

LA NUOVA GIURISPRUDENZA CIVILE COMMENTATA

Estratto:

PAOLO BONTEMPI

*La tutela del cliente nell'offerta fuori sede
di prodotti finanziari può estendersi
a qualsiasi contratto di investimento?*

contratto autonomo di garanzia: osservazioni su un decennio di giurisprudenza, in *Quadrimestre*, 1990, 693; PONTIROLI, *Spunti critici e profili ricostruttivi per lo studio delle garanzie bancarie a prima richiesta*, in *Contr. e impr.*, 1989, 1023; DE SANNA, *Accessorietà ed autonomia nel sistema delle garanzie a prima richiesta*, Giuffrè, 1988. Ci si permette infine di rinviare a MONTANI, *Performance bond: quasi raggiunto il traguardo*, in questa *Rivista*, 2010, I, 502.

3. LA CAUSA: DALLA CAUSA CAVENDI ALLA PRESTAZIONE DI GARANZIA. STELLA, *Le garanzie del credito*, nel *Trattato Iudica-Zatti*, Giuffrè, 2010, spec. 811 ss.; SPIOTTA, *La «causa concreta» del pagamento da parte del fallito di un debito altrui*, in *Giur. it.*, 2010, 2080; BARILLÀ, *Causa esterna e garanzie bancarie autonome*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 670; LOBUONO, *Contratto e attività economica nelle garanzie personali*, Cacucci, 2002; NAVARRETTA, *La causa e le prestazioni isolate*, Giuffrè, 2000, 202; VIALE, *La fideiussione e il contratto autonomo di garanzia*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, a cura di GALGANO, I, Utet, 1995; LA PORTA, «Causa cavendi» e «prestazioni di garanzia», in *Rass. dir. civ.*, 1993, 328; FERRI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1971, II, 81; BENEDETTI, *Dal contratto al negozio unilaterale*, Giuffrè, 1969.

4. IL REGIME DELLE ECCEZIONI OPPONIBILI. FORLANI, *In tema di escussione abusiva di garanzia*

bancaria autonoma: tra exceptio doli ed opponibilità dei limiti oggettivi della dichiarazione di garanzia, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, 379; MONTANARI, *Garanzia autonoma ed escussione abusiva: nuove tendenze rimediale in una diversa prospettiva rimediale*, in *Europa e dir. priv.*, 2008, 1023; MACARIO, *Garanzie personali*, in *I singoli contratti*, nel *Trattato di diritto civile*, diretto da SACCO, X, Utet, 2009, CUCCOVILLO, *Garanzie autonome, prova liquida e inibitoria di pagamento*, in questa *Rivista*, 2006, II, 103; NAVARRETTA, *Causalità e sanzione degli abusi nel contratto autonomo di garanzia*, in *Contr. e impr.*, 1991, I, 285; MASTROPAOLO, *Pagamento a prima richiesta, limiti alle inopponibilità delle eccezioni e problemi probatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, II, 65.

Con riferimento alle eccezioni derivanti da nullità del contratto base per contrarietà a norme imperative ovvero per illiceità della causa, si veda IOZZO, *Nota in tema di garanzia «a prima richiesta»*, in *Giur. it.*, 2002, I, 1205.

Con riferimento al sistema tedesco si vedano, oltre agli autori già citati, VON WESTPHALEN, *Die Bankgarantie im internationale Handelsverkehr*, Verl. Recht und Wirtschaft, 2005; CANARIS, *Bankvertragsrecht*, De Gruyter, 2005; COING, *Probleme der internationalen Bankgarantien*, in *Zeitschrift Für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 1983, 125.

VERONICA MONTANI

► CASS. CIV., I sez., 14.2.2012, n. 2065
Conferma App. Milano, 24.6.2010

CONTRATTO IN GENERE - CONTRATTI DI INVESTIMENTO - COLLOCAMENTO TITOLI - NOZIONE - OFFERTA FUORI SEDE - DIRITTO DI RECESSO - SUSSISTENZA - NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO - PRECEDENTE ACCORDO QUADRO TRA INTERMEDIARIO ED INVESTITORE - DIRITTO DI RECESSO - INSUSSISTENZA (d. legis. 24.2.1998, n. 58, art. 30)

La disciplina del recesso, dettata dall'art. 30, comma 6°, del d. legis. 24.2.1998, n. 58 con riguardo alle offerte fuori sede concernenti il collocamento di strumenti finanziari, è inapplicabile ai contratti di negoziazio-

ne di obbligazioni eseguiti in attuazione di un contratto-quadro, sottoscritto fra la banca e il cliente, in quanto tali contratti non costituiscono un servizio di collocamento, che si caratterizza per l'esistenza di un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta ad un pubblico indeterminato di strumenti finanziari, emessi a condizioni di tempo e prezzo predeterminati, ed, inoltre, il legislatore ha limitato la tutela dello *ius poenitendi* agli investitori che abbiano definito l'investimento per essere stati raggiunti all'esterno dei luoghi di pertinenza del proponente e, quindi, siano stati esposti al rischio di assumere decisioni poco meditate.

dal testo:

Il fatto. 1. – Con atto di citazione del 21 e 23.6.2005 P.E. conveniva in giudizio davanti al Tribunale di Milano la Banca Fideuram s.p.a. e M.A.L., quale promotore finanziario abilitato all’offerta fuori sede di servizi di investimento, per sentir dichiarare la nullità, l’annullabilità o la risoluzione per inadempimento dei contratti di acquisto di *bond* Cirio, stipulati nel (*Omissis*) con la banca convenuta a mezzo del M., e sentirli quindi condannare alla restituzione del capitale investito, pari a Euro 56.134,54, oltre al risarcimento del danno esistenziale e di quello conseguente alle occasioni di investimento perdute.

2. – Il Tribunale dichiarava la carenza di legittimazione passiva del M., accoglieva la domanda nei confronti della Fideuram, condannandola alla restituzione delle somme ricevute, mentre rigettava la richiesta risarcitoria.

3. – La Corte di Appello, adita in via principale dalla banca e in via incidentale dal P., riformava la decisione di primo grado, rigettando la domanda dell’originario attore.

In particolare il giudice del gravame rilevava: *a)* l’acquisto dei titoli in questione sarebbe intervenuto in esecuzione di contratti, che costituirebbero attuazione di un negozio “quadro” intervenuto fra il P. e Fideuram; *b)* contrariamente a quanto ritenuto dal primo giudice, nella specie non sarebbe stato applicabile il D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 30, non potendo essere ricompresa l’operazione oggetto di esame nell’ambito della nozione del collocamento di strumenti finanziari ivi disciplinata; *c)* sarebbe insussistente il denunciato difetto di forma, consistente nell’avvenuta sottoscrizione in bianco dei fogli d’ordine che avevano dato causa all’acquisto dei titoli; *d)* sarebbero altresì insussistenti gli ulteriori vizi comportamentali segnalati, individuati nell’inosservanza dell’obbligo di trasparenza, nell’effettuazione di offerta di titoli riservati ad investitori istituzionali, nella rischiosità dei prodotti negoziati, risultando al contrario provato il corretto comportamento dei dipendenti della banca.

4. – Avverso la decisione P. proponeva ricorso per cassazione affidato a sette motivi, cui resisteva con controricorso la Banca Fideuram.

Entrambe le parti depositavano infine memoria.

La controversia veniva quindi decisa all’esito dell’udienza pubblica del 20.1.2011.

I motivi. 5. – Con i motivi di impugnazione P. ha rispettivamente denunciato:

1) violazione del D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 30, commi 6 e 7, art. 1418 c.c., per il fatto che, contrariamente a quanto ritenuto dalla Corte territoriale, gli ordini di acquisto in questione sarebbero configurabili come proposte contrattuali di mandato;

2) violazione del medesimo art. 30, commi 9 e 7, in quanto, trattandosi di prodotti finanziari non bancari, si applicherebbe comunque il disposto del citato art. 30;

3) violazione del detto art. 30, commi 6 e 7, e art. 12 preleggi, poiché sia il sopra richiamato comma 9 dell’art. 30, che l’interpretazione sistematica delle disposizioni in esame, deporrebbero nel senso che il legislatore avrebbe attribuito alle dizioni “contratti di collocamento” e “servizi di collocamento” formulate nell’art. 30 un significato atecnico, che renderebbe applicabile nel caso di specie l’obbligo di dare comunicazione all’investitore della facoltà di recesso, a pena di nullità dell’accordo;

4) violazione di legge e vizio di motivazione, in relazione all’affermato rispetto della forma prescritta per l’operazione posta in essere e alla carenza di informazione che sarebbe derivata dall’avvenuta sottoscrizione di fogli in bianco.

La sentenza sarebbe infatti errata, sia per la mancata corrispondenza fra il chiesto ed il pronunciato (atteso che la domanda non era stata proposta sotto il profilo della falsità dello scritto, ma sotto quello della mancanza di tutti gli elementi essenziali del contratto), che per la disinformazione che da detta incompleta rappresentazione sarebbe derivata;

5) violazione di legge e vizio di motivazione, nella parte in cui era stata negata la negligenza degli operatori bancari, ravvisata da esso ricorrente “nell’omessa segnalazione della inadeguatezza degli acquisti per dimensione, mancanza di *rating*, decozione dell’emittente”.

In particolare l’intermediario avrebbe l’obbligo di informare l’investitore non solo dell’inadeguatezza dell’operazione, ma anche del-

le ragioni che la renderebbero tale, informativa che viceversa sarebbe stata omessa.

La banca poi risponderebbe comunque dell'operato del proprio collaboratore, sotto il duplice aspetto della mancata formazione ovvero del negligente comportamento da questi osservato;

6) violazione di legge e vizio di motivazione, per quanto riguarda la rilevanza accorciata alla dichiarata consegna del documento sui rischi generali degli investimenti, consegna della quale non vi sarebbe prova.

In ogni modo la consegna di tale documento, avente ad oggetto la rappresentazione di rischi generici, non avrebbe esonerato la banca dall'osservanza dei doveri informativi specifici; 7) violazione dell'art. 112 c.p.c. e vizio di motivazione, in ordine al mancato esame della vendita durante il periodo di "grey market" e di "altre circostanze dedotte da questa difesa".

Gli acquisti di titoli effettuati nel primo periodo dell'offerta compresa fra la data di lancio dell'operazione e quella di primo regolamento (ipotesi ravvisata nel caso in esame) sarebbero nulli, e la negoziazione avvenuta in tale periodo determinerebbe anche effetti risarcitori.

Per di più la banca avrebbe operato in una situazione non dichiarata di conflitto di interessi, in ragione dell'avvenuta vendita dei titoli nel periodo di "grey market" e degli intercorsi rapporti di finanziamento.

6. a) – I primi tre motivi di impugnazione pongono sotto diverse angolazioni la medesima questione relativa all'applicabilità o meno del D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 30, commi 6 e 7 al caso di specie, e devono pertanto essere esaminati congiuntamente, stante la connessione fra essi esistente.

Più precisamente, il citato art. 30 disciplina l'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi e attività di investimento, prevedendo in particolare, per la parte di interesse, la sospensione per la durata di sette giorni dell'efficacia dei contratti di collocamento o di gestione di portafogli individuali eventualmente conclusi (comma 6), nonché la nullità del relativo negozio traslativo, nell'ipotesi di omessa comunicazione all'investitore del suo diritto di avvalersi della facoltà di recesso, nell'arco temporale di sette giorni entro il quale l'efficacia del negozio rimane sospesa (comma 7).

Rilevano poi, ai fini di interesse in questa sede, il primo ed il comma 9 dell'articolo in questione. Il primo, infatti, offre una definizione dell'offerta fuori sede, segnatamente stabilendo che per essa devono intendersi la promozione ed il collocamento presso il pubblico: a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale di colui che opera per sollecitare l'investimento; b) di servizi ed attività di investimento in luogo diverso dalla sede di colui agisce per la realizzazione del servizio o dell'attività; il nono precisa infine che l'intero articolo (e pertanto anche i sopra richiamati commi 6 e 7) si applica anche ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari, oltre che a quelli emessi da imprese assicurative.

6. b) – Il problema sottoposto all'attenzione del Collegio riguarda dunque la correttezza del giudizio formulato dal giudice del merito in ordine alla qualificazione dell'operazione per la quale è sorta controversia, e segnatamente consiste nello stabilire se, con riferimento alla detta qualificazione, sia o meno condivisibile l'affermata inapplicabilità della disciplina dettata dal citato art. 30 alla fattispecie oggetto di esame. In proposito va osservato che la Corte di Appello, con statuizione incontestata, ha innanzitutto rilevato l'estraneità alla materia del contendere della fattispecie relativa alla gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede (art. 30, comma 1, lett. b), circostanza da cui discende che l'ipotesi normativa da prendere in considerazione è esclusivamente quella concernente il collocamento di strumenti finanziari di cui all'art. 30, comma 1, lett. a).

6. c) – Nel merito ha poi ritenuto che l'interpretazione "della normativa primaria e secondaria di riferimento" dovesse indurre ad escluderne l'applicabilità ai contratti di acquisto di "bond" Cirio stipulati con la banca intermediaria, dei quali nel presente giudizio è stata invocata la nullità.

In punto di fatto va premesso che la Corte territoriale ha configurato i detti contratti come negozi attuativi di un atto quadro sottoscritto dalla banca Fideuram e dall'investitore P. in data (*Omissis*), per effetto del quale l'istituto di credito si sarebbe assunto l'incarico di ricevere gli ordini dell'investitore relativi ai valori mobiliari, e di dare quindi corso alle conseguenti negoziazioni e sottoscrizioni.

Il connotato saliente del richiamato accordo del (*Omissis*) sarebbe poi individuabile nella predeterminazione del contenuto per uno solo dei contraenti, vale a dire la banca obbligata allo svolgimento dell'attività sopra indicata, essendo viceversa libero l'investitore "di attivare l'obbligo di fare della controparte attraverso la sottoscrizione di ordini". Alla luce della ricostruzione ora delineata la Corte di Appello ha quindi ritenuto che non fosse riscontrabile nel caso in esame un servizio di collocamento, essendo questo caratterizzato da un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta ad un pubblico indeterminato di strumenti finanziari, emessi a condizioni di tempo e prezzo predeterminati.

Al contrario nella specie l'evocazione in giudizio della Fideuram sarebbe intervenuta per effetto di contratto di negoziazione accedente ad un deposito titoli per custodia ed amministrazione, e quindi sulla base di accordo stipulato dall'investitore con soggetto determinato e a condizioni non predeterminate, condizioni che varrebbero ad escludere, anche in via del tutto astratta ed ipotetica, la stessa configurabilità di un servizio di collocamento.

7. a) – Osserva il Collegio che l'interpretazione della Corte di Appello risulta corretta e che il relativo giudizio deve essere quindi condiviso. Ed infatti depone innanzitutto nel senso indicato il dato testuale della normativa oggetto di esame. Al riguardo è stato già evidenziato come nel D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 30, comma 1 il legislatore abbia puntualmente delineato la nozione dell'offerta fuori sede, stabilendo che per essa deve intendersi la promozione ed il collocamento presso il pubblico di strumenti finanziari (lett. a) e di servizi e attività di investimento (lett. b), in luogo diverso dalle sedi proprie degli operatori proponenti intervenuti.

L'art. 1 del medesimo provvedimento normativo chiarisce poi cosa debba intendersi per strumenti finanziari (punto 2) e per servizi e attività di investimento (punto 5), elencando con precisione analitica le diverse ipotesi da ricomprendere nella due diverse categorie di atti e di comportamenti, sinteticamente rappresentati, rispettivamente, con le due distinte nozioni di strumenti e di servizi.

L'art. 30, comma 6 prescrive infine la sospensione di efficacia dei contratti conclusi

fuori sede per la durata di sette giorni (decorrenti dalla sottoscrizione dell'investitore), entro i quali questi può esercitare il diritto di recesso, limitandolo però a quelli di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali.

È di tutta evidenza, dunque, come non vi sia coincidenza fra la definizione dell'offerta fuori sede, quale formalizzata dal legislatore nell'art. 30, comma 1, e l'ambito di esercizio del diritto di recesso riconosciuto dal comma 6 del medesimo articolo.

Tale diritto è stato infatti stabilito per i contratti di collocamento di strumenti finanziari conclusi fuori sede (con esclusione pertanto di quelli soltanto promossi fuori sede, che viceversa rientrano nella previsione di cui al comma 1, lett. a), nonché limitatamente a quella parte dei servizi di investimento che riguarda la gestione di portafogli individuali e quindi, conclusivamente, in termini più contenuti e circoscritti rispetto alla fattispecie dell'offerta fuori sede delineata nel primo comma dell'art. 30.

Ma al di là del dato testuale, che depone inequivocabilmente nel senso ora delineato, vi è un'ulteriore considerazione che induce a ritenere che il legislatore abbia deliberatamente inteso circoscrivere l'esercizio del diritto di recesso a peculiari ipotesi specificamente determinate, e non già con riferimento ad una generica attività di collocamento fuori sede.

Induce invero alla detta conclusione la circostanza che il legislatore abbia direttamente richiamato nel sesto comma solo parte del contenuto del comma 1, operando viceversa una modificazione per il rimanente. L'analiticità di una disciplina contenuta nel medesimo articolo, con prescrizioni solo in parte sovrapponibili, consente dunque di escludere che la diversità del richiamo possa essere ricondotto a refusi o a imprecisioni terminologiche, e denota piuttosto la peculiarità dell'intento perseguito con la formulazione della disposizione in esame.

D'altra parte conferma indiretta della specificità del riferimento al servizio di collocamento si trae pure dalla disposto del D.Lgs. n. 58, art. 1, comma 5, che, nel ricomprendere tra i servizi di investimento distinte attività di negoziazione ("Le imprese di investimento possono procedere all'offerta fuori sede di prodotti diversi dagli strumenti finanziari e dai servizi e

attività d'investimento...”), implicitamente presuppone sia la diversità di quest'ultima rispetto al collocamento, sia l'attenzione posta dal legislatore nella individuazione delle distinte fattispecie da sottoporre ad una comune disciplina.

7. b) – Se pertanto il dato testuale conforta l'interpretazione della normativa offerta dalla Corte di Appello, ad identiche conclusioni deve pervenirsi in relazione alla “ratio” ispiratrice della disposizione di cui all'art. 30, comma 6, che riconosce all'investitore il diritto di receso.

Tale disposizione non costituisce una novità nel nostro ordinamento, essendo stata preceduta dai diversi interventi normativi succedutisi nel tempo, disciplinanti, con prescrizioni sul punto non sempre coincidenti, la distribuzione fuori sede di prodotti finanziari (si intende segnatamente fare riferimento alla L. 23 giugno 1974, n. 216, alla L. 23 marzo 1983, n. 77, alla L. 2 gennaio 1991, n. 1, al D.Lgs. n. 415 del 1996).

In ogni modo ai fini che interessano in questa sede occorre evidenziare come sia stata cura del legislatore, nel disciplinare l'offerta di prodotti finanziari, di offrire una più ampia tutela, nell'ambito dei soggetti investitori, a quella parte di essi che avessero definito l'investimento in prodotti finanziari non già recandosi presso la sede dell'offerente, ma al contrario per essere stati da questo raggiunti all'esterno dei luoghi di pertinenza del proponente.

Il motivo della detta distinzione fra le due diverse categorie di investitori è intuitivamente apprezzabile, ed è all'evidenza individuabile nel fatto che colui che si reca presso l'offerente con l'obiettivo di impiegare un risparmio ha maturato una propria convinta determinazione circa l'utilità dell'iniziativa adottata, determinazione viceversa non necessariamente sussistente – o quanto meno non sempre sorretta da adeguate certezze – per effetto della subita iniziativa da parte del venditore.

Con la sospensione, per l'investitore, dell'efficacia della vendita per un arco temporale di sette giorni il legislatore ha dunque ritenuto di poter correggere le eventuali distorsioni negoziali derivanti dall'eventuale effetto “sorpresa” subito dall'acquirente e di assicurare, quindi, un corretto equilibrio fra le posizioni dei due contraenti. Da quanto sinora esposto discende

dunque che, in tanto può trovare ragionevole applicazione la disciplina dello “*ius poenitendi*”, in quanto si sia verificata una situazione in cui il risparmiatore sia stato esposto al rischio di assumere iniziative e prendere decisioni poco meditate. In punto di fatto la Corte di Appello, con ricostruzione non contrastata sotto questo riflesso, ha escluso che nel caso in esame fosse ravvisabile l'ipotesi sopra delineata, avendo collegato l'acquisto dei titoli da parte del P. alla preesistenza di un precedente rapporto intercorso fra le stesse parti, vale a dire ad un negozio quadro sostanzialmente assimilabile (per l'aspetto dell'accordo che rileva in questa sede) ad un contratto di mandato. Il fatto quindi che l'acquisto dei titoli non sia avvenuto per iniziativa dell'offerente, ma a seguito di un precedente accordo di carattere generale fra l'investitore ed il soggetto delegato per la definizione negoziale, comporta che nella specie sia ravvisabile una ipotesi di negoziazione, così come ritenuto dalla Corte di Appello, e non una ipotesi di collocamento, come sostenuto dal ricorrente.

7. c) – Tale conclusione, d'altro canto è in linea con le indicazioni fornite al riguardo in via generale dalla Consob.

Ed infatti con comunicazione del 9.7.97 detto ente ha precisato che il servizio di collocamento è caratterizzato da un accordo tra emittente (o offerente) e collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico di strumenti finanziari a condizioni di tempo e prezzo predeterminate, precisazione poi ulteriormente confortata dall'art. 35 del Regolamento n. 11522, secondo il quale nel prestare il servizio di collocamento gli intermediari si attengono alle disposizioni dell'offerente, al fine di assicurare l'uniformità delle procedure di offerta.

7. d) – Infine la prospettata interpretazione dell'art. 30, comma 6 trova ulteriore conforto anche per due ulteriori ordini di ragioni.

Innanzitutto in considerazione del disposto del comma 6 dell'articolo in questione, che esclude la configurabilità dell'offerta fuori sede (pur nella sussistenza delle condizioni indicate nel comma 1) quando questa sia stata effettuata nei confronti di clienti professionali, così confermando l'intento di tutela dell'investitore dal rischio di assumere iniziative poco meditate, non essendo all'evidenza ravvisabile detto

rischio nel caso di offerta ad operatore di peculiare competenza, in quanto tale non esposto al rischio di decisioni affrettate ed indotte dalle subite iniziative dell'altro contraente. Inoltre, in ragione dell'esigenza di privilegiare una interpretazione che tenga conto degli effetti eccezionali della disposizione (l'efficacia dell'accordo è infatti sospesa *ex lege* per la durata di sette giorni, termine entro il quale l'investitore può esercitare il diritto di recesso) e dei riflessi che la stessa è potenzialmente idonea a determinare. Sotto tale aspetto si intende evidenziare come il riconoscimento del diritto di recesso anche nel caso di negoziazione significherebbe consentire all'investitore, al di fuori delle sopra indicate ragioni che hanno indotto alla formulazione della disposizione, di beneficiare del differimento del termine iniziale di decorrenza del negozio in funzione dell'eventuale esercizio del detto diritto (fra l'altro non riconosciuto all'altro contraente), esercizio che, nel caso di preventivo mandato in favore dell'intermediario per la conclusione di negozi alle condizioni più favorevoli, ben potrebbe essere sollecitato anche da motivi di interesse economico, quali quelli determinati dalla possibilità di concludere acquisti di maggiore convenienza, per effetto di mutate situazioni di mercato.

8. – L'inapplicabilità della disciplina relativa al diritto di recesso all'ipotesi oggetto di esame determina dunque l'infondatezza dei primi tre motivi di ricorso, rispetto ai quali giova comunque precisare che è priva di pregio la doglianza formulata con il primo motivo, secondo cui nella specie gli acquisti dei titoli non sarebbero stati effettuati in esecuzione di un pregresso atto quadro, ma sarebbero stati invece conclusi in relazione a singole ed autonome proposte contrattuali di mandato.

Al riguardo è infatti sufficiente rilevare che la Corte di Appello, cui era stata sottoposta identica questione, ha specificamente motivato sul punto con specifiche argomentazioni che non sono state oggetto di censura.

Ad identiche conclusioni deve poi pervenirsi per quanto concerne il secondo motivo, con il quale è stata invocata l'applicabilità dell'art. 30, comma 9, per il quale la disciplina dettata in tale articolo si applicherebbe anche ai prodotti finanziari diversi da quelli indicati nell'art. 100, comma 1, lett. f), nel cui ambito non

sarebbero annoverabili quelli oggetto della contestata transazione.

Anche nell'ipotesi indicata, infatti, l'applicabilità della disciplina dettata dall'art. 30 presuppone la configurabilità di una offerta fuori sede, sicché, una volta escluso che sia stata posta in essere quest'ultima, ne discende automaticamente l'inconsistenza della relativa richiesta. Il terzo motivo affronta infine diffusamente la questione concernente l'interpretazione dell'art. 30, con riferimento alle dizioni "contratti e servizi di collocamento", questione già affrontata nella precedente esposizione alle cui argomentazioni quindi si rinvia.

9. – Passando poi all'esame delle ulteriori doglianze formulate, si rileva che è infondato il quarto motivo. Al riguardo va precisato che il ricorrente ha lamentato l'errata interpretazione della domanda da parte della Corte di Appello.

Il vizio denunciato sarebbe infatti consistito nell'incompletezza del contratto, derivante dalla mancata allegazione degli elementi che sarebbero stati viceversa necessari ai fini della sua corretta conclusione, oltre che nell'inesatta informativa che la detta carenza avrebbe comportato.

Il giudice del merito, tuttavia, aveva escluso l'ammissibilità della proposta querela di falso dedotta sotto il profilo dell'abusivo riempimento di fogli in bianco – per tardività ed aveva poi ritenuto che l'odierno ricorrente non avesse dato prova né della violazione dell'accordo di riempimento, né del contenuto di questo.

Avrebbe dunque equivocato sul contenuto della censura, decidendo su questione che in realtà non sarebbe stata mai prospettata ed ignorando inoltre il profilo relativo alla carenza del requisito della forma scritta.

Il rilievo appare inconsistente.

Ed infatti la Corte di Appello, contrariamente a quanto sostenuto, non ha ignorato la questione relativa alla forma del contratto, ma ha piuttosto osservato che il difetto di forma era stato collegato all'assunto concernente il preteso rilascio di fogli d'ordine sottoscritti in bianco, che sarebbero stati poi riempiti con un contenuto contrastante con quello precedentemente concordato.

Secondo la Corte di Appello, tuttavia, il ricorrente non avrebbe dato dimostrazione dell'illegittimo riempimento, e da ciò sarebbe pertanto derivata l'infondatezza della proposta

impugnazione. A fronte dunque della detta motivazione, che fra l'altro implicitamente presuppone la conoscenza del relativo contenuto da parte del P., questi si è limitato a riproporre le questioni di merito già rappresentate, senza alcuna specifica indicazione (al di là del manifestato dissenso sul piano del merito) in ordine alle ragioni per le quali la decisione contestata sarebbe errata e per di più senza la riproduzione delle doglianze formulate con i motivi di appello che il giudice del gravame avrebbe male interpretato, circostanza questa che rende il motivo di censura viziato anche sul piano dell'autosufficienza.

10. – Il quinto ed il sesto motivo devono essere esaminati congiuntamente, essendo entrambi attinenti a pretesi vizi di informazione circa le caratteristiche dell'operazione (segnatamente, quanto al quinto, per la dimensione degli acquisti, mancanza di *rating*, le condizioni di decozione dell'emittente, e, quanto al sesto, per la valenza attribuita al documento sui rischi generali degli investimenti), e sono infondati. Al riguardo occorre innanzitutto precisare che la Corte di Appello ha affermato esservi prova dell'avvenuta consegna al ricorrente del documento sui rischi generali degli investimenti (p. 17), ed il punto non è stato contestato (se non in termini ipotetici, di assoluta genericità).

Quanto all'obbligo, per l'intermediario, di astenersi dal compiere operazioni non adeguate, il giudice del merito ne ha ritenuto l'avvenuta osservanza sulla base della duplice considerazione: *a*) che l'investitore acquirente avrebbe richiesto di dare comunque corso all'operazione programmata; *b*) che il giudizio di inadeguatezza dell'operazione sarebbe stato in ogni modo formulato nel momento in cui la situazione venutasi a creare lo aveva richiesto, e cioè quando l'acquisto dei titoli Cirio aveva superato in termini percentuali la soglia del 15% del capitale complessivamente investito.

Infine, lo stesso giudice aveva poi rilevato nel pacchetto titoli del P. la presenza di "prodotti di rischiosità analoga (se non superiore) a quelli di Cirio *bond*" (p. 18), circostanza questa sintomatica della propensione al rischio del ricorrente il quale, anziché essere inesperto, aveva in precedenza già acquistato "prodotti finanziari niente affatto privi di rischi" (p. 19).

Si tratta dunque di valutazione di merito suf-

ficientemente motivata, sorretta da argomentazioni non viziate sul piano logico, per ciò sottratte al sindacato del giudice di legittimità.

11. – È insussistente infine il vizio di omessa pronuncia, denunciato con il settimo motivo di ricorso (unitamente a quello di vizio di motivazione sul punto), poiché i rilievi risultano assorbiti dal contenuto della decisione adottata, come d'altra parte ha espressamente rilevato la stessa Corte territoriale, nell'affrontare l'esame dei profili sottoposti all'attenzione di questa Corte con il motivo oggetto di esame (p. 19).

Conclusivamente il ricorso deve essere rigettato con condanna del ricorrente, soccombente, al pagamento delle spese del giudizio di legittimità, liquidate in dispositivo. (*Omissis*)

[VITRONE *Presidente* – PICCININI *Estensore* – ZENO *P.M.* (concl. diff.) – P.E. (avv.ti Ricci e Campilli) – Banca Fideuram s.p.a. (avv.ti Romanelli e Barbieri)]

Nota di commento: «*La tutela del cliente nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari può estendersi a qualsiasi contratto di investimento?*» [★]

I. Il caso

Nel giugno del 2001 un investitore decide di acquistare un rilevante quantitativo di obbligazioni Cirio tramite un promotore finanziario, concludendo il contratto di investimento fuori dai locali commerciali della banca intermediaria.

A seguito del *default* del Gruppo Cirio, l'investitore cita in giudizio il promotore finanziario e la banca per ottenere la restituzione del capitale investito, oltre al risarcimento dei danni subiti, ritenendo nullo, annullabile o risolubile il contratto di investimento concluso.

In primo grado ottiene una sentenza favorevole con la quale il Tribunale dichiara la nullità del contratto di investimento in quanto concluso fuori della sede della banca convenuta e mancante dell'avvertenza circa l'esistenza del diritto di recesso a favore del cliente.

La sentenza viene poi riformata in appello, con decisione confermata dalla Cassazione.

La soluzione offerta dalla Supr. Corte pare mettere la parola fine al contrasto interpretativo sviluppatosi in dottrina e nella giurisprudenza di merito in riferimento all'art. 30 del d. legis. 24.2.1998, n. 58 (*Testo unico delle disposizioni in materia di interme-*

[★] **Contributo pubblicato in base a *referee*.**

di azione finanziaria ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52, il c.d. t.u.f.), precisando la distinzione tra negoziazione e collocamento ai fini dell'applicabilità della disposizione che prevede la nullità dei contratti di investimento conclusi fuori sede in mancanza dell'avvertenza del diritto di recesso spettante all'investitore ed escludendo tale conseguenza in caso di acquisto di titoli sulla base di un preesistente contratto quadro per la negoziazione di strumenti finanziari concluso tra cliente ed intermediario (cosiddetto *master agreement*).

La rilevanza della sentenza ha trovato una recentissima conferma da parte della Consob la quale, in risposta ad un quesito dell'Associazione nazionale delle società di collocamento di prodotti finanziari e di servizi di investimento (Assoreti), si è allineata all'orientamento della Supr. Corte.

II. La questione

L'art. 30, comma 6° del t.u.f. (approvato con d. legis. n. 58/1998 e modificato dal d. legis. 17.11.2007, n. 164, *Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 86/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE, e abroga la direttiva 93/22/CEE*, di attuazione della c.d. direttiva MIFID) prevede che «l'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede è 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».

L'omessa indicazione, nel contratto di investimento, della facoltà di recesso spettante all'investitore è sanzionata con la nullità relativa dell'intero contratto, come sancisce il comma 7° del medesimo art. 30 t.u.f., secondo cui «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».

La gravità di una simile conseguenza rende particolarmente importante identificare la tipologia dei contratti a cui si riferisce il citato comma 6° dell'art. 30.

Si tratta in particolare di definire in maniera precisa cosa intenda il legislatore quando parla di *contratti di collocamento di strumenti finanziari* conclusi fuori sede e se le disposizioni dell'art. 30, commi 6° e 7° del t.u.f. possano essere estese ad altre tipologie di contratti di investimento non espressamente indicate.

Il problema si pone soprattutto per quei contratti di investimento che si perfezionano a seguito di trat-

tativa individuale tra investitore ed intermediario, finalizzata all'acquisto di uno specifico strumento finanziario scelto dal cliente, che quindi non è oggetto di un'offerta al pubblico comportante la sollecitazione alla conclusione dell'operazione.

In altre parole, si tratta di comprendere se la disposizione in esame costituisca effettivamente una norma di carattere eccezionale (come pare affermare la sentenza che si annota), non applicabile a servizi di investimento diversi da quelli specificamente previsti (stante il pacifico divieto di interpretazione analogica delle norme eccezionali, alle quali le sez. un. sembrano da qualche tempo aggiungere anche il divieto di interpretazione estensiva, come precisato da CASS., 8.10.2008, n. 24772, *infra*, sez. III).

Il dubbio è quindi se si debba dare al termine «collocamento» una definizione strettamente tecnica ovvero se possa, più genericamente, ricomprendersi nell'ambito di tale attività qualsiasi tipo di negoziazione fuori sede tra intermediario ed investitore, facendo così prevalere l'esigenza di tutelare il cliente dal rischio dell'*effetto sorpresa* insito nell'offerta fuori sede di *strumenti finanziari* (o meglio di *prodotti finanziari*, visto che l'art. 11, comma 2°, della l. 28.12.2005, n. 262, *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, ha esteso l'applicazione delle norme in esame a quest'ultima più ampia categoria).

Le conseguenze pratiche della soluzione che si voglia dare al problema sono rilevanti: si tratta soprattutto di stabilire se sussista la nullità di un contratto di investimento concluso fuori sede, nell'ipotesi di omesso inserimento, nel modulo contrattuale, della clausola di sensibilizzazione del cliente sul suo diritto di avvalersi della facoltà di recesso.

La Supr. Corte, nella sentenza che si annota, sposa la tesi restrittiva, precisando che tale conseguenza è prevista solo in caso di conclusione fuori sede di un contratto di gestione di portafogli individuali o di un contratto di collocamento in senso tecnico.

Per collocamento in senso tecnico i giudici di legittimità intendono un accordo tra emittente (od offerente) di prodotti finanziari e l'intermediario che li offre al pubblico, mediante offerte rivolte ad una pluralità indeterminata di soggetti, a condizioni di tempo ed a prezzi predeterminati e dunque in maniera standardizzata.

Restano esclusi da tale ambito non solo i contratti che, pur avendo ad oggetto prodotti finanziari, non siano qualificabili né come collocamento né come gestione di portafogli individuali (in particolare i contratti di negoziazione), ma anche tutte quelle attività di promozione fuori sede di prodotti finanziari o tutte le attività o i servizi di investimento i quali, pur rientrando nella definizione di «offerta fuori sede» di cui all'art. 30, comma 1°, t.u.f., non sono ri-

conducibili alle due tipologie negoziali espressamente menzionate dal comma 6°.

Nel ragionamento della Supr. Corte risulta determinante, per escludere che l'acquisto dei prodotti finanziari avvenga per iniziativa dell'offerente e quindi per escludere che si versi in ipotesi di collocamento fuori sede, il fatto che l'investimento avvenga in esecuzione di un preesistente contratto quadro avente ad oggetto la negoziazione di strumenti finanziari per conto dell'intermediario o l'esecuzione di ordini per conto del cliente o la ricezione e la trasmissione di ordini.

Per una miglior comprensione della portata della sentenza in commento è necessario chiarire il concetto di servizio o attività di collocamento e coglierne le differenze rispetto alle altre attività di investimento che potrebbero presentare elementi in comune.

Secondo la definizione offertaci dall'art. 1, comma 5°, t.u.f., per attività o servizi di investimento, dobbiamo intendere le attività di negoziazione per conto proprio, di esecuzione di ordini per conto dei clienti, di collocamento, di gestione di portafogli individuali, nonché l'attività di ricezione e trasmissione di ordini, la consulenza in materia di investimenti e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Tralasciando la gestione di portafogli individuali, l'attività di consulenza e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, che certamente non sono confondibili con l'attività di collocamento, dobbiamo passare rapidamente in rassegna gli altri servizi per trarne gli elementi distintivi.

Con il termine *negoziazione per conto proprio* si suole indicare l'attività di compravendita di strumenti finanziari che l'intermediario svolge sul mercato secondario in base agli ordini di acquisto o di vendita ricevuti dalla propria clientela.

La negoziazione avviene in questo caso in *contropartita diretta*, ossia l'intermediario acquista strumenti finanziari sul mercato per rivenderli al proprio cliente o acquista dal cliente per rivendere sul mercato: l'intermediario impegna posizioni proprie e l'operazione va quindi ad incidere sul suo patrimonio.

Tale attività comprende la funzione di *dealer*, vale a dire di commerciante in capo all'intermediario che lucra lo scarto tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita.

Svolge questo tipo di negoziazione anche l'intermediario che ricopre il ruolo di *market maker*, ossia che si propone su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione come disposto ad acquistare o vendere alla clientela, in maniera continuativa, strumenti finanziari di cui lui stesso definisce il prezzo.

In tutti questi casi l'intermediario si obbliga a fare da controparte contrattuale del proprio cliente nella compravendita di strumenti finanziari.

L'*esecuzione di ordini per conto della clientela* è invece una forma di negoziazione di strumenti finanziari in cui l'intermediario non impegna posizioni proprie, non ricadendo gli effetti delle operazioni di investimento sul suo patrimonio: l'intermediario si limita a cercare una o più controparti del cliente in vista dell'acquisto o della vendita di strumenti finanziari per conto di un investitore che gliene ha dato incarico.

L'attività di *ricezione e trasmissione di ordini* è un servizio strettamente connesso alla negoziazione, poiché in essa l'intermediario raccoglie gli ordini di acquisto o di vendita di strumenti finanziari dalla propria clientela e si limita a trasmetterli sul mercato per la loro materiale esecuzione. In questo caso l'intermediario non negozia direttamente sul mercato, ma ricerca un altro intermediario abilitato ad operare coll'investitore. L'attività di ricezione e trasmissione di ordini si risolve quindi in una mera mediazione, accessoria rispetto alla negoziazione che resta meramente eventuale.

Va incidentalmente precisato che ogni singolo ordine di investimento conferito dal cliente in esecuzione di un contratto quadro per la prestazione di una delle tipologie di servizi di investimento che si sono appena viste ha di per sé natura negoziale. L'ordine di investimento origina infatti uno di quei contratti che sono oggetto della cosiddetta «prestazione di servizi o di attività di investimento», descritti all'art. 1, comma 5°, del t.u.f.

Una conferma in tal senso la si ritrova anche nella motivazione della ormai famosa sentenza delle sez. un. n. 26724 del 19.12.2007 (*infra*, sez. III), la quale, nel precisare che il contratto-quadro (definito «*contratto di intermediazione finanziaria*») «*per alcuni aspetti può essere accostato alla figura del mandato*», chiarisce poi che le successive operazioni che l'intermediario compie per conto del cliente ben possono consistere in «*atti di natura negoziale*», ancorché costituiscano il momento attuativo del precedente contratto di intermediazione.

Non può quindi esservi dubbio sul fatto che al contratto quadro seguano «*differenti contratti di acquisto posti in essere in esecuzione e con le modalità previste*» (TROIANO, *infra*, sez. IV).

Tornando all'attività di *collocamento*, essa si sostanzia nell'offerta in vendita o in sottoscrizione a terzi di strumenti finanziari da parte dell'intermediario, sulla base di un preventivo accordo con l'emittente. Se gli strumenti finanziari vengono collocati presso il pubblico senza che l'intermediario offra alcuna garanzia all'emittente o al proprietario sul buon fine dell'operazione, si parla di *mero collocamento*. Se invece l'intermediario acquista gli strumenti finanziari dall'emittente prima di collocarli sul mercato, si parla di *collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo*.

Il collocamento può anche essere *con assunzione di garanzia* quando l'intermediario si impegna ad acquistare tutti i titoli che, al termine dell'offerta, risultassero non collocati.

L'attività di collocamento si inserisce nel più ampio *genus* dell'attività di offerta al pubblico di prodotti finanziari definitiva dall'art. 1, comma 1°, lett. *t*), t.u.f.

In questo genere di attività rientra quindi qualsiasi offerta, invito a offrire o messaggio promozionale (ma non un semplice messaggio pubblicitario, che non è finalizzato alla negoziazione di strumenti finanziari), in qualsiasi forma rivolto al pubblico e contenente condizioni standardizzate, finalizzato alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari, ivi compresi gli strumenti finanziari emessi da banche e società di assicurazione.

Se l'attività di collocamento comporta l'offerta al pubblico di prodotti finanziari, non necessariamente vi è coincidenza tra le discipline delle due attività che restano distinte e diversamente regolamentate per soddisfare finalità diverse.

Il collocamento, come chiarisce la Consob nella comunicazione DAL/97006042 del 9.7.1997, presuppone un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico, da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate.

Il collocatore si impegna verso l'emittente (o l'offerente) un determinato strumento finanziario non già o non solo a sottoscriverlo (in fase di prima emissione) o ad acquistarlo (in fase di negoziazione successiva alla prima emissione), bensì ad offrirlo al pubblico ed a concludere contratti di vendita agli aderenti a tale offerta.

Potrebbe quindi darsi l'ipotesi in cui un intermediario sottoscriva o acquisti per proprio conto un rilevante quantitativo di strumenti finanziari e poi, in mancanza di un impegno assunto verso l'emittente (o l'offerente), proceda ad offrire ed a distribuire al pubblico tali strumenti finanziari, magari attuando una campagna promozionale con modalità caratterizzate dalla formulazione di proposte standardizzate, non negoziate individualmente con i clienti.

In questo caso l'operazione presenterebbe i connotati dell'offerta al pubblico, con conseguente applicazione dei sopra citati artt. 93 *bis* ss. t.u.f., ma non costituirebbe collocamento.

Se poi l'intermediario non procedesse in maniera così generalizzata e standardizzata, ma desse luogo a singole negoziazioni con ciascun investitore al fine di pervenire alla conclusione di singoli contratti di investimento a condizioni diverse a seconda dell'acquirente e del momento dell'operazione, allora non si avrebbe né un'offerta al pubblico di prodotti finanziari, né un'attività di collocamento, anche se al-

la base vi fosse un accordo con l'emittente o l'offerente che obbligasse o incentivasse l'intermediario a svolgere questa capillare attività di investimento.

In questo caso si sarebbe in presenza di una semplice attività di negoziazione individuale con singoli clienti.

Così chiarito il concetto di collocamento ed i suoi rapporti con le attività od i servizi di investimento che possono apparire simili, si tratta ora di comprendere se sia corretta la soluzione offerta dalla Supr. Corte di limitare l'applicazione delle forme di tutela dell'investitore previste dall'art. 30, commi 6° e 7°, t.u.f. al solo collocamento in senso tecnico o se la *ratio* della normativa possa consentire di estenderne la portata anche ad altri servizi o attività di investimento ed in particolare alla conclusione di qualsiasi contratto di investimento frutto di trattativa individuale.

L'opinione della Supr. Corte nella sentenza annotata si colloca all'interno di un panorama dottrinale e giurisprudenziale molto incerto.

La dottrina si è espressa prevalentemente a favore della tesi oggi accolta dalla Cassazione.

Non mancano però voci contrarie, sostenute da un'ampia parte della giurisprudenza di merito.

L'opinione favorevole ad un'interpretazione estensiva o atecnica del concetto di collocamento, si concentra prevalentemente sulla considerazione secondo cui l'art. 30, comma 6° del t.u.f. si riferisce ai «contratti di collocamento», per tali non intendendosi quelli che un determinato intermediario può stipulare con l'emittente, con l'offerente o con un altro intermediario, essendo esclusa l'applicabilità della disciplina in esame tra intermediari e clienti professionali, come precisa l'art. 30, comma 2°, t.u.f.

Il concetto di «contratto di collocamento» dovrebbe quindi distinguersi dalla nozione di «servizio di collocamento» ed andrebbe riferito al negozio concluso dall'intermediario con l'investitore finale, ossia ad ogni forma di vendita o di allocazione di prodotti finanziari posta in essere con specifici individui.

Se allora il collocamento in senso tecnico si caratterizza per essere un'offerta ad un destinatario collettivo più o meno ampio (il pubblico o talune categorie di investitori), ogni forma di contratto specifico con un singolo investitore sarebbe in realtà riconducibile alla semplice negoziazione e non al collocamento (TRIB. BOLOGNA, 17.4.2007, *infra*, sez. III).

Tale conclusione viene avvalorata richiamando la comunicazione Consob DI/98094245, del 10.12.1998, secondo cui quando l'intermediario operi quale collocatore di titoli emessi da terzi, l'operatività verso gli investitori finali rientrerebbe nella prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini.

Ancora, si sostiene la necessità di una lettura costituzionalmente orientata della norma in esame, per giungere alla conclusione che esigenze di eguaglian-

za e ragionevolezza consigliano di estendere al comma 6° dell'art. 30 t.u.f. l'ampia definizione di «offerta fuori sede» contenuta al comma 1° (che comprende una nozione di collocamento intesa in senso improprio, in quanto riferita non solo agli strumenti finanziari, ma anche all'offerta di servizi di investimento che non vi rientrerebbero se si accedesse ad una definizione strettamente tecnica).

L'opinione che si è appena riassunta conclude attribuendo al cliente la facoltà di recesso anche nel caso in cui l'acquisto di prodotti finanziari avvenga nell'ambito dei servizi di negoziazione, di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione di ordini. Allo stesso tempo la norma che commina la nullità del contratto di investimento per la mancata indicazione di tale facoltà nei moduli o formulari si applicherebbe in ogni caso di prestazione di servizi o attività di investimento fuori sede svolta verso investitori finali.

A ben vedere le argomentazioni a sostegno della tesi oggi minoritaria cercano di superare la precisa delimitazione letterale dell'art. 30, comma 6°, t.u.f. con motivazioni che appaiono dettate, più che da ragioni tecnico-giuridiche, da esigenze di protezione dei singoli investitori che si trovano ad effettuare scelte di investimento che, per le modalità di tempo e di luogo, rischiano di essere poco consapevoli.

Ben più attinenti al dato strettamente tecnico-giuridico appaiono le ragioni poste a fondamento dell'opinione dottrinale e giurisprudenziale ormai prevalente ed oggi accolta dalla Supr. Corte, la quale si fonda su di una nozione di collocamento intesa in senso tecnico.

Tali ragioni possono riassumersi schematicamente come segue:

- 1) collocamento e gestione di portafogli individuali sono caratterizzati dal ruolo *propulsivo* assunto dall'intermediario, ruolo che invece manca nella semplice negoziazione individuale, la quale avviene quando l'investitore ha maturato autonomamente la decisione di investimento ed assume l'iniziativa dell'offerta (CARBONETTI, *infra*, sez. IV);
- 2) storicamente, lo *jus poenitendi* era previsto solo a favore dei soggetti destinatari di una sollecitazione all'investimento (che caratterizza il collocamento), come si ricava dall'art. 18 *ter* del d.l. 8.4.1974, n. 95 (*Disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari*), convertito nella l. 23.6.1974, n. 216 (*Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari*), novellato dalla l. 23.3.1983, n. 77 (*Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare*), mentre, quando intervenne la riforma organica dell'intermediazione mobiliare, il diritto di recesso venne esteso solo alla

gestione di patrimoni individuali [art. 8, lett. c), della l. 2.1.1991, n. 1, *Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*, prima, ed art. 20, comma 2°, del d. legis. 23.7.1996, n. 415, *Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi*, poi];

3) la non estensione del diritto di recesso ai contratti di negoziazione corrisponde all'esigenza di garantire la rapida circolazione dei beni giuridici, la tutela delle posizioni dei terzi e la certezza dei diritti, esigenza questa particolarmente sentita nel settore dell'intermediazione mobiliare (TRIB. SALERNO, 7.8.2007, *infra*, sez. III);

4) conferma dell'interpretazione restrittiva della normativa in esame sarebbe rinvenibile anche nella disciplina del diritto di recesso nei contratti conclusi a distanza da consumatori (artt. 64 ss. cod. cons.), secondo cui il diritto al ripensamento di regola non viene riconosciuto nei servizi finanziari il cui prezzo dipende da fluttuazioni dei mercati finanziari che il fornitore del servizio non è in grado di controllare e che possono aver luogo durante il periodo di recesso [art. 67 *duodecies*, comma 5°, lett. a)], il che accade di regola nel servizio di negoziazione di strumenti finanziari;

5) l'art. 1, comma 5°, del t.u.f. fornisce una definizione tecnica di servizi di investimento, ricomprendendo in essa anche i servizi di collocamento che vengono elencati in maniera distinta rispetto ai servizi di negoziazione e pertanto non è pensabile che all'art. 30 del medesimo t.u.f. il legislatore abbia voluto contraddire tale chiara differenziazione;

6) la distinzione tra collocamento e negoziazione è rimasta anche a seguito del recepimento, da parte del nostro ordinamento, della direttiva MIFID (direttiva n. 04/39/CE, recepita in Italia con il d. legis. 17.9.2007, n. 164, *Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE*) ed è stata più volte ribadita dalla Consob (con le Comunicazioni n. 97006042/1997, n. 98094245/1998, n. 1049452/2001 e n. 1079230/2001);

7) la tutela in materia di offerta di servizi di investimento fuori sede, a seguito del recepimento della direttiva MIFID, è esclusa per i «clienti professionali», ma analoga esclusione non viene prevista nei confronti delle «controparti qualificate» (a cui pure è riconosciuta una minor tutela rispetto alla prima categoria) e ciò per la semplice ragione che, ai sensi dell'art. 58 del reg. Consob 29.10.2007, n. 16190 (c.d. regolamento intermediari), le controparti qualificate

vengono in considerazione solo nell'ambito dei servizi di esecuzione di ordini, di negoziazione in conto proprio e di ricezione e trasmissione di ordini, sicché queste attività non rientrano nella nozione di collocamento di cui si occupa l'art. 30 t.u.f.;

8) il riferimento che l'art. 30 t.u.f. fa all'inserimento della facoltà di recesso nei moduli o formulari ivi previsti riguarda il servizio di collocamento e non quello di negoziazione, perché solo il primo si svolge a condizioni standardizzate, mentre il secondo è frutto di una trattativa individualizzata;

9) il riferimento che l'art. 30 t.u.f. fa al concetto di «contratti» di collocamento condurrebbe ad escludere l'estensione del concetto anche alle operazioni di negoziazione che non sono (o non sono necessariamente) caratterizzate dalla conclusione di un vero e proprio contratto, ma sono conseguenza di semplici istruzioni (ordini di investimento) conferite all'intermediario in esecuzione del contratto quadro per la prestazione dei servizi di investimento;

10) la distinzione che l'art. 30 t.u.f. fa tra collocamento e servizio di gestione di portafogli individuali non avrebbe senso se si accogliesse una nozione ampia ed atecnica di collocamento, posto che anche i contratti di investimento posti in essere nell'ambito di una gestione di portafoglio rientrerebbero in un ampio concetto di collocamento, ricomprendente anche la negoziazione di prodotti finanziari.

Per completezza, va ricordato che esiste anche una teoria intermedia rispetto alle due che si sono appena trattate: vi è infatti chi ha sostenuto che il contratto di negoziazione di strumenti finanziari rientra nell'ambito del collocamento ai sensi dell'art. 30, comma 6°, t.u.f. e pertanto va riconosciuto il diritto di recesso dell'investitore, ma il contratto è valido anche laddove i relativi moduli contrattuali manchino della previsione della facoltà di recesso, non applicandosi l'art. 30, comma 7°, t.u.f. (TRIB. SIENA, 27.9.2006, *infra*, sez. III).

Trattasi però di opinione isolata che, per la verità, non tiene in debito conto lo stretto collegamento esistente tra attribuzione all'investitore della facoltà di recesso, obbligo di formale evidenziazione di tale facoltà e nullità del contratto per omessa osservanza della norma di trasparenza.

Volendo allora tentare una conclusione, ci pare che il tecnicismo che caratterizza la materia finanziaria induca a condividere la soluzione oggi offerta dalla Supr. Corte, considerato che il legislatore ha voluto collegare i gravi effetti invalidanti previsti all'art. 30, comma 7°, t.u.f. non a tutti i contratti di investimento, ma solo a tipiche categorie specificamente menzionate al precedente comma 6° e descritte mediante l'utilizzo di termini tecnici.

Tali termini richiedono quindi un'interpretazione che resti fedele al dato letterale e che tenga conto

del significato convenzionalmente recepito nei mercati finanziari.

Alla luce di tale criterio, innegabile ci pare allora la differenza tra acquisto di prodotti finanziari posto in essere in esecuzione di un contratto di collocamento ed acquisto di prodotti finanziari posto in essere in esecuzione di un contratto di negoziazione, di esecuzione di ordini per conto del cliente e di ricezione e trasmissione di ordini: il collocamento può avere ad oggetto non solo la vendita, ma anche la sottoscrizione di strumenti finanziari di nuova emissione (sul cosiddetto mercato primario), mentre gli investimenti posti in essere in esecuzione degli altri contratti di investimento menzionati hanno tipicamente ad oggetto strumenti finanziari già emessi e quindi negoziati sul mercato secondario; ancora, le operazioni di collocamento si traducono esclusivamente in un'offerta all'investitore di acquistare o sottoscrivere strumenti finanziari e mai nella sollecitazione a vendere prodotti finanziari, mentre le altre tipologie di attività di investimento possono operare in entrambi in sensi.

Infine, nell'ambito del collocamento, le offerte vengono rivolte ad un pubblico indifferenziato ed a condizioni uniformi e standardizzate; quindi, anche quando all'offerta segue la conclusione di uno specifico contratto con un singolo investitore, il contenuto dello stesso non è frutto di una contrattazione individuale, come accade invece nella semplice negoziazione, nell'esecuzione di ordini per conto del cliente e della ricezione e trasmissione di ordini.

Tali differenze avvalorano la tesi della non estensibilità delle norme riferite all'attività di collocamento anche alle altre attività che si attuano con la conclusione di contratti di investimento frutto di negoziazione individuale e ciò sia che consideriamo la normativa in esame di carattere eccezionale (come sembra fare la Cassazione) sia che la consideriamo di carattere speciale (come ha precisato la Consob nella comunicazione DIN/3080530 del 12.12.2003).

Recentemente la Consob, con Comunicazione n. DIN/12030993 del 19.4.2012, ha confermato l'orientamento della Cassazione in commento, precisando che il diritto di ripensamento riconosciuto all'investitore dall'art. 30, comma 6° del t.u.f. spetta solo con riferimento ai contratti di collocamento e di gestione di portafogli individuali.

Analogo diritto non spetta invece con riguardo alla conclusione dei contratti di esecuzione di ordini per conto dei clienti nonché di ricezione e trasmissione di ordini, in quanto essi rappresentano accordi-quadro in cui vengono fissati i diritti e gli obblighi dell'intermediario e dei clienti in vista del successivo inoltro degli ordini da parte dei clienti stessi. Anche per le disposizioni impartite dagli investitori, in attuazione di facoltà già previste nell'accordo-

quadro, non si rinviene la *ratio* ispiratrice della disciplina in tema di *ius poenitendi*, considerato che non sembra ricorrere in dette ipotesi una situazione in cui l'investitore sia esposto al rischio di assumere decisioni con effetto immediato e poco meditate in esito ad una "offerta" dell'intermediario.

Precisa poi la Consob che lo *ius poenitendi* opera in tutti quei casi nei quali, sulla base di una consulenza non indipendente in ragione di una remunerazione riconosciuta dall'emittente-offerente all'intermediario, quest'ultimo consiglia la sottoscrizione o l'acquisto di un determinato strumento finanziario.

La precisazione sembra lasciare aperta una porta all'estensione della disciplina in esame ad attività di investimento diverse dal collocamento e dalla gestione di portafogli individuali, solo perché provocate da un'attività di consulenza non indipendente e remunerata, ma senza obbligo di offerta al pubblico derivante da un accordo tra emittente ed intermediario.

III. I precedenti

Nello stesso senso della sentenza che si annota si richiamano: TRIB. TORINO, 28.3.2011, e TRIB. TRANI, 3.7.2007, cit. da MARCELLI, *Le operazioni di swap: l'up front e i vestiti di Andersen*, su *www.ilcaso.it*, sez. II – Dottrina, opinioni e interventi, doc. n. 290/12; TRIB. CATANZARO, 29.5.2009, in *Giur. merito*, 2009, 2411; TRIB. TORINO, 23.10.2009, ined. e cit. da DURANTE, *Offerta fuori sede e jus poenitendi: la nozione di collocamento va intesa in senso tecnico*, in *Giur. merito*, 2010, 1303 ss.; TRIB. TORINO, 6.3.2009, *ibidem*, 1299, che subordina il riconoscimento del diritto di recesso a favore dell'investitore alla prova che l'offerta di strumenti finanziari sia indirizzata ad una moltitudine di investitori ed a condizioni standardizzate; TRIB. BIELLA, 7.11.2008, in *Foro it.*, 2009, I, 1941; TRIB. TORINO, 18.9.2007, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2008, 577; TRIB. GENOVA, 16.1.2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 759 ss.; TRIB. PARMA, 14.5.2007, in *www.ilcaso.it*, sez. I – Giur., doc. n. 565/2007; APP. BRESCIA, 24.9.2007, cit. da FIORIO, *ibidem*, sez. II – Dottrina, opinioni e interventi, doc. n. 90, 7, nt. 22; APP. BOLOGNA, 4.6.2008, in *Contratti*, 2009, 154; TRIB. SALERNO, 7.8.2007, in *Juris Data*.

Nel senso invece che anche i contratti di negoziazione di strumenti finanziari conclusi fuori sede sono nulli ai sensi dell'art. 30, comma 7°, t.u.f. laddove i relativi moduli contrattuali non rechino la previsione della facoltà di recesso dell'investitore: TRIB. MODENA, 15.7.2011, in *www.giurisprudenzalocale.it/modena*, 2011; TRIB. BOLOGNA, 19.4.2009, in *Corr. merito*, 2009, 1075 ss.; TRIB. PADOVA, 29.5.2009, in *www.ilcaso.it*, sez. I – Giur., doc. 1813/2009; TRIB. MILANO, 17.4.2007, TRIB. BOLOGNA, 17.4.2007, e TRIB. BENEVENTO, 26.10.2005,

tutte in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 758 ss.; TRIB. MANTOVA, 10.12.2004, in *Contratti*, 2005, 604; TRIB. PARMA, 17.1.2006, in *www.giuremilia.it*, 2006; TRIB. RIMINI, 28.4.2007, *ibidem*; TRIB. MILANO, 4.4.2007, in *www.ilcaso.it*, sez. I – Giur., doc. 551/2007; TRIB. PESCARA, 9.5.2006, *ibidem*, sez. I – Giur., doc. 316/2006.

Per una soluzione intermedia, richiamata in nota, si veda TRIB. SIENA, 27.9.2006, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 759 ss.

Per una precisa distinzione tra l'attività di collocamento, ricondotta alla sollecitazione all'investimento e l'attività di negoziazione si veda TRIB. TRANI, 4.2.2006, in *Juris Data*.

Nega che, nel collocamento, al contratto tra emittente ed intermediario-collocatore si accompagni un contratto tra intermediario-collocatore ed investitore TRIB. TORINO, 6.3.2009, cit.

Sulla nullità del contratto di sottoscrizione di un prodotto finanziario denominato «4YOU» sollecitato e concluso fuori sede, in mancanza della clausola che attribuisce all'investitore il diritto di recesso, si v.: CASS., 3.2.2012, n. 1584, su *www.ilcaso.it*, sez. I – Giur., doc. n. 6927, e TRIB. RAVENNA, 7.11.2011, *ibidem*, doc. 7096/2012 (entrambe le fattispecie si riferivano però a contratti di investimento conclusi nell'ambito di un'attività di collocamento e quindi non vi è contrasto con la sentenza annotata).

Sul divieto di interpretazione analogica ed estensiva delle norme eccezionali: CASS., sez. un., 8.10.2008, n. 24772, in *Riv. notar.*, 2009, 1023 ss.; CASS., sez. un., 22.1.2009, n. 1579, in *Giur. comm.*, 2009, 893.

Sulla natura negoziale dei singoli ordini di investimento, si veda CASS., sez. un., 19.12.2007, n. 26724, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, 686 ss.

IV. La dottrina

Aderiscono all'interpretazione restrittiva dell'art. 30 t.u.f., escludendo che l'attività di negoziazione in senso stretto o la ricezione e la trasmissione di ordini di investimento rientrino nel concetto di collocamento: SANTOSUOSSO, *Jus poenitendi e servizi di investimento: la tutela dell'investitore dall'«effetto sorpresa»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 773 ss., dove, alla nt. 4, ampi riferimenti dottrinali; CARBONETTI, *Lo Jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, *ivi*, 2001, 770 ss.; COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, 2008, 161; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2003, 138 s. (della stessa opinione resta l'a. anche nell'ed. 2010, 178); GABRIELLI-LENER, *I contratti del mercato finanziario*, I, Utet, 2010, 1031 ss.; *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, a cura di CENDON, Utet, 2004, 60; DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, 2009, 255.

Favorevole al predetto orientamento, sia pure con talune riflessioni in senso dubitativo: CARUSO, *Il diritto di recesso nell'ordinamento italiano e l'art. 30 t.u.f.*, in *Giur. merito*, 2009, 2418 ss., ove numerosi riferimenti alle contrapposte teorie in ordine all'interpretazione dell'art. 30 t.u.f.

In senso contrario sono invece: SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Giuffrè, 2000, 197; INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, 27, secondo cui, con la riforma introdotta a seguito del recepimento della direttiva MIFID, non trova più spazio la definizione di «collocamento» e ciò lascerebbe desumere che la relativa nozione possa essere intesa in senso ampio; SPALLANZANI, *Il collocamento tra il pubblico di prodotti del risparmio gestito*, in questa *Rivista*, 2002, II, 509 ss.; FIORIO, cit. *sub* III.

Sull'attività di collocamento si vedano: SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina di forme e tutela*, Giuffrè, 2004; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2010, 94 ss.; COSTI-ENRIQUES, 123; URBANI, *I servizi, le attività di investimento di strumenti finanziari*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di CAPRIGLIONE, I, 436 ss.; CAROZZI-

SCHIAVELLI, *Il contratto di "collocamento" fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI e LENER, II, Utet, 2011, 1157 ss.

Sull'esistenza, nel collocamento, sia di un contratto tra emittente ed intermediario incaricato del collocamento sia di un contratto tra intermediario collocatore ed investitore si veda SALVATORE, *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Giuffrè, 2004, 148; ENRIQUES, *Servizi di investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2003, I, 34 ss., secondo cui il «collocamento degli strumenti finanziari è da intendersi in senso lato quale attività diretta alla (e comprendente la) stipulazione dei contratti, (di vendita, di sottoscrizione...) alla quale si indirizza l'attività di offerta».

Sulla natura negoziale dei singoli ordini di investimento si veda TROLANO, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari nello svolgimento dei servizi di investimento e tutela giurisdizionale*, in *Mondo banc.*, 2005, n. 5, 34.

PAOLO BONTEMPI

I

- CORTE GIUST. UE, 24.11.2011, causa C-70/10

DIRITTO D'AUTORE - SOCIETÀ DELL'INFORMAZIONE - INTERNET - PROGRAMMI «PEER-TO-PEER» - FORNITORI DI ACCESSO A INTERNET - FILTRAGGIO DELLE COMUNICAZIONI ELETTRONICHE AL FINE DI IMPEDIRE SCAMBI DEI FILE CHE LEDONO DIRITTI D'AUTORE - OBBLIGO GENERALE DI SORVEGLIARE LE INFORMAZIONI TRASMESSE - INSUSSISTENZA (direttiva n. 00/31/CE, artt. 12, 15; direttiva n. 01/29/CE, art. 8; direttiva n. 04/48/CE, artt. 2, 3, 11; direttiva n. 95/46/CE, art. 13; direttiva n. 02/58/CE, artt. 5, 15)

Le direttive: 2000/31/CE, relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione, in particolare il com-

mercio elettronico, nel mercato interno; 2001/29/CE, sull'armonizzazione di taluni aspetti del diritto d'autore e dei diritti connessi nella società dell'informazione; 2004/48/CE, sul rispetto dei diritti di proprietà intellettuale; 1995/46/CE, relativa alla tutela delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati, e 2002/58/CE, relativa al trattamento dei dati personali e alla tutela della vita privata nel settore delle comunicazioni elettroniche, lette in combinato disposto e interpretate tenendo presenti le condizioni derivanti dalla tutela dei diritti fondamentali applicabili, devono essere interpretate nel senso che ostano all'ingiunzione ad un fornitore di accesso ad Internet di predisporre un sistema di filtraggio: (i) di tutte le comunicazioni elettroniche che transitano per i suoi servizi, in particolare me-