.l. n. 69/13

---

<sup>(11)</sup> CIVALE, *Diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari: dalle questioni semantiche all'eterogenesi dei fini*, cit.

<sup>(12)</sup> DOLMETTA, MINNECI e MALVAGNA, *Il « jus poenitendi » tra sorpresa e buona fede: a proposito di Cass. SS. UU. n. 13905/2013*, cit.

<sup>(13)</sup> V. <http://documenti.camera.it/leg17/dossier/Testi/D13069c.htm>.

« contratto di collocamento ». Per essere più chiari: se 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. Ma così non è stato.

Con una disposizione che non brilla certo per qualità della tecnica legislativa, il decreto legge (approvato senza modifiche dal Parlamento), ha semplicemente aggiunto che la disciplina dettata dal primo periodo del comma 6° dell'art. 30 si applica non solo (« ferma restando ») ai servizi di collocamento in senso stretto, ma anche – a partire dal 1° settembre 2013 – ai servizi di negoziazione per conto proprio. E basti al riguardo osservare che l'espressa previsione di un *dies a quo* per l'entrata in vigore della nuova disposizione esclude che alla disposizione possa riconoscersi natura di norma di interpretazione autentica: secondo le tesi più accreditate nella pubblicistica, fatte proprie anche dalla giurisprudenza costituzionale, infatti, la caratteristica di tali norme è proprio quella di rivolgersi al passato, offrendo di una disposizione già esistente una diversa (e, per l'appunto, « autentica ») interpretazione vincolante per l'interprete <sup>(14)</sup>.

Il legislatore della novella non ha invece espressamente escluso che il diritto di ripensamento si applichi ai servizi di mera ricezione e trasmissione di ordini, lasciando così la partita interpretativa assolutamente aperta. Tutti gli argomenti addotti dai fautori della tesi estensiva – ed egregiamente ripresi, da ultimo, dalle sezioni unite – restano assolutamente in campo. È oggi infatti indiscutibile che, almeno a partire dal 1° settembre 2013, il diritto di ripensamento spetti ai clienti al dettaglio di questi servizi di investimento: gestione di portafogli su base individuale; collocamento con o senza assunzione a fermo; collocamento con o senza assunzione di garanzia; negoziazione per conto proprio. Restano esclusi, a livello testuale, soltanto i servizi di mera ricezione e trasmissione di ordini per conto dei clienti, rispetto ai quali occorre anche oggi comprendere se la lacuna sia propria o no.

Poiché infatti il ragionamento su cui si fonda la decisione delle sezioni unite della Cassazione non è letterale, ma analogico, ammettendo che anche per i servizi di mera ricezione e trasmissione di ordini emerga lo stesso bisogno di tutela del cliente al dettaglio tipico dei servizi di investimento espressamente contemplati, vi sarà spazio per sostenere (e invero v'è già stato chi ha sostenuto <sup>(15)</sup>) che anche ad essi si applichi il diritto di ripensamento, in forza dell'argomento della *eadem ratio*, così estendendo alla fattispecie non disciplinata la regola dettata per i casi analoghi.

<sup>(14)</sup> Secondo Corte cost. 17 novembre 1992, n. 455, in *Giur. cost.*, 1992, p. 4129, « va riconosciuto il carattere interpretativo a una legge, la quale, fermo restando il testo della norma interpretativa, ne chiarisca il significato normativo e privilegi una delle tante interpretazioni possibili, di guisa che il contenuto precettivo sia espresso dalla coesistenza di due norme, quella precedente e quella successiva, che ne esplicita il significato, e che rimangono entrambe in vigore ».

<sup>(15)</sup> Così, ad es., LA ROCCA, *L'offerta fuori sede di strumenti finanziari in Cassazione e l'art. 56 quater del d.l. « del fare »*, cit., p. 11 ss.

Se si legge con attenzione il ricco apparato argomentativo di Cass., sez. un., n. 13905/13, si scorge con facilità che la soluzione prescelta non discende da un'interpretazione del dato letterale ma, al contrario, proprio dall'evidente, ancorché non esplicitata, insofferenza per l'esito cui la corretta ricostruzione del dato letterale inevitabilmente conduce: ovverosia all'esclusione dello *jus poenitendi* per i servizi di *execution only* resi fuori sede. E poiché la novella non consente di affermare che il problema sia stato risolto in chiave di interpretazione autentica dal legislatore, il problema resta affidato ai tradizionali canoni dell'interpretazione della legge.

3. – I tradizionali canoni esegetici consentono di formulare queste considerazioni:

*i)* per espressa scelta normativa, il diritto di ripensamento è concesso al cliente al dettaglio nei contratti di gestione di portafogli su base individuale e di collocamento;

*ii)* il significato tecnicamente ascrivibile al sintagma « contratti di collocamento » è quello di contratti « per » il collocamento, nell'accezione propugnata da un'autorevole dottrina civilistica<sup>(16)</sup>, ossia di quei contratti che rappresentano il segmento finale del servizio di collocamento svolto, a monte, dall'intermediario o dal consorzio di intermediari nei confronti della società emittente;

*iii)* a partire dal 1° settembre 2013 il diritto di ripensamento compete pure alla controparte non qualificata del servizio di negoziazione per conto proprio.

Ciò posto, occorre chiedersi:

*a)* se tra queste tre distinte fattispecie sussista un *trait d'union* qualificante e quale sia;

*b)* se tale *trait d'union* possa estendersi anche ai servizi di mera trasmissione e ricezione di ordini, con conseguente estensione analogica della disciplina dal caso regolato al caso non regolato, secondo i canoni argomentativi utilizzati, nel vigore della disciplina ante 1° settembre 2013, dalla più autorevole giurisprudenza di legittimità.

Per comprendere quale ragione comune possa legare tra loro le tre fattispecie indicate, dando ragione del perché a esse sia stato espressamente collegato lo *jus poenitendi*, è probabilmente utile procedere, per miglior intelligenza del lettore, a una mappatura delle caratteristiche morfologiche dei vari servizi di investimento.

Il contratto di gestione di portafogli su base individuale<sup>(17)</sup> è connotato da ciò, che il cliente delega interamente la gestione del proprio portafoglio titoli all'intermediario, implicitamente assumendo la propria incapacità di muoversi consapevolmente nel mercato finanziario<sup>(18)</sup>. Questo rilievo

<sup>(16)</sup> ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario prima e dopo la Mifid*, in *Econ. dir. terz.*, 2009, p. 437 ss.

<sup>(17)</sup> Su cui v. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 254 ss.

<sup>(18)</sup> Cfr. DE MARI e SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, in *Foro it.*, 2002, I, c. 568 ss. (nota a Cass. 15 marzo 2001, n. 3753); ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 93 ss. Sul punto cfr. Corte giust. 7 febbraio 2002, causa 356/00, Testa e Lazzari c. Consob, secondo la quale le c.d. gestioni con preventivo

spiega ampi tratti disciplinari di tale servizio di investimento. Per un verso, spiega perché per la gestione dei portafogli su base individuale – così come per il servizio di consulenza personalizzata – l'ordinamento appresti la più forte tutela al risparmiatore, chiedendo che l'intermediario effettui investimenti adeguati (cioè coerenti) alle esigenze di investimento del cliente per come emerse all'esito di un fitto scambio di informazioni nella fase precedente la conclusione del contratto<sup>(19)</sup>. Per altro verso, spiega perché, nel caso di conclusione del contratto fuori sede, gli attribuisca pure il diritto di pentimento. L'impatto potenziale di un contratto di gestione di portafogli su base individuale sul patrimonio del cliente è, infatti, altissimo. Con tale operazione il cliente affida parte dei propri risparmi a un intermediario, al quale delega interamente la gestione. Per questa ragione, ossia per evitare affidamenti incauti, l'ordinamento esige che tale scelta sia adeguatamente pesata e avvenga dopo un'adeguata riflessione: sicché, se sollecitata dello stesso gestore « fuori sede », la circonda di cautele ricorrendo, allo scopo, proprio allo *jus poenitendi*.

Nella prestazione di servizi di collocamento<sup>(20)</sup> l'intermediario (o il consorzio di intermediari) assume l'impegno di collocare sul c.d. mercato secondario titoli di nuova emissione. La società emittente non procede infatti direttamente a « piazzare » sul mercato i propri titoli ma si avvale di intermediari in ciò specializzati, i quali poi « collocano », con o senza assunzione a fermo e/o con o senza assunzione di garanzia<sup>(21)</sup>, i titoli di nuova emissione presso la platea dei risparmiatori. Il legislatore prescrive il diritto di ripensamento perché, anche in questo caso, l'acquisto o la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti dal collocatore sollecitati fuori sede dal collocatore o da un suo promotore non garantiscono un'adeguata ponderazione dell'investimento da parte del cliente al dettaglio, il quale non si determina liberamente e spontaneamente ad acquistare o sottoscrivere ma subisce l'iniziativa del collocatore<sup>(22)</sup>.

I servizi di *execution only* sono, invece, connotati da ciò, che è il cliente ad assumere la decisione di investimento, senza consulenza da parte dell'intermediario: quest'ultimo, a cagione delle regole tecniche di funziona-

---

assenso (ossia quelle in cui il gestore, prima di poter eseguire le singole operazioni, deve ottenere il consenso dell'investitore, o essere da quest'ultimo specificamente autorizzato) esulano dalla nozione comunitaria di « gestione di portafogli », poiché nella dir. 1993/22/CEE sui servizi di investimento è essenziale l'elemento della discrezionalità.

<sup>(19)</sup> V., sul punto, NATOLI, *Il contratto adeguato. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, spec. p. 104 ss.

<sup>(20)</sup> Su cui v. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 249 ss.

<sup>(21)</sup> L'assunzione di garanzia implica l'impegno di acquisto da parte del collocatore di tutti gli strumenti finanziari non collocati presso il pubblico degli investitori. L'assunzione a fermo implica, invece, l'acquisto previo, da parte dell'intermediario collocatore, degli strumenti da rivendere al pubblico. Nell'uno e nell'altro caso sussiste, dunque, un interesse diretto del collocatore alla vendita: ma solo nell'assunzione a fermo si è in presenza di una vendita in contropartita diretta, con le conseguenze di cui *infra* nel testo.

<sup>(22)</sup> Quest'ultimo, peraltro, ha un forte incentivo a « piazzare » gli strumenti finanziari in questione, perché le sue commissioni sono di regola parametricate sulla quantità di strumenti collocati. L'incentivo si fa ancora più forte, poi, se il collocatore opera in forza di un servizio di collocamento con assunzione a fermo o con assunzione di garanzia, poiché, in caso di collocamento parziale, risponde dell'« invenduto ».

mento dei mercati finanziari <sup>(23)</sup>, si limita soltanto (« *only* ») a eseguire (« *execution* ») operazioni che l'investitore, di per sé, non potrebbe eseguire da solo <sup>(24)</sup>. Per tale servizio vige una trama di regole di protezione dell'investitore molto meno fitta di quella che precede e accompagna la conclusione di altri contratti per la prestazione di servizi di investimento. Nei servizi di *execution only* non vigono né la regola di adeguatezza né quella di appropriatezza <sup>(25)</sup>. L'intermediario è tenuto semplicemente a fornire all'investitore, « in tempo utile prima che il cliente sia vincolato dal contratto », tutte le informazioni prescritte dal reg. Consob n. 16190/07 (c.d. reg. intermediari) <sup>(26)</sup>. Pur non essendo estranea una dimensione genericamente assistenziale <sup>(27)</sup>, che si coglie sotto il profilo del dovere di illuminare il cliente sulla complessità del mercato finanziario e dei beni in esso negoziati, ai servizi di *execution only* è pertanto estranea la dimensione consulenziale, come si desume dal fatto che all'intermediario non è richiesto di acquisire alcuna informazione dal cliente circa le sue esigenze di investimento. In essi difetta quel tratto saliente della legislazione nuova in materia di protezione della parte debole dei rapporti contrattuali che si esprime per mezzo di regole di informazione passiva, tese a instaurare tra

---

JUS POENITENDI EX ART.  
30 T.U.F.  
d.l. n. 69/13

---

<sup>(23)</sup> Per una sintetica descrizione delle quali sia consentito rinviare al mio *I contratti di borsa*, in GITTI, MAUGERI e NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa*, II, cit., p. 173 ss.

<sup>(24)</sup> V. TROIANO, *Negoziante per conto proprio ed esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di D'Apice, Bologna, 2010, p. 224 ss.

<sup>(25)</sup> Secondo tale regola, che si applica agli intermediari che prestano servizi di investimento diversi dalla consulenza o dalla gestione del portafoglio, e tuttavia relativi a strumenti finanziari complessi, al cliente devono essere richieste informazioni in merito alle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o richiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione risulti o meno « appropriato » (cfr. art. 42, comma 3°, reg. intermediari). Qualora il cliente scelga di non fornire le informazioni richieste dall'impresa di investimento circa le sue conoscenze ed esperienze, ovvero qualora tali informazioni risultino insufficienti, l'intermediario è tenuto ad avvertire di non poter effettuare una valutazione di appropriatezza. Qualora, invece, l'intermediario ottenga le informazioni richieste e tuttavia ritenga lo strumento finanziario inappropriato, è tenuto ad avvertire il cliente di tale circostanza: se il cliente conferma l'ordine, può comunque prestare il servizio. La regola dell'adeguatezza ripete la propria ragion d'essere dall'esigenza di accostare alla scelta di investimento del cliente una « supervisione » dell'intermediario, il quale, prima di dar corso all'ordine, deve valutarne l'appropriatezza e fornire un suo ponderato giudizio. Il legislatore fa pertanto carico all'impresa di investimento di valutare la scelta del cliente e di sconsigliarla ove si palesi inappropriata rispetto al suo profilo di rischio e alle sue esigenze di investimento. Nonostante ciò, la scelta finale sull'investimento è comunque rimessa al cliente, il quale, pur avvertito della sua inappropriatezza, potrà nondimeno ordinarne l'esecuzione.

<sup>(26)</sup> In particolare, informazioni sull'intermediario e i suoi servizi (art. 29 reg. intermediari); sulla salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela (art. 30 reg. intermediari); sugli strumenti finanziari oggetto del servizio (art. 31 reg. intermediari); sui costi e gli oneri del servizio (art. 32 reg. intermediari).

<sup>(27)</sup> Al disegno del legislatore comunitario è sottesa l'idea che l'intermediario debba sempre farsi carico di *spiegare* al cliente, con modalità comunicative coerenti rispetto al suo profilo soggettivo, la natura e i rischi tipicamente connessi all'operazione finanziaria alla quale si approssima. L'attribuzione all'intermediario di un compito esplicativo è in linea con le esigenze di educazione finanziaria del pubblico degli investitori ripetutamente evocate in sede comunitaria e internazionale e trova conforto nel diritto positivo: cfr. NATOLI, *Il contratto adeguato*, cit., p. 125 ss.

il professionista e il cliente un dialogo volto a supplire non solo al *gap* informativo ma, soprattutto, al *gap* cognitivo in cui versa la parte non sofisticata del rapporto indotto dalla complessità tecnica dei beni negoziati (28).

Il servizio di negoziazione per conto proprio (29), noto alla prassi come contropartita diretta (30), si inserisce nella più ampia categoria dei servizi di *execution only*, esibendo però questa particolare caratteristica: che l'intermediario negozia titoli che ha già in portafoglio (31). Si noti, peraltro, che è una tipica contropartita diretta proprio la negoziazione, da parte dell'intermediario collocatore, di strumenti finanziari acquistati « a fermo » dall'emittente in sede di servizio di collocamento a monte. In questo caso, come già notato, il collocamento sul mercato secondario avviene attraverso due distinti negozi traslativi: con il primo l'emittente trasferisce all'intermediario collocatore; con il secondo l'intermediario collocatore trasferisce ai singoli investitori.

Ciò chiarito, è possibile rintracciare la caratteristica comune a tre servizi pur molto diversi tra loro come sono la gestione di portafogli su base individuale, il collocamento in senso stretto e la negoziazione per conto proprio in ciò, che in nessuno dei tre descritti servizi di investimento l'esercizio del diritto di ripensamento intralcia la circolazione degli strumenti finanziari incidendo su diritti di terzi (32).

Ed infatti nel contratto di gestione di portafogli su base individuale la legge espressamente consente (art. 67 *duodecies*, comma 5°, lett. a, c.cons.) il diritto di ripensamento soltanto « se gli investimenti non sono già stati avviati ». E ciò fa proprio perché, se gli investimenti fossero stati avviati, l'esercizio del diritto di ripensamento travolgerebbe inevitabilmente i diritti acquistati dai terzi, in un mercato nel quale per definizione

(28) Sia consentito rimandare, anche qui, a NATOLI, *Il contratto adeguato*, cit., p. 87 ss.

(29) Su cui v. MAGGIOLLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 225 ss.

(30) Cfr. DE MARI e SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, p. 59 ss.; ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. società*, 1998, p. 1013 ss.

(31) Il servizio di collocamento « a monte » si distingue dal servizio di esecuzione di ordini per queste ragioni: in primo luogo perché il servizio di collocamento può avere ad oggetto anche la sottoscrizione, e non soltanto la vendita, di strumenti finanziari: è, dunque, un servizio che può svolgersi sul c.d. mercato primario; in secondo luogo perché l'esecuzione di ordini può avere ad oggetto sia l'acquisto, sia la vendita di strumenti finanziari, mentre il servizio di collocamento si traduce sempre in un'offerta all'investitore di strumenti finanziari da acquistare o sottoscrivere; in terzo luogo perché nel servizio di collocamento l'offerta degli strumenti finanziari avviene sempre a condizioni standardizzate nell'ambito di un'operazione di massa (pur se è possibile che il collocamento avvenga per *tranches* a seconda dei destinatari dell'offerta, in ciascuna *tranche* l'operazione si realizza comunque a condizioni uniformi (cfr. ANNUNZIATA, voce *Impresa di investimento*, in *Enc. dir.*, *Annali*, IV, Milano, 2011, p. 586).

(32) Nei mercati regolamentati gli intermediari agiscono difatti senza rappresentanza, di guisa che l'ordine di acquisto o di vendita ricevuto dal cliente è immesso nel sistema, in forma anonima e aggregata, alle migliori condizioni possibili (c.d. *best execution*). Un tale dispositivo non può tollerare ordini incerti perché sottoposti, per legge, a un periodo di riflessione, così come non può tollerare rimedi reali, come la nullità conseguente all'omessa informativa sul diritto di recesso. Gli unici rimedi consentiti, perché non investono i diritti dei terzi, sono di tipo obbligatorio.

gli scambi sugli strumenti finanziari oggetto della gestione avvengono in forma anonima e massificata. Il cliente al dettaglio può dunque esercitare il diritto di ripensamento soltanto rispetto alla conclusione del c.d. contratto quadro (se concluso fuori sede o a distanza) ma non sugli atti esecutivi dello stesso (che consistono, poi, nelle singole operazioni di mercato).

Lo stesso accade nel contratto « per » il collocamento: il quale non è altro che un'offerta al pubblico, a condizioni standardizzate, di strumenti finanziari di proprietà dell'emittente o del collocatore <sup>(33)</sup>, sicché la sospensione degli effetti traslativi del contratto non intralcia la circolazione degli strumenti finanziari sul mercato.

E lo stesso accade, qui proprio per definizione, nella negoziazione per conto proprio: la quale si risolve sempre, come chiarito, in una contropartita diretta e dunque in un rapporto non intermediato tra acquirente e venditore degli strumenti finanziari, quando non coincide direttamente con il collocamento da parte dell'intermediario che abbia acquistato gli strumenti finanziari « a fermo ».

In queste tre fattispecie la sospensione degli effetti del contratto (di gestione su base individuale, di collocamento in senso stretto, di negoziazione per conto proprio) non pregiudica mai la sicurezza degli scambi sui mercati finanziari poiché non vengono in rilievo interessi di terzi potenzialmente travolti o pregiudicati.

Avere dunque ristretto ai tre ambiti sopra indicati la possibilità di esercitare il diritto di ripensamento non è dunque frutto del caso, ma di una razionale scelta del legislatore, che si muove nel solco della nota direttiva di sistema secondo la quale oggetto di tutela non è solo servire al meglio l'interesse dei clienti, ma – anche e soprattutto – tutelare l'integrità dei mercati e la fiducia dei risparmiatori (cfr. art. 21, comma 1°, lett. a, t.u.f.) <sup>(34)</sup>. E poiché l'integrità dei mercati non può prescindere dalla cer-

---

JUS POENITENDI EX ART.  
30 T.U.F.  
d.l. n. 69/13

---

<sup>(33)</sup> In particolare, l'assunzione di garanzia implica l'impegno di acquisto da parte del collocatore di tutti gli strumenti finanziari non collocati presso il pubblico degli investitori. L'assunzione a fermo implica, invece, l'acquisto previo, da parte dell'intermediario collocatore, degli strumenti da rivendere al pubblico. Nell'uno e nell'altro caso sussiste, dunque, un interesse diretto del collocatore alla vendita: ma solo nell'assunzione a fermo si è in presenza di una vendita in contropartita diretta. Ma un interesse diretto del collocatore sussiste anche se non vi sia assunzione a fermo o con garanzia, poiché la remunerazione percepita dal collocatore è proporzionata alla quantità di strumenti sottoscritti o venduti. Nota correttamente SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, p. 91 ss., che il rapporto sottostante tra emittente e intermediario influenza direttamente le modalità con le quali viene prestato il servizio di collocamento, in quanto reagisce sugli « interessi » di cui l'intermediario è portatore.

<sup>(34)</sup> In tema v. già DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, p. 293; MIOLA e PISCITELLO, sub art. 17, in *L'Eurosìm. D.lgs. luglio 1996, n. 415*, a cura di Campobasso, Milano, 1997, p. 117 ss.; ALPA, *Commento* sub art. 21, in ALPA e CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I, Padova, 1998, p. 212 ss.; dopo l'approvazione delle direttive MiFID v., invece, COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro it.*, 2008, V, c. 61 secondo cui il rafforzamento dell'obbligo di comportarsi secondo diligenza, correttezza e trasparenza non è « più rapportato al generico interesse dei clienti ma "per servire al meglio l'interesse dei clienti" ».

tezza degli scambi su strumenti finanziari e questi ultimi, per le modalità tecniche attraverso cui si realizzano, implicano normalmente il coinvolgimento di terzi, mettere a repentaglio la certezza degli scambi sui mercati finanziari – come avverrebbe attraverso l'estensione del diritto di ripensamento a tutte le negoziazioni avvenute fuori sede, incluse quelle in cui l'intermediario è tale anche in senso tecnico, perché agisce senza rappresentanza nell'interesse del cliente – significherebbe mettere a repentaglio l'integrità degli stessi.

Può aggiungersi, a corroborare la fondatezza di questa tesi, che lo *jus poenitendi* è positivamente escluso, dall'art. 30, comma 8°, t.u.f., per il collocamento di strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati: al risparmiatore, che pure abbia sottoscritto un investimento fuori sede, è dunque consentito di tornare sui propri passi soltanto nel caso di adesione a un'offerta pubblica di acquisto, scambio o vendita relativa a strumenti finanziari non quotati poiché, in questa particolare situazione, difetta anche la garanzia di pronto smobilizzo dell'investimento offerta dalla liquidità degli strumenti finanziari negoziati.

4. – A questo punto è possibile affrontare la questione decisiva per comprendere se, nonostante la ravvisata impossibilità di qualificare l'articolo in commento come disposizione di interpretazione autentica, il recente intervento del legislatore abbia comunque inciso sulla delimitazione del perimetro applicativo del diritto di ripensamento *ex art.* 30, comma 6°, t.u.f., suggerendo una interpretazione diversa da quella apparentemente affermata nel diritto vivente a seguito della sentenza delle sezioni unite.

La risposta al quesito è positiva. Come si è visto, le tre fattispecie alle quali è oggi testualmente riconosciuto il diritto di ripensamento hanno un tratto in comune, che le lega tra loro. In tutte e tre l'esercizio dello *jus poenitendi* non intralcia i diritti dei terzi e non si riflette in senso negativo sul funzionamento del mercato. Una tale caratteristica non ricorre, tuttavia, per i servizi di mera ricezione e trasmissione di ordini, ancorché resi fuori sede dall'intermediario. In questi servizi il prestatore del servizio di investimento è un intermediario in senso stretto, che si atteggia quasi come un commissionario<sup>(35)</sup>: riceve l'ordine e lo esegue su un mercato al quale, per espressa direttiva di sistema, non è dato autonomo accesso all'investitore. Sospendere l'esecuzione dell'ordine si mostra totalmente contraddittorio con le regole che governano l'agire sui mercati finanziari, nei quali un periodo di sette giorni, che nei mercati finali può sembrare poco più che un fiato di vento, può essere invece un'eternità.

E non vale, rispetto a questa interpretazione, neppure obiettare – come è stato pure fatto<sup>(36)</sup> – che la significativa fluttuazione del valore di un titolo in un periodo di sette giorni è spia della scarsa attitudine di quel titolo a soddisfare le esigenze di investimento del cliente al dettaglio. Una tale

---

JUS POENITENDI EX ART.  
30 T.U.F.  
d.l. n. 69/13

---

<sup>(35)</sup> Per un inquadramento del tema v. già CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 109 ss.; ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, cit., p. 1013 ss.

<sup>(36)</sup> Cfr. LA ROCCA, *L'offerta fuori sede di strumenti finanziari in Cassazione e l'art. 56 quater del d.l. « del fare »*, cit., p. 8.

obiezione tradisce, infatti, una precomprensione evidente: ovverosia che, dietro i servizi di *execution only*, vi sia sempre un suggerimento, ancorché implicito, di un intermediario malizioso. Precomprensione – è doveroso ammettere – ben fondata sulla realtà: in cui fin troppe volte i servizi di *execution only* sono stati un comodo paravento dietro il quale nascondersi per sottrarsi alle più rigide e rigorose regole di adeguatezza o di appropriatezza altrimenti gravanti sui prestatori di servizi di investimento; ma che, non per questo, può condurre a tradire il sistema di protezione del risparmiatore, incentrato su altre e diverse forme di tutela contro l'intermediario infedele.

---

*JUS POENITENDI EX ART.*  
30 T.U.F.  
d.l. n. 69/13

---

