

**Comunicazione n. DIN/3080530 del 12-12-2003**

inviata allo studio legale ... e, p.c. alla società ... spa

**Oggetto: Quesito in merito alla possibilità di derogare alle disposizioni concernenti lo *ius poenitendi* in caso di offerte pubbliche di vendita di quote di fondi chiusi immobiliari destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati**

Si fa riferimento alla lettera del ..., con la quale codesto Studio Legale, per conto della ... SGR, ha richiesto se fosse possibile applicare analogicamente alle sollecitazioni aventi ad oggetto quote di fondi chiusi destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati la norma di cui all'art. 30, comma 8, del T.U.F., che esclude l'operatività dello *ius poenitendi* (accordato, dall'art. 30, comma 6, T.U.F., agli investitori che aderiscano ad offerte di strumenti finanziari effettuate "fuori sede" o "a distanza") per il caso di "(...) *offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione di azioni con diritto di voto o di altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché le azioni o gli strumenti finanziari siano negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'Unione Europea*".

Nonostante il tenore letterale del citato art. 30, comma 8, l'applicabilità analogica della norma ivi contenuta all'ipotesi prospettata nel quesito troverebbe conforto, ad avviso di codesto Studio, nelle circostanze di seguito indicate:

- l'art. 30, comma 6, del T.U.F. non contiene una regola generale dell'ordinamento, ma una norma di carattere eccezionale e fortemente derogatoria del principio di autonomia negoziale sancito dal codice civile; esso, pertanto, deve formare oggetto di interpretazione restrittiva;
- per contro, l'art. 30, comma 8, del T.U.F. non contiene una norma eccezionale: nel derogare al precedente comma 6, la norma in esso contenuta costituisce, difatti, la riaffermazione del principio di autonomia negoziale sopra menzionato.

Si sostiene, inoltre, nel quesito che la Commissione già a suo tempo ha riconosciuto che il citato articolo 30, comma 8, possa essere interpretato analogicamente, ammettendo, in particolare, che il diritto di recesso sia escluso anche in caso di *opv* e *ops* di titoli già quotati, ma non ancora negoziati (cfr. *Consob Informa*, 22 giugno 1998, n. 25); pertanto, alle stesse conclusioni si richiede di addivenire relativamente alla fattispecie proposta, "*a fronte di un evidente eadem ratio rispetto alla fattispecie di cui all'art. 30, comma 8, del T.U.F. e della fattispecie a suo tempo oggetto di attenzione*" della Commissione.

Sotto diverso profilo, nel quesito in discorso si sottolinea, poi, come l'art. 6, par. 2, della direttiva 2002/65/CEE - concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori - preveda, tra l'altro, che "*Il diritto di recesso non si applica (...) ai servizi finanziari il cui prezzo dipende da fluttuazioni del mercato finanziario che il fornitore non è in grado di controllare e che possono aver luogo durante il periodo di recesso, quali ad esempio i servizi riguardanti (...) quote di un organismo di investimento collettivo*".

Anche alla luce della richiamata disposizione comunitaria, viene richiesto, in conclusione, che la CONSOB condivida l'impostazione secondo cui alle offerte pubbliche di vendita di quote di fondi immobiliari chiusi ammesse a quotazione, quantunque non ancora negoziate, non si applica il disposto dell'art. 30, comma 6, del T.U.F..

Si precisa sin d'ora che l'interpretazione prospettata circa l'ambito di applicabilità dello *ius poenitendi* non può trovare accoglimento.

Non condivisibile si mostra, in primo luogo, la qualificazione in termini di norma eccezionale della norma prevista, in tema di *ius poenitendi*, dall'art. 30, comma 6, del T.U.F..

Al riguardo, viene in evidenza la distinzione tra la categoria del diritto "eccezionale" propriamente detto e quella del diritto "speciale". Quest'ultima categoria non è riconducibile all'art. 14 delle "Disposizioni sulla legge in generale", secondo cui "*le leggi (...) che fanno eccezione a regole generali o ad altre leggi non si applicano oltre i casi e i tempi in esse considerati*", ricadendo, piuttosto, sotto la disposizione generale dell'art. 12 delle Preleggi, in base al quale "*nell'applicazione della legge non si può ad essa attribuire altro senso che quello fatto palese dal significato delle parole secondo la connessione di esse*".

Il diritto speciale è un modo di regolare ipotesi normative che rientrano in quelle più ampie e comprensive del diritto comune, il ricorso alla specializzazione avendo luogo laddove un determinato settore della vita sociale presenti esigenze e connotati suoi peculiari e tali da richiedere, da parte del legislatore, una considerazione distinta; pertanto, carattere saliente del diritto speciale è quello di costituire, al pari del diritto comune, un "sistema".

La norma in materia di *ius poenitendi* prevista dall'art. 30, comma 6, in quanto punto di riferimento della disciplina posta dal T.U.F. - sistema organico mirato alla regolamentazione del comparto dell'intermediazione finanziaria, in funzione della tutela degli investitori e del buon funzionamento del sistema finanziario - configura appunto, con tutta evidenza, non già una disposizione eccezionale (e, dunque, di stretta interpretazione), bensì una disposizione speciale (soggetta, pertanto, al regime di cui all'art. 12 delle Preleggi).

Il diritto di "ripensamento" è, nella sua funzione di *consumers'protection*, istituto tipico dei settori caratterizzati dalla ricorrenza di tecniche di contrattazione con il consumatore *lato sensu* "sorprendenti", all'interno dei quali finisce per assurgere al rango di regola fondamentale<sup>(1)</sup>.

In rapporto alla norma in materia di *ius poenitendi* di cui all'art. 30, comma 6, T.U.F. quale restituita alla sua effettiva consistenza nel contesto dell'ordinamento mobiliare, è quella recata dall'art. 30, comma 8, del medesimo Testo Unico - che, derogando alla prima, ne riduce lo spazio di applicazione per le ipotesi ivi descritte - a doversi qualificare, semmai, come norma eccezionale e, dunque, di stretta interpretazione.

Se così è, la lettura fornita dalla CONSOB nella sede ricordata da codesto Studio viene più propriamente a connotarsi come estensiva - anziché analogica - valendo a riportare nell'alveo della norma avuta a riguardo casi che solo apparentemente ne sono esclusi, ma che il legislatore, stando alla *ratio* della norma medesima, ha in effetti inteso ricomprendervi.

Nello stabilire, in relazione alla parte della norma *de qua* in cui figura la locuzione "negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'Unione Europea", che il legislatore *minus dixit quam voluit*, per poi ricercarne e dichiararne il pensiero nel senso dianzi precisato, la Commissione ha, peraltro, potuto basarsi sulla non univocità con cui, nel corpo del T.U.F., vengono di volta in volta impiegati i termini "quotazione" e "negoiazione".

Nulla autorizzerebbe di contro - per le ragioni appresso esplicitate - ad interpretare estensivamente la norma di cui all'art. 30, comma 8, T.U.F. laddove fa riferimento alle offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione "di azioni con diritto di voto o di altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni". Sotto tale aspetto, nonostante la genericità della formulazione adottata nella citata *Newsletter* del 1998 - "*(...) il diritto di recesso è escluso anche in*

---

(1) Rientra senz'altro nella categoria delle norme di ordine pubblico economico di protezione quella sul diritto di ripensamento, prevista dal d.lgs. n. 50/1992 in attuazione della direttiva 85/577/CEE in materia di contratti negoziati fuori dai locali commerciali. Più di recente, l'importanza del diritto di recesso quale strumento "*per garantire una protezione ottimale del consumatore*" risulta rimarcata anche nel 23° Considerando della direttiva 2002/65/CE, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori.

*ipotesi di opvs di titoli già quotati ma non ancora negoziati*" - deve ritenersi che l'opzione interpretativa in quell'ambito espressa rimanga circoscritta alle opv e alle ops relative agli strumenti finanziari specificamente contemplati nella citata disposizione.

Nella parte qui in esame, infatti, l'espressione utilizzata dal legislatore appare di significato preciso e non equivoco, sicché non è possibile ricorrere alla tecnica interpretativa già sperimentata con riguardo alla disposizione derogatoria di cui si tratta.

A questo proposito, il citato criterio in base al quale la legge va interpretata secondo "*il significato proprio delle parole*" precede e prevale su ogni altro criterio e, dunque, il ricorso ai criteri logici, sistematici, incentrati sulla *mens legis* deve considerarsi subordinato alla ponderazione semantica della legge stessa<sup>(1)</sup>.

E' proprio l'assoluta perspicuità del significato tecnico-giuridico dell'espressione che ci occupa - "*azioni con diritto di voto o (...) altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni*" - ad opporsi a un'interpretazione dell'art. 30, comma 8, del T.U.F. che, in via estensiva o analogica (come ipotizzato nel quesito, presupponendo che la norma rilevante non abbia carattere eccezionale), ne dilati l'ambito applicativo sino ad includervi le offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione aventi ad oggetto strumenti finanziari di tipologie diverse da quelle enunciate dal legislatore, quali, ad esempio, le quote di fondi immobiliari chiusi.

Si ritiene allora, in conclusione, che l'interpretazione analogica dell'art. 30, comma 8, del T.U.F. non sia praticabile non solo perché la norma di cui si discute ha carattere di eccezionalità ed è, pertanto, di stretta interpretazione, ma anche perché, a prescindere dalla qualificazione che della norma stessa si voglia fornire, la portata semantica delle espressioni legislative alle quali si intenderebbe attribuire, in definitiva, un *plus* di significato è di evidenza tale da inibirne qualsivoglia capacità espansiva.

Quanto al richiamo all'art. 6, par. 2, della direttiva 2002/65/CE - "*alla luce*" della quale si chiede pure, nel quesito, che venga avallata l'opinione secondo cui l'art. 30, comma 6, del T.U.F. non si applicherebbe alle offerte pubbliche di vendita di quote di fondi immobiliari chiusi ammesse a quotazione, quantunque non ancora negoziate - esso si rivela di nessun ausilio ai fini indicati, né idonea ad influire sull'orientamento cui si accede in base all'analisi delle vigenti disposizioni di diritto interno.

La direttiva richiamata (che, in ogni caso, concerne specificamente ed esclusivamente "*la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori*") è, infatti, ancora da recepire, il termine ultimo concesso in tal senso agli Stati membri essendo fissato al 9 ottobre 2004<sup>(1)</sup>. Detta circostanza è sufficiente ad escludere che nella fattispecie possa discutersi della diretta applicabilità delle disposizioni comunitarie in parola - la quale presupporrebbe, *in primis*, il mancato tempestivo recepimento della direttiva stessa o, in alternativa, il suo inadeguato recepimento - e, più in particolare, del potere-dovere della CONSOB di disapplicare le disposizioni di diritto nazionale che si presentassero in contrasto con le disposizioni c.dd. *self executing* della direttiva.

Ciò senza considerare che l'ipotesi operativa prospettata nel quesito nemmeno si presterebbe ad essere inquadrata nella previsione comunitaria richiamata, la quale, nell'intento di contenere il rischio di speculazioni, statuisce l'inapplicabilità del diritto di recesso ai servizi finanziari il cui prezzo dipende da fluttuazioni del mercato finanziario che il fornitore non è in grado di controllare e che possono aver luogo durante il periodo di recesso.

Nella fattispecie oggetto del quesito, trattandosi di strumenti non ancora negoziati, mancherebbero, infatti, gli elementi in riferimento ai quali effettuare valutazioni di tipo speculativo.

---

(2) In tal senso ha avuto modo di pronunciarsi più volte la giurisprudenza. Cfr. Cass., 28 agosto 1979, n. 4699; Cass., 26 aprile 1983, n. 2454; Cass., 27 ottobre 1983, n. 6363; Cass., 13 aprile 1996, n. 3495.

(3) Si veda l'art. 21, par. 1 della direttiva medesima.

Si devono considerare, inoltre, le peculiarità dei beni costituenti il patrimonio dei fondi immobiliari chiusi, che rendono l'acquisizione delle relative quote un investimento tipicamente di lungo periodo e intrinsecamente meno esposto alle normali fluttuazioni dei mercati finanziari.

Per il resto, si è bensì consapevole del fatto che il contesto istituzionale e operativo in cui si trova oggi ad agire l'istituto dello *ius poenitendi* è notevolmente diverso da quello che, quasi vent'anni fa, ha visto l'introduzione dell'istituto medesimo, e tale, forse, da giustificare erosioni della sua area di applicazione ulteriori, e più cospicue, rispetto a quelle cui si è dato corso con l'emanazione del T.U.F.. Tuttavia, alla stregua delle osservazioni qui rassegnate, il conseguimento di tale obiettivo presuppone necessariamente un intervento normativo.

IL PRESIDENTE  
*Lamberto Cardia*