

Diritto di recesso

La nuova disciplina del diritto di ripensamento: problematiche applicative nella negoziazione in conto proprio

di Edoardo Guffanti (*)

La nuova disciplina del diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede trova applicazione anche in relazione al servizio di negoziazione in conto proprio. Tale scelta - plausibilmente volta ad impedire il ripetersi di alcuni abusi avvenuti in passato - pone l'interprete di fronte a numerosi interrogativi e gli intermediari negoziatori di fronte a problematiche applicative di non semplice soluzione, stanti le stringenti disposizioni in materia di *best execution*.

Premessa

A seguito della sentenza della Suprema Corte di Cassazione n. 2065/2012 (1) era lecito ipotizzare che la questione relativa all'ambito di applicazione del diritto di ripensamento - previsto dal sesto comma dell'art. 30, T.U.F. - fosse superata, anche in ragione del fatto che la Corte di Cassazione aveva successivamente confermato (con sentenza n. 4564/2012) (2) l'orientamento restrittivo enunciato nella ricordata sentenza.

Contrariamente alle attese, proprio nel 2012 la prima sezione civile della Corte di Cassazione (con ordinanza n. 10376/2012) (3) rilevò l'esistenza di due orientamenti contrastanti in seno alla Corte sull'ambito di applicazione del diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari. Il primo di tali orientamenti forniva una lettura restrittiva della norma, che implica l'applicazione del diritto di ripensamento esclusivamente nel caso di

ordini impartiti fuori sede nell'ambito del servizio di collocamento (oltre che in caso di sottoscrizione di contratti di gestione di portafogli). È questo l'orientamento espresso nella citata pronuncia n. 2065/2012 della Corte di Cassazione, (confermato dalla successiva sentenza n. 4564/2012), ove si afferma il principio secondo cui la disciplina del diritto di ripensamento di cui al sesto comma dell'art. 30, T.U.F. è inapplicabile ai contratti di negoziazione 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».

Il secondo orientamento forniva, al contrario, una lettura estensiva della norma, che comporta l'ap-

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

(1) In questa *Rivista*, 2012, 779.

(2) In *Rep. Foro it.*, 2012, voce *intermediazione e consulenza finanziaria*, n. 65. Stranamente, la prima sezione civile nella propria ordinanza n. 10376 non viene citata la sentenza n. 4564/2012.

(3) Il 26 maggio 2005, un investitore citò in giudizio dinanzi al Tribunale di Palermo una banca, affermando di aver sottoscritto, a seguito delle sollecitazioni di un promotore finanziario, alcune obbligazioni divenute poi inesigibili. L'investitore dedusse la nullità della sottoscrizione per varie ragioni, tra cui

la mancata previsione nel contratto di sottoscrizione del diritto di recesso di cui al sesto comma dell'articolo 30, T.U.F. La domanda fu accolta in primo grado e la pronuncia del tribunale di Palermo venne poi confermata in secondo grado dalla Corte di Appello di Palermo. La Banca propose ricorso per cassazione, ritenendo non condivisibile l'asserita applicabilità al caso di specie delle disposizioni di cui al sesto comma dell'art. 30 T.U.F., poiché - a suo giudizio - nel menzionare i "contratti di collocamento" (oltre alle gestioni di portafogli) l'articolo 30 T.U.F. farebbe riferimento alle sole operazioni ricollegabili all'espletamento del "servizio di collocamento" in senso stretto, definito dal precedente art. 1, comma quinto, lett. c), T.U.F.

plicazione del sesto comma dell'art. 30 anche alle operazioni di investimento disposte fuori sede nell'ambito di servizi di investimento diversi dal servizio di collocamento (e di gestione di portafogli). È questo il principio espresso nella sentenza n. 1584/2012 della Corte di Cassazione, secondo cui «il piano finanziario denominato “4you” si risolve in una combinazione di contratti, nella specie aventi ad oggetto titoli obbligazionari e quote di fondi comuni di investimento, che dà vita ad una complessiva fattispecie negoziale autonoma, riconducibile alla categoria degli strumenti finanziari di cui all'art. 1 del D.Lgs. n. 58/1998 e assoggettata alla relativa disciplina, anche per quanto riguarda l'obbligo, in caso di offerta fuori sede di cui all'art. 30 dello stesso decreto, di indicare nei moduli o formulari, a pena di nullità del contratto, la facoltà di recesso».

Ritenendo quindi sussistente un contrasto giurisprudenziale, la prima sezione rimise la questione di diritto sottoposta alla sua attenzione alle Sezioni Unite.

Le Sezioni Unite - con sentenza n. 13905/2013 (4) - hanno affermato che l'orientamento restrittivo espresso in precedenza dalla Suprema Corte “non può essere ulteriormente seguito” ed enunciano il principio secondo cui «il diritto di recesso accordato all'investitore dal sesto comma dell'art. 30 del D.Lgs. n. 58 del 1998 e la previsione di nullità dei contratti in cui quel diritto non sia contemplato, contenuta nel successivo settimo comma trovano applicazione non soltanto nel caso in cui la vendita fuori sede sia intervenuta nell'ambito di un servizio di collocamento prestato dall'intermediario medesimo in favore dell'emittente o dell'offerente di tali strumenti, ma anche quando la medesima vendita fuori sede abbia avuto luogo in esecuzione di un servizio di investimento diverso, ove ricorra la stessa esigenza di tutela».

L'intervento del legislatore: il Decreto del Fare

La sentenza delle Sezioni Unite n. 13905 ha indotto il legislatore ad intervenire con una norma di

interpretazione autentica inserita nell'iter di conversione in legge del decreto legge 21 giugno 2013, n. 69 (c.d. “Decreto del Fare”) (5).

La portata innovativa del principio sancito dalle Sezioni Unite (6) - secondo il quale il diritto di recesso accordato all'investitore dal sesto comma dell'art. 30, T.U.F., trova applicazione anche in relazione a servizi di investimento diversi dal collocamento e dalla gestione di portafogli - era, infatti, tale da comportare rilevanti impatti nel settore finanziario, nell'ambito del quale si era negli anni consolidata un'interpretazione restrittiva dell'ambito applicativo di detti commi, anche alla luce dei chiarimenti formulati dall'Autorità di vigilanza (7). Il principio formulato dalle Sezioni Unite avrebbe messo in discussione la validità di tutti i contratti, stipulati fuori sede, aventi ad oggetto servizi di investimento diversi dal collocamento e dalla gestione di portafogli (es. i contratti di esecuzione ordini, di ricezione e trasmissione di ordini, ecc.). Ciò per la semplice ragione che i contratti quadro ed i relativi moduli d'ordine predisposti sino ad allora dagli intermediari non contenevano alcun riferimento al diritto di ripensamento. Tale mancanza, è noto, determina la nullità del contratto (art. 30, comma 7, T.U.F.).

Il potenziale impatto sul settore finanziario sarebbe risultato, pertanto, estremamente significativo.

In considerazione delle possibili conseguenze, il legislatore ha ritenuto opportuno disciplinare nuovamente la materia mediante l'art. 56 *quater* del Decreto del Fare, che modifica l'articolo 30, comma 6, T.U.F. aggiungendo dopo il secondo periodo il seguente: «ferma restando l'applicazione della disciplina di cui al primo e al secondo periodo ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettere c), c-bis e d), per i contratti sottoscritti a decorrere dal 1° settembre 2013 la medesima disciplina si applica anche ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettera a)».

L'articolo 56 *quater* contiene, dunque, sia una norma interpretativa per il passato, sia una norma dispositiva per il futuro.

L'interpretazione autentica dell'art. 30, comma 6, del T.U.F. è contenuta nella prima parte della nor-

(4) La prima sezione civile (ord. n. 10376/2012) aveva riscontrato opinioni diverse sul punto, sia in dottrina che giurisprudenza. Per un commento della sentenza Cass. civ., sez. un., 3 giugno 2013, n. 26283, vd. R. Della Vecchia, *Il diritto di recesso del cliente ex art. 30 del T.U.F.: l'interpretazione delle Sezioni Unite ed il successivo intervento legislativo*, in questa *Rivista*, 2014, 41.

(5) La legge di conversione, n. 98 del 9 agosto 2013, è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale n. 194 del 20 agosto 2013.

(6) Il principio espresso dalle Sezioni Unite, per quanto autorevole, non pare del tutto condivisibile a giudizio di chi scrive. Sul punto, sia consentito rimandare a E. Guffanti, *Il diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede*, in questa *Rivista*, 2012, 779, ove ulteriori riferimenti giurisprudenziali e dottrinali.

(7) Sul punto, da ultimo, Comunicazione Consob n. DIN/12030993 del 19 aprile 2012.

ma: risulta così chiarito - con effetto retroattivo - che il diritto di ripensamento fino al 1° settembre 2013 trova applicazione in relazione soltanto ai servizi di collocamento (lett. c e c-bis) ed al servizio di gestione di portafogli.

La seconda parte dell'art. 56 *quater* innova la disciplina del diritto di ripensamento per il futuro (meglio, a partire dal 1° settembre 2013), estendendo la sua applicazione *anche* al servizio di negoziazione per conto proprio (art. 1, comma 5, lett. a), T.U.F.).

Erano, e restano, invece esclusi gli altri servizi di investimento (i.e. esecuzione di ordini per conto dei clienti, ricezione e trasmissione ordini, consulenza in materia di investimenti).

Nonostante l'apparente chiarezza letterale della norma, così come risultante dalla modifica apportata dal Decreto del Fare, la stessa non disciplina alcuni temi rilevanti nell'ambito del servizio di negoziazione per conto proprio. Il legislatore si è limitato, infatti, ad estendere la portata applicativa del diritto di ripensamento, senza normare compiutamente la nuova fattispecie, che presenta delle peculiarità rispetto al servizio di collocamento (es. le modalità di esecuzione degli ordini).

Sorgono quindi tre dubbi interpretativi per intermediari e, più precisamente:

- a) quale sia il momento nel quale l'ordine deve essere eseguito;
- b) quale sia il momento di riferimento per verificare la c.d. *best execution* (art. 45, Regolamento Intermediari);
- c) se possano essere previste sedi di esecuzione degli ordini diverse a seconda del canale di ricezione dell'ordine (i.e. "in sede" vs. "fuori sede").

(8) L'attuale formulazione letterale dell'articolo è la seguente: «L'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore. Entro detto termine l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo al promotore finanziario o al soggetto abilitato; tale facoltà è indicata nei moduli o formulari consegnati all'investitore. Ferma restando l'applicazione della disciplina di cui al primo e al secondo periodo ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettere c), c bis) e d), per i contratti sottoscritti a decorrere dal 1° settembre 2013 la medesima disciplina si applica anche ai servizi di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lettera a). La medesima disciplina si applica alle proposte contrattuali effettuate fuori sede».

(9) Una disciplina analoga era prevista anche prima dell'emanazione del T.U.F. (vd. art. 1/18 *ter*, L. n. 216/1974 e l'art. 5, L. n. 1/1991). Tuttavia, la disciplina antecedente al T.U.F. aveva sollevato un ampio dibattito in merito all'effettiva individuazione del *dies a quo* per il computo del termine rilevante per il recesso del cliente: v. in proposito i riferimenti contenuti in Rabitti Bedogni (a cura di), *Commento sub art. 30, in Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, vol. III, Milano, 1998, 245 e ss. In merito all'evoluzio-

La nuova disciplina

Si è detto che, a partire dal 1° settembre 2013, il novellato articolo 30, comma 6, T.U.F. (8) riconosce all'investitore il diritto di recesso - da esercitarsi entro sette giorni dalla data di sottoscrizione, da parte dell'investitore, del contratto o della proposta contrattuale - anche in relazione al servizio di negoziazione in conto proprio, e non più soltanto in relazione ai servizi di collocamento ed al servizio di gestione, come avveniva in passato (9).

La novità introdotta consiste, quindi, nell'estensione dell'ambito di applicazione al servizio di negoziazione per conto proprio (relativamente ai contratti sottoscritti dopo il 1° settembre), mentre per il resto la norma risulta immutata e riconosce all'investitore un vero e proprio *jus poenitendi*, stabilendo che «l'efficacia dei contratti ... conclusi fuori sede è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore (10). Entro detto termine l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo» (11).

Si è osservato, correttamente, in dottrina che la sospensione riguarda solo i contratti "conclusi" fuori sede, non anche quelli semplicemente "promossi" fuori sede, ma poi conclusi presso la sede dell'intermediario (12).

Con riguardo, poi, al regime transitorio, il legislatore ha scelto quale riferimento il momento di sottoscrizione del contratto (plausibilmente per ragioni di semplicità applicativa e di coerenza logica con il *dies a quo* individuato nel sesto comma). Ne consegue che sono soggetti alla nuova disciplina

ne della norma nel tempo, vd. F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, 95.

(10) Ad esempio, se un intermediario svolge un'attività promozionale presso il domicilio dell'investitore, ma poi il contratto è concluso in sede, il termine di sospensione non si applica: Amoroso - Rabitti Bedogni, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano 2004, 138.

(11) La norma fa ancora riferimento al "recesso". Tuttavia, nella prassi, la firma del cliente non determina quasi mai la conclusione del contratto (es. il cliente firma la proposta di contratto), con la conseguenza che la volontà del cliente di non dare corso alla propria scelta iniziale dovrebbe qualificarsi più correttamente come "revoca", anziché come "recesso". Il legislatore ha perso l'occasione di correggere questa improprietà di linguaggio (storicamente evidenziata da Alpa e Gaggero, *D.Lgs. n. 58/1998. Profili della tutela del risparmiatore*, in *Riv. Soc.*, 1998, 522) che è, però, risultata irrilevante ai fini applicativi.

(12) Tra gli altri, A.M. Carozzi, R. F. Schiavelli, *Il contratto di collocamento fuori sede*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli, R. Lener, Torino, 2010, 1201; R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008, 161; Carbonetti, *Lo ius poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca Borsa*, 2001, I, 779.

tutti i contratti di negoziazione per conto proprio sottoscritti dopo il 1° settembre 2013. Pertanto, a rigore, non godono della protezione offerta dalla nuova norma i contratti di negoziazione in conto proprio sottoscritti fuori sede prima di tale data, anche se conclusi successivamente.

Tuttavia, è bene sottolineare che - come chiarito anche dalla Suprema Corte nella citata sentenza n. 13905 - il riferimento deve intendersi non soltanto ai c.d. “contratto quadro”, ma anche (e principalmente) ai singoli ordini impartiti in forza dello stesso (13). All’atto pratico, a partire dal 1° settembre gli investitori beneficiano del diritto di ripensamento non soltanto in relazione agli ordini disposti a valere su un contratto sottoscritto successivamente a tale data, ma anche in relazione agli ordini (impartiti da questa data) disciplinati da un contratto quadro sottoscritto in precedenza.

È quindi necessario che gli intermediari adattino la documentazione per la raccolta degli ordini, indicando il canale tramite il quale l’ordine viene raccolto (es. “fuori sede”), essendo questo dato essenziale per poter individuare le disposizioni di compravendita che beneficiano del diritto di ripensamento, se seguite in “contropartita diretta” (14). Indicazione, questa, che dovrà essere accompagnata dall’inserimento nei moduli d’ordine della facoltà di recesso, stante la sanzione di nullità comminata dal settimo comma dell’art. 30. T.U.F.

Sono invece esclusi gli ordini impartiti in sede e/o tramite tecniche di comunicazione a distanza (es. siti web; email), nonché gli ordini impartiti prima del 1° settembre.

La finalità dell’estensione dell’ambito di applicazione

La *ratio* ispiratrice del diritto di ripensamento è stata ampiamente esaminata nel corso degli ultimi anni. È qui sufficiente ricordare che tale disposizione è volta ad offrire una specifica tutela a tutti quegli investitori che abbiano effettuato un investimento in strumenti finanziari in un contesto nel quale è possibile che essi non abbiano maturato una propria convinta determinazione circa l’utilità dell’investimento, e vi è quindi il rischio che la decisione

sia stata assunta in modo affrettato per effetto della iniziativa commerciale e/o promozionale posta in essere dal promotore finanziario.

La conferma che la *ratio* della disciplina sia proprio la necessità di controbilanciare il c.d. “effetto sorpresa” (assicurando all’investitore il tempo necessario per rivalutare le proprie scelte di investimento) è stata (da tempo) individuata nell’esclusione dei contratti conclusi fuori sede da clienti professionali dall’ambito di applicazione della norma in esame (art. 30, comma 2). È di tutta evidenza, infatti, che l’investitore professionale non è esposto al rischio di assumere scelte non consapevoli per effetto di un’azione commerciale effettuata fuori sede.

Meno agevole è, invece, l’individuazione della finalità recentemente perseguita dal legislatore con il ricordato art. 56 *quater*, il quale limita l’estensione dell’ambito di applicazione del diritto di ripensamento al solo servizio di negoziazione in conto proprio.

La difficoltà interpretativa nasce dal fatto che la “sorpresa” è una diretta conseguenza dell’attività sollecitatoria/promozionale svolta fuori sede nei confronti dell’investitore, e non dalla modalità con la quale l’intermediario provvede all’esecuzione dell’ordine (es. sul mercato, ovvero in contropartita diretta). L’esecuzione dell’ordine è giocoforza successiva al momento nel quale si forma la volontà del cliente.

La ragione dell’estensione limitata alla sola negoziazione in conto proprio, e non anche agli altri servizi “esecutivi” (i.e. esecuzione di ordini; ricezione e trasmissione di ordini) deve, quindi, essere ricercata altrove.

Una prima tesi interpretativa individua la *ratio* dell’estensione al solo servizio di negoziazione in conto proprio nel fatto che il diritto di ripensamento al cliente e, dunque, la sospensione dell’efficacia dell’ordine di investimento, risulta strettamente connesso a condizioni di offerta e di prezzo aventi carattere standardizzato (come avviene di norma nell’ambito del servizio di collocamento), ovvero definibili *ex ante* (come può avvenire nell’ambito del servizio di negoziazione in conto proprio). Dunque, secondo questa prima tesi, il diritto

(13) Non può che condividersi quanto affermato dalle Sezioni Unite e, cioè: «la disciplina del recesso di cui si sta parlando non può che riguardare i singoli rapporti negoziali in base ai quali l’investitore si trovi a sottoscrivere uno strumento finanziario offertogli ... e non la stipulazione dei c.d. contratto-quadro, che di per sé non implica alcun acquisto di strumenti finanziari ed è perciò sicuramente estranea alla nozione di collocamento, sia pur latamente intesa». Nello stesso senso, in

dottrina, F. Parrella, Commento *sub* art. 30, in Testo unico della finanza, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, I, 2012, 496.

(14) Ai sensi dell’art. 1, comma 5 *bis*, T.U.F., l’attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, costituisce il servizio di “negoziazione per conto proprio”, unitamente all’attività di *market maker*.

di ripensamento imporrebbe la sospensione dell'efficacia delle disposizioni e questa potrebbe essere realizzata nei «casi in cui possa essere esclusa una fluttuazione del prezzo nei sette giorni di necessaria sospensiva dell'efficacia dell'ordine di investimento» (15).

Una seconda possibile lettura è, invece, nel senso di individuare l'elemento fondante la scelta del legislatore nel potenziale interesse dell'intermediario a vendere (acquistare) gli strumenti finanziari che il cliente acquista (vende). In altri termini, il negoziatore in conto proprio non è sempre in una situazione di "neutralità" come avviene nell'ambito degli altri due servizi esecutivi. In quest'ottica, sarebbe proprio la mancanza di neutralità - che in alcuni casi può addirittura sconfinare in conflitto di interessi - a costituire la ragione dell'estensione del diritto di ripensamento al solo servizio di negoziazione in conto proprio (16), sebbene un'ipotesi di conflitto di interessi non possa essere individuata - aprioristicamente - in tutti i casi in cui l'intermediario negozi in contropartita diretta con la propria clientela, ma debba essere valutata tenendo in considerazione le specificità del caso concreto (17). Al riguardo, si rendono opportune alcune ulteriori riflessioni.

Muovendo dall'assunto che l'art. 30, comma 6, si premura di tutelare quel cliente che possa essere stato indotto ad assumere decisioni di investimento non del tutto meditate dall'attività sollecitatoria realizzata "fuori sede", è necessario concentrarsi sulle ipotesi nelle quali l'operazione risulti formalmente preceduta da un ordine del cliente, ma sia stato in qualche misura "sollecitato" dall'intermediario negoziatore. È in questi casi che occorre valutare se il "suggerimento" sia finalizzato a realizzare al meglio gli interessi dei clienti, o sia anche (o prevalentemente) volto alla realizzazione di scopi ulteriori e diversi, propri dell'intermediario. Si pensi, ad esempio, alla situazione in cui un intermediario ha acquisito in proprietà strumenti finanziari nell'ambito di un collocamento con garanzia (o ac-

quisto a fermo): in tali circostanze è presumibile che vi sia l'esigenza per l'intermediario di eliminare rapidamente dal portafoglio di proprietà titoli presenti in sovrabbondanza a seguito della sottoscrizione (parziale od integrale) dell'emissione.

Del resto, il contenzioso sorto in passato in relazione alla cessione sistematica di strumenti finanziari (es. obbligazioni Parmalat), effettuata spesso mediante vendite in contropartita diretta, rese evidente il sottile confine tra il collocamento e la cessione sistematica di strumenti finanziari detenuti in proprietà.

La vicinanza tra le due fattispecie (collocamento, da un lato, e rivendita sistematica di strumenti detenuti in proprietà, dall'altro) unitamente alla possibilità che sussistano situazioni di conflitto di interessi è - con ogni probabilità - la ragione alla base della scelta operata dal legislatore, che ha voluto disciplinare una fattispecie contigua al collocamento per tutelare maggiormente l'investitore non professionale.

Questa tesi interpretativa risulta preferibile alla prima anche per due ulteriori ragioni.

In primo luogo, il diritto di ripensamento è funzionale a tutelare un soggetto il cui processo decisionale di investimento è stato in qualche misura alterato o condizionato (dall'attività sollecitatoria del promotore finanziario) ed è quindi preferibile individuare la ragione dell'estensione in un elemento rilevante in tale processo.

In secondo luogo, la prima tesi sembra presupporre un prezzo definito (e comunicato) all'atto del conferimento dell'ordine, il che parrebbe presupporre un'esecuzione dell'ordine alle condizioni di prezzo esistenti al momento della ricezione dell'ordine impartito fuori sede (T). Orbene, tale soluzione pare non del tutto coerente con il dettato normativo. Ai sensi della lettera del sesto comma, infatti, l'efficacia dell'ordine è sospesa e, quindi, la disposizione di compravendita non dovrebbe avere esecuzione. Ne consegue che la fissità del prezzo - ossia il punto centrale della prima tesi - non sarebbe un

(15) F. Civale, *La nuova disciplina del diritto di ripensamento nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in www.dirittobanca.it

(16) L'orientamento giurisprudenziale prevalente esclude che la previa titolarità dei prodotti da parte dell'intermediario possa - di per sé - determinare un conflitto d'interesse, se non si prova anche l'intenzione dell'intermediario di conseguire dalla vendita un fine ulteriore e diverso. Trib. Roma 25 maggio 2005, in *Contratti*, 2005, 796; Trib. Roma 17 novembre 2005, in *Giur. it.*, 2006, 521. Nello stesso senso Comunicazione Consob DI/99014081 del 1999 e, precedentemente, Comunicazione Consob DAL/97006042 del 1997. Un diverso filone ritiene sussistente il conflitto d'interessi in tutti i casi in cui l'interme-

diario agisce in contropartita diretta, poiché aspirerebbe ad un vantaggio nel "liberarsi" dei prodotti compravenduti o nell'ottenere uno spread rispetto al prezzo di acquisto originario (Trib. Milano 25 luglio 2005, in *Giur. merito*, 2005, 2281) ferma restando la possibilità di dimostrare che l'ordine è stato impartito dall'investitore di propria iniziativa (Trib. Ferrara 25 febbraio 2005, in *Giur. merito*, 2006, 112; Trib. Trani 7 giugno 2005, in *Giur. it.* 2006, 97).

(17) Ad esempio, se la negoziazione avviene sulla base di un ordine di acquisto conferito spontaneamente dal cliente, non pare configurabile alcun conflitto di interessi nella fase di proposta all'investitore, atteso che tale fase è mancata.

elemento necessario della fattispecie in esame: il prezzo di esecuzione sarà definito e reso noto al cliente soltanto una volta decorso il periodo di sospensiva, allorquando l'ordine divenuto efficace potrà essere eseguito in contropartita diretta (18) (vd. *infra*).

Gli ordini impartiti dal cliente di propria iniziativa

Alla luce delle considerazioni che precedono in merito alla finalità della norma, pare lecito ritenere che - in linea di principio - non sia ravvisabile la necessità di controbilanciare l'“effetto sorpresa” in tutti i casi in cui la compravendita di uno strumento finanziario non sia avvenuta a seguito di una sollecitazione da parte dell'intermediario (nel caso in esame, il negoziatore in conto proprio), ma sia il frutto di un ordine disposto di propria iniziativa dall'investitore.

Se è vero, infatti, che il diritto di ripensamento è volto a proteggere l'investitore rispetto a decisioni di investimento non adeguatamente meditate, allora dovrebbe essere lecito escludere dall'ambito di applicazione del sesto comma tutti gli investimenti realizzati “su iniziativa del cliente” (19). In tali circostanze non sussiste l'esigenza di tutelare il cliente rispetto a scelte di investimento indotte dall'attività sollecitatoria dell'intermediario (20).

In questo senso pare potersi leggere anche la ricordata sentenza delle Sezioni Unite, secondo la quale la ragion d'essere dello *ius poenitendi* è ravvisabile «nella circostanza che l'operazione di investimento si sia perfezionata al di fuori della sede dell'intermediario ... perché ciò significa che, di regola, l'iniziativa non proviene da lui (l'investitore, ndr.).

È logico, cioè presumere che in simili casi, l'investimento non sia conseguenza di una premeditata decisione dello stesso investitore».

Tale interpretazione restrittiva del nuovo comma 6 risulta condivisibile - a giudizio di chi scrive - anche per un'ulteriore ragione: l'esigenza di privilegiare una lettura che tenga conto degli effetti eccezionali della disposizione e dei riflessi che la stessa è potenzialmente idonea a determinare (21). In quest'ottica, il riconoscimento del diritto di recesso anche nel caso di operazioni decise di propria iniziativa dal cliente (ed eseguite dall'intermediario in contropartita diretta) significherebbe, infatti, consentire all'investitore di beneficiare del diritto di recesso al di fuori delle sopra indicate ragioni, che hanno indotto all'introduzione del diritto di ripensamento nel nostro ordinamento.

Al riguardo, è lecito attendersi che verrà richiesto agli intermediari di dimostrare l'assenza di “effetto sorpresa”, poiché a norma sarà probabilmente considerata una “presunzione di sollecitazione” degli ordini impartiti fuori sede; ciò anche in considerazione dell'interpretazione formatasi in sede comunitaria in relazione al concetto di “iniziativa del cliente” (22). Gli intermediari potranno fornire la prova di aver effettivamente ricevuto un ordine non sollecitato acquisendo, ad esempio, un'idonea dichiarazione sottoscritta dall'investitore. È bene, però, ricordare che l'Autorità di Vigilanza è da sempre orientata nel senso di verificare l'effettiva veridicità delle dichiarazioni degli investitori per effetto delle quali essi rinunciano ad alcune tutele (23). Non sono rari i casi in cui l'Autorità di vigilanza, in sede ispettiva, ha sollevato dubbi sull'effettività di analoghe dichiarazioni la cui frequenza o ricorrenza statistica sono apparse “anomale”.

(18) In questo senso si è espressa anche ASSOSIM, con una circolare in corso di pubblicazione, il cui contenuto è stato anticipato da Gugliotta, *Ordini da eseguire se non revocabili*, in *IlSole24ore*, 16 novembre 2013.

(19) Il considerando 30 della direttiva 2004/39/CE (“MiFID”) stabilisce che un servizio dovrebbe essere considerato come prestato “su iniziativa del cliente” a meno che il cliente lo richieda in risposta ad una comunicazione personalizzata dall'intermediario a quel particolare cliente, che contiene un invito o è intesa a influenzare il cliente rispetto ad uno strumento finanziario o operazione finanziaria specifici. In questa prospettiva, il servizio prestato è irrilevante e l'elemento centrale diventa, appunto, la presenza, o meno, di un'autonoma volontà negoziale del cliente non sollecitata dall'intermediario.

(20) Così, Renzulli, *op. cit.*, 249; Santosuosso, *Jus poenitendi* e servizi di investimento, in *Banca borsa*, 2008, 773.

(21) Cass. civ., sez. I, 14 febbraio 2012, n. 2065, in questa *Rivista*, 2012, 779.

(22) Sul punto, la Commissione Europea ha affermato, in risposta ad un quesito, che «Where there is a clear personal contact between the client and the agent it would be difficult

to argue that the service is provided at the initiative of the client, especially because there is a previous approach (albeit for other products) by the agent. However, this does not mean that in every case the agent will be providing a non-execution-only service. There may well be cases where there is a continuous firm-client relationship, but the service would still be at the initiative of the client. If the agent can prove that although the client was personally approached for another product the client finally bought the other shares etc without any intervention on the part of the agent the service could be considered as execution-only» (Ref. id 237, Questions on single market legislation, www.europa.eu). In sintesi, anche in relazione all'iniziativa del cliente nell'ambito del servizio di mera esecuzione di ordini, è stato ribadito il principio secondo il quale è possibile che gli ordini siano impartiti spontaneamente dal cliente nell'ambito di un'interazione con un promotore finanziario; spetta però all'intermediario dimostrare la sussistenza di tale circostanza.

(23) Si pensi, ad esempio, alle dichiarazioni “per adesione”, inserite nella modulistica, che il cliente rilascia con una semplice selezione dell'apposita sezione del documento.

Si deve, infine, osservare che nell'attuale contesto molti intermediari prestano i servizi di investimento in abbinamento con il servizio di consulenza. Tale modello relazionale può ridurre notevolmente il numero dei casi in cui si possa ragionevolmente ritenere assente la sollecitazione da parte dell'intermediario e, quindi, inapplicabile il diritto di ripensamento.

Il momento di esecuzione dell'ordine

Come indicato in premessa, il primo dubbio interpretativo che sorge attiene al momento nel quale dare esecuzione all'ordine impartito fuori sede dal cliente.

Se, infatti, è vero che l'elemento centrale ai fini della tutela del cliente è il riconoscimento del diritto di "revocare" la disposizione di investimento impartita fuori sede, con effetto *ex tunc*, nei sette giorni successivi alla firma dell'ordine, si tratta di verificare se nelle more di questo periodo l'ordine debba essere eseguito dall'intermediario (fermo restando il diritto del cliente di "annullarlo" senza oneri), ovvero debba restare ineseguito fino all'avvenuto decorso del termine.

La prima delle due soluzioni si fonda sulla considerazione che il momento rilevante è la giornata in cui l'ordine viene ricevuto dall'intermediario (T), ossia il momento nel quale il cliente decide di dare corso all'operazione e nel quale la stessa sarebbe eseguita se non trovasse applicazione il diritto di ripensamento. Tale soluzione ha, indubbiamente, il pregio di "fissare" il prezzo di esecuzione e, quindi, di rendere determinate le condizioni (prezzo e costi) di esecuzione che saranno quindi note al cliente durante il periodo di sospensione degli effetti. Specularmente, tale interpretazione ribalta sul negoziatore il rischio di mercato, ossia il rischio di perdite derivanti da una riduzione (o aumento) del prezzo dello strumento finanziario acquistato (o venduto) dall'investitore. Infine, essa si presta - quantomeno in linea di principio - a comportamenti opportunistici da parte dell'investitore.

La seconda soluzione, invece, dà risalto al disposto letterale dell'art. 30, comma 6, e dell'art. 21, com-

ma 1 della Direttiva MiFID ed individua nel giorno successivo a quello in cui scade la sospensiva (T+7) il momento nel quale l'ordine deve essere eseguito (in contropartita diretta). Solo in tale momento, infatti, l'ordine diviene efficace e deve quindi essere eseguito. L'aspetto negativo di questa seconda soluzione è che l'investitore non ha contezza delle condizioni (prezzo e costi) di esecuzione durante i sette giorni di sospensione.

Tra le due soluzioni prospettate, pare doversi preferire la seconda, e ciò per un duplice ordine di ragioni.

Innanzitutto, la formulazione del sesto comma è inequivoca: durante il termine di sette giorni l'efficacia del contratto di investimento (ordine) è legalmente sospesa. Ne consegue che, ove l'investitore non cambi idea e quindi il termine decorra, gli effetti del contratto si produrranno decorso il settimo giorno (coerentemente con la natura di "termine" del periodo) (24).

In secondo luogo, l'esecuzione dell'ordine una volta che questo sia divenuto efficace non soltanto è coerente con quanto previsto dal comma 6, ma è anche tutelante per il cliente: se le condizioni di prezzo a T+7 sono migliorate rispetto a T, l'ordine (non revocato) sarà eseguito a condizioni migliorative rispetto a quelle esistenti a T; diversamente, l'ordine potrà essere revocato dal cliente.

Sotto un'altra angolazione, l'esecuzione al termine del periodo evita all'intermediario di dover rettificare "in meglio per il cliente" il prezzo determinato il giorno di ricezione dell'ordine (T) alla luce delle condizioni di mercato presenti al termine del periodo di sospensiva (T+7). Tale obbligo di rettifica migliorativa è previsto dal Considerando 69 della Direttiva MiFID L2, il quale afferma che un negoziatore in conto proprio rispetta le disposizioni in materia di *best execution*, se - tra il momento in cui formula la propria proposta di acquisto/vendita ed il momento in cui questa viene accettata (e quindi eseguita) - le "condizioni mutevoli del mercato" non abbiano reso l'offerta stessa "manifestamente superata" (25).

(24) Sul punto, dettagliatamente, F. Parrella, *op. cit.*, 495, ove ampi riferimenti.

(25) Esso dispone che «La negoziazione per conto proprio con i clienti da parte dell'impresa di investimento deve essere considerata come l'esecuzione degli ordini dei clienti e pertanto deve essere soggetta agli obblighi di cui alla direttiva 2004/39/CE e alla presente direttiva ed in particolare agli obblighi inerenti all'esecuzione alle condizioni migliori. Tuttavia, se l'impresa d'investimento presenta un'offerta ad un cliente e ta-

le offerta soddisferebbe gli obblighi dell'impresa d'investimento di cui all'articolo 21, paragrafo 1, della direttiva 2004/39/CE qualora l'impresa eseguisse tale offerta nel momento in cui viene presentata, l'impresa soddisferà questi stessi obblighi se esegue la sua offerta dopo che il cliente la accetta, purché, tenendo conto delle condizioni mutevoli del mercato e del tempo trascorso tra l'offerta e la sua accettazione, l'offerta non sia manifestamente superata».

Quanto sopra risponde anche al secondo interrogativo accennato in premessa e, cioè, quale sia il momento di riferimento per verificare la *best execution*. Premesso che tra le due soluzioni operative, la seconda risulta maggiormente coerente con le disposizioni vigenti, ci si potrebbe chiedere se sia possibile una soluzione “intermedia”, da prevedersi convenzionalmente. Il riferimento è ad una modalità operativa adottata da alcuni operatori a ridosso della pubblicazione del Decreto del Fare, secondo la quale l’intermediario negoziatore dà esecuzione immediata all’ordine raccolto fuori sede, senza però “regolarlo” con il cliente, ossia senza trasferire gli effetti della compravendita nella sfera patrimoniale del cliente. In tale schema operativo, l’intermediario negoziatore dà quindi esecuzione soltanto alle proprie obbligazioni contrattuali, definendo le condizioni di prezzo dell’operazione di compravendita, che però non viene “trasferita” contabilmente al cliente (i.e. il suo “conto titoli” ed il suo “conto euro” non vengono accreditati/addebitati fino allo scadere del periodo di sette giorni).

Prescindendo dalle ragioni pratiche e/o commerciali che possono indurre un intermediario a valutare l’adozione di tale schema operativo, si tratta di verificare se quest’ultimo sia lecito, avendo riguardo sia al rapporto con il cliente investitore, sia alla conformità al dettato dell’art. 30, comma 6, T.U.F. Per quanto attiene al primo aspetto, se l’intermediario si assume ogni rischio (e costo) conseguente all’esecuzione anticipata, il problema non pare sussistere in tutti i casi in cui il diritto di ripensamento sia effettivamente esercitato: stante il fatto che l’esercizio del diritto di ripensamento sarebbe privo di oneri, la posizione del cliente risulterebbe del tutto analoga a quella che si avrebbe se l’ordine non fosse mai stato eseguito. Meno agevole, invece, è la risposta nel caso in cui il diritto non venga esercitato e l’ordine acquisisca così efficacia. In tale ipotesi, il prezzo sul mercato dello strumento finanziario al termine della sospensiva potrebbe essere più vantaggioso per il cliente; ove così fosse, il prezzo fissato sette giorni prima potrebbe non risul-

tare coerente con l’obbligo di *best execution* (26). La soluzione ipotizzata potrebbe, però, risultare conforme alla disciplina di settore ove sia previsto un meccanismo di rettifica a favore del cliente, così da garantire “le migliori condizioni” anche una volta decorso il termine.

Con riferimento, invece, al secondo aspetto - ossia la conformità al disposto del sesto comma in esame - certa dottrina (27) ha sollevato dubbi in merito alla liceità di una tale soluzione, e ciò in considerazione del fatto che la decisione risulterebbe in contrasto con il dettato normativo (28). Nelle more di un opportuno chiarimento da parte delle Autorità di vigilanza, è preferibile valutare con attenzione le varie implicazioni dello schema descritto.

La strategia di esecuzione degli ordini: i S.O.R.

Si è avuto modo di approfondire il tema dell’esecuzione alle migliori condizioni in relazione ad un ordine impartito dal cliente fuori sede e si è concluso che - nell’ambito del servizio di negoziazione in conto proprio - è preferibile eseguirlo una volta decorso il termine di sette giorni.

Vi è però un terzo e non meno rilevante problema interpretativo, che si pone laddove tra le varie sedi di esecuzione degli ordini via sia (e spesso c’è) anche la “proprietà” dell’intermediario e l’obbligo di eseguire l’ordine alle migliori condizioni sia assolto per il tramite di un apposito *software* (c.d. SOR, *Smart Order Router*), il quale individua in ogni istante quale sia la sede di esecuzione più conveniente, confrontando i prezzi ivi presenti ed i connessi costi.

In tali circostanze, infatti, l’ordine impartito dal cliente fuori sede può essere eseguito, alternativamente: nell’ambito del servizio di ricezione e trasmissione ordini (se il SOR individua quale sede di esecuzione un mercato al quale l’intermediario non aderisce), nell’ambito del servizio di esecuzione di ordini (se il SOR individua quale sede di esecuzione un mercato al quale l’intermediario aderisce) o, infine, nell’ambito del servizio di negoziazione per

(26) L’interrogativo ha ragione di porsi in quanto la norma comunitaria in materia di esecuzione degli ordini alle migliori condizioni (art. 21, Direttiva MiFID) fa riferimento al momento di esecuzione dell’ordine (“allorché eseguono ordini”) per l’individuazione, appunto, del miglior risultato possibile in termini di prezzo e di costi (c.d. *total consideration*). Posto che nell’ambito del servizio di negoziazione in conto proprio l’ordine può dirsi eseguito quanto la proposta è accettata dal cliente, nel caso di sospensiva ex art. 30, comma 6, T.U.F., il fare riferimento alle condizioni di mercato esistenti al momento di ricezione dell’ordine (che è sospeso per legge) non pare del tutto

coerente con la citata norma.

(27) F. Parrella, *op. cit.*, 495, il quale afferma «Il mancato esercizio del diritto di ripensamento nei sette giorni opera come termine iniziale di decorrenza degli effetti del contratto. Conseguentemente, alle parti è impedito convenire un’esecuzione anticipata del contratto».

(28) Il contratto è infatti privo di effetti per legge fino al decorso del termine di sette giorni. L’esecuzione contravviene ad una precisa disposizione normativa generando rischi sul patrimonio dell’intermediario.

conto proprio (se il SOR individua quale sede di esecuzione la proprietà dell'intermediario).

Ne consegue l'impossibilità di sapere, al momento della firma fuori sede dell'ordine, se l'ordine stesso sarà, o meno, eseguito in contropartita diretta, ossia nell'ambito del servizio di negoziazione in conto proprio. Ciò in quanto la scelta della sede di esecuzione sarà effettuata soltanto in un momento successivo (i.e. quando l'ordine sarà immesso nel sistema informatico dell'intermediario) dal SOR in modo automatico, sulla base delle condizioni presenti in quel momento nelle varie sedi di esecuzione.

All'atto pratico, dunque, il promotore finanziario non sarebbe in grado di sapere se il comma 6 dell'art. 30 sia applicabile, o meno.

Per evitare le intuibili difficoltà applicative derivanti da tale incertezza, si potrebbe ipotizzare di escludere la "proprietà" dalle sedi di esecuzione degli ordini di negoziazione ricevuti fuori sede (29). Tale decisione determinerebbe la non applicazione della disciplina in esame con un'inevitabile semplificazione procedurale. Tuttavia, essa comporterebbe l'impossibilità di accedere ad una sede di esecuzione potenzialmente vantaggiosa per tutti quei clienti che impartiscono disposizioni di compravendita "fuori sede".

Tale considerazione porta a chiedersi se sia lecito differenziare la strategia di esecuzione sulla base del canale di ricezione (es. sede, web, telefono, fuori sede, ecc.).

Il quesito ha ragione di porsi in quanto, normalmente, l'intermediario deve considerare tutte le sedi di esecuzione presenti nella propria strategia di esecuzione. Se, da un lato, è vero che la Direttiva MiFID L2 consente all'intermediario di individuare i fattori che influenzano la scelta della sede di esecuzione (art. 21, comma 3), dall'altro è innegabile

che il fattore prescelto non possa essere discriminatorio. Di qui, il dubbio se l'esecuzione in contropartita diretta possa essere esclusa dalla strategia in ragione della modalità scelta dal cliente per impartire l'ordine (i.e. "fuori sede").

Qualora l'intermediario intendesse escludere se stesso dalle sedi di esecuzione in relazione agli ordini ricevuti fuori sede, la modifica della strategia di esecuzione sarebbe necessaria, così come la sua pubblicazione ai sensi delle vigenti disposizioni. Sebbene la decisione dell'intermediario sarebbe dettata da elementi di semplificazione operativa, l'esclusione della "proprietà" dalle sedi di esecuzione sulla base del canale di ricezione degli ordini potrebbe essere ritenuta, a giudizio di chi scrive, non del tutto coerente con il dovere di ricercare le migliori condizioni di esecuzione.

In conclusione, una possibile soluzione pratica può essere ricercata nel considerando 68 della Direttiva MiFID L2, il quale permette agli intermediari «di invitare il cliente a scegliere tra due o più sedi di negoziazione specifiche, purché tali sedi siano in linea con la strategia di esecuzione dell'impresa». Si potrebbe cioè informare il cliente fuori sede in merito alla disciplina e permettergli di scegliere, o meno, la proprietà tra le sedi di esecuzione. Qualora il cliente, debitamente informato, la escluda, l'ordine non sarà soggetto a sospensiva e sarà tempestivamente eseguito nella sede che il SOR avrà individuato. Ovviamente, l'intermediario non dovrà indurre il cliente a dare istruzioni al fine di eseguire un ordine in un determinato modo, indicando espressamente (o suggerendo implicitamente) il contenuto delle istruzioni, quando dovrebbe ragionevolmente sapere che tali istruzioni potrebbero impedire di ottenere il migliore risultato possibile per il cliente.

(29) Nel testo si ipotizza che l'intermediario rientri tra le "sedi di esecuzione", così come definite dall'art. 44, MiFID L2 e all'art. 2 del regolamento Intermediari.