

La tutela dell'investitore e la rivendita dei bond ai sensi dell'art. 100-bis del

D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 ("TUF").

di Gaia Rubba

Sommario:Premessa. – **1.** L'introduzione e l'ambito di applicazione dell'art. 100-bis del TUF. – **2.** La disciplina della prestazione dei servizi di investimento. – **3.** Le disposizioni sull'Offerta al pubblico risparmio e l'obbligo di prospetto informativo. – **4.** La violazione dell'art. 100-bis del TUF ed i rimedi a disposizione dell'investitore. – Conclusioni.

Premessa

L'art. 11 della Legge n. 262 del 28 dicembre 2005 (cd. "Legge sul Risparmio"), così come modificata prima dall'art. 3 del D.Lgs. n. 303 del 29 dicembre 2006 e successivamente dall'art. 3 del D.Lgs. n. 51 del 28 marzo 2007, ha introdotto diverse importanti modifiche al TUF.

Tra queste si ricordano:

- l'abrogazione, ai sensi dell'art. 11, comma 2, lett. b), della lettera f) del comma 1 dell'art. 100 del TUF, che prevedeva l'esenzione dall'obbligo di prospetto per le sollecitazioni aventi ad oggetto, tra l'altro, prodotti finanziari emessi da Banche diversi dalle azioni o dagli strumenti normativi che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni.

In conseguenza di tale modifica, tutti i prodotti finanziari emessi da Banche sono attualmente assoggettati alla disciplina sulla sollecitazione agli investimenti – ora offerta al pubblico di prodotti finanziari, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. t) del TUF – con la permanenza in capo alla Consob del potere (previsto dall'art. 100, comma 2, del TUF, che rimaneva in vigore) di individuare, a mezzo di previsione regolamentare, tipologie di sollecitazioni esenti dalla suddetta disciplina;

- l'estensione, in base all'art. 11, comma 3 - che introduce nel TUF l'art. 25-bis – dell'applicazione degli artt. 21 e 23 del TUF (relativi alle norme di correttezza e trasparenza nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento) alla sottoscrizione ed al collocamento di prodotti finanziari emessi da Banche, con conseguente attribuzione alla Consob in detto ambito dei poteri di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva;

- l'introduzione, ex art. 11, comma 2, lett. c), dell'art. 100-bis del TUF, in base al quale, in caso di offerte al pubblico di strumenti finanziari e di prodotti finanziari destinate ad investitori qualificati e più in generale a tutte le sollecitazioni esenti dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo, la successiva rivendita costituisce un'autonoma offerta al pubblico, non solo se sussistono autonomamente i requisiti propri dell'offerta, ma anche se realizzata sistematicamente con destinatari diversi dagli stessi investitori qualificati nei dodici mesi successivi e non ricorra alcuna ipotesi di inapplicabilità dell'obbligo del prospetto informativo.

Tale norma non vale, invece, per i titoli di Stati OCSE che posseggano determinati requisiti di rating(1).

E proprio su tale ultima modifica si soffermerà l'attenzione, dal momento che nonostante l'art. 100-bis del TUF abbia comportato conseguenze rilevanti in ordine alla circolazione dei prodotti finanziari, l'interpretazione dello stesso non ha trovato una così diffusa attenzione in dottrina.

1. L'introduzione e l'ambito di applicazione dell'art. 100-bis del TUF

L'articolo 100-bis del TUF prevede che "la successiva rivendita di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di un'offerta al pubblico esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto costituisce ad ogni effetto una distinta e autonoma offerta al pubblico nel caso in cui ricorrano le condizioni indicate nella definizione prevista all'articolo 1(2), comma 1, lettera t), e non ricorra alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100(3)".

Il comma 1 dell'articolo in parola amplia, dunque, (secondo

l'impostazione seguita dall'art. 3 della Direttiva Prospetti) la fattispecie dell' "offerta al pubblico" ricomprendendovi qualsiasi successiva rivendita (nel mercato secondario) di prodotti finanziari inizialmente esenti dall'obbligo del prospetto purchè siano rispettate le seguenti condizioni:

- l'ulteriore circolazione dei prodotti sia avvenuta in presenza dei presupposti indicati dall'art. 1, comma 1, lett. t) del TUF, vale a dire tramite una comunicazione rivolta a persone che presenti sufficienti informazioni sulle caratteristiche dell'offerta e dei prodotti finanziari ovvero tramite collocamento ad opera di soggetti abilitati;

- non ricorra alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'art. 100 del TUF (e dall'art. 33 del Regolamento Emittenti).

Se sussistono entrambe queste circostanze si realizza un'autonoma ipotesi di offerta al pubblico, con conseguente applicazione della relativa disciplina (artt. 93 bis e ss. del TUF).

Ciò vuol dire anche che viene reso uniforme il regime di circolazione degli strumenti finanziari nel mercato primario e in quello secondario: la disciplina dell'appello al pubblico risparmio non trova applicazione soltanto quando l'offerta o la ri-offerta dei titoli ricada in uno dei casi di inapplicabilità previsti dall'art. 100 del TUF.

Risultano viceversa attratti nell'obbligo del prospetto i prodotti inizialmente esenti, e quindi privi di prospetto, che vengano successivamente rivenduti in condizioni tali da non potere più usufruire di esonero alcuno.

L'art. 100-bis prosegue stabilendo, al comma 2, che "si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100".

Per quanto all'enunciato comma 2 si rileva che, in conformità al primo, anche detta previsione non incide sui casi di inapplicabilità dell'obbligo del prospetto informativo, che vengono espressamente fatti salvi; mentre lo stesso delimita più compiutamente i confini della fattispecie dell'offerta al pubblico.

Il comma 2 dell'art. 100-bis specifica, infatti, che viene ricompresa nella nozione, e quindi necessita della pubblicazione del prospetto informativo, la rivendita sistematica ad investitori non professionali di prodotti che nei dodici mesi sono stati oggetto, in Italia o all'estero, di un collocamento riservato ad investitori qualificati.

Ciò significa che, a differenza del primo comma, in questo secondo caso l'unica esenzione è quella riconducibile all'art. 100, lett. a) del TUF. Di conseguenza, il comma 2 sembrerebbe delineare una fattispecie speciale cui viene conferita una valenza autonoma rispetto all'ambito di applicazione del comma 1. L'elemento distintivo sarebbe costituito dalle modalità con cui viene descritto il segmento finale della catena distributiva: la rivendita sistematica di cui al comma in oggetto pare, invero, nozione generica e difficilmente individuabile in concreto(4), formalmente svincolata dalla definizione-base di offerta al pubblico e, dunque, dalle condizioni richieste dal citato art. 1, comma 1, lett. t) del TUF.

Il legislatore sancisce, inoltre, al comma 3 del medesimo articolo che "Nell'ipotesi di cui al comma 2, qualora non sia stato pubblicato un prospetto, l'acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale, può far valere la nullità del contratto e i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato".

A riguardo si rileva che il contenuto del comma 2 dell'art. 100-bis non si comprende appieno se non leggendolo in combinato disposto con il comma 3, che ne costituisce il necessario complemento: in caso di successiva rivendita di prodotti inizialmente oggetto di un private placement(5), se il loro acquisto da parte dell'investitore non professionale ha luogo per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale eventualmente esercitata, la mancata pubblicazione del prospetto è di per sé causa di nullità del contratto stipulato e l'investitore può domandare ai soggetti abilitati il risarcimento del danno.

Affinchè possa operare la particolare tutela di cui al comma 3 (della quale meglio si dirà nel paragrafo 4) si considera sufficiente che l'intermediario nel periodo di riferimento abbia con una certa regolarità negoziato, anche per conto terzi, il prodotto con investitori retail, come accaduto proprio nei ricordati casi dei titoli Cirio e Parmalat, magari

includendolo nel paniere di titoli da offrire alla propria clientela.

Infine, al comma 4, è previsto, come anticipato in Premessa, che “Il comma 2 non si applica alla rivendita di titoli di debito emessi da Stati membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) con classamento creditizio di qualità bancaria (rating investment grade) assegnato da almeno due primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (rating), fermo restando l'esercizio delle altre azioni civili, penali e amministrative previste a tutela del risparmiatore”.

Per capire le ragioni che hanno condotto all'adozione di tale norma bisogna partire da esperienze di crisi finanziarie di recente accadimento.

I casi più conosciuti e che hanno riscosso maggiore clamore sono evidentemente quelli relativi alle emissioni di obbligazioni effettuate dallo Stato argentino e da società appartenenti ai gruppi Cirio e Parmalat, emissioni che non sono state adeguatamente rimborsate, cagionando danni ingenti agli investitori.

Molti risparmiatori sono stati toccati da tali scandali e la prima risposta agli stessi è stata di tipo giudiziario.

Si è aperto, invero, un ampio contenzioso fra clienti e banche che tuttora non si è esaurito e che ha offerto numerosi spunti di riflessione anche in dottrina(6).

Inoltre, si è avuto l'intervento del legislatore il quale, partendo proprio dalle istanze di protezione e ristoro provenienti dagli acquirenti dei cd. junk-bond, ha concentrato l'attenzione sull'individuazione di possibili forme di tutela dell'investitore retail.

Il problema in trattazione risulta, tuttavia, complesso, in quanto legato a profili diversi.

In primo luogo, va considerato che la maggior parte dei detti investimenti in “obbligazioni-spazzatura” ha trovato origine in una violazione delle regole di comportamento prescritte agli Intermediari dall'art. 21 del TUF (sul quale si ritornerà nel paragrafo successivo), il quale prevede i criteri generali che devono improntare l'attività di prestazione dei servizi e delle attività di investimento, ovvero:

1) la diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;

2) l'acquisizione delle informazioni necessarie dai clienti e la trasmissione adeguata delle informazioni;

3) l'utilizzazione di comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;

d) il dotarsi di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

Le quali regole di comportamento vanno poi ad integrarsi con le disposizioni attuative di cui al Libro III (avente ad oggetto “Prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori”) del Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, adottato con delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibera n. 16736 del 18 dicembre 2008 (“Regolamento Intermediari”).

Le disposizioni richiamate hanno, invero, il fine di porre dei limiti di ordine generale ai comportamenti che i soggetti autorizzati devono rispettare nei rapporti con i propri clienti. Inoltre, esse rivestono una fondamentale importanza sia dal punto di vista giuridico che economico. Si deve notare, infatti, che il rispetto dei criteri sopra indicati giova all'efficienza del mercato mobiliare e al buon andamento delle negoziazioni. D'altra parte, il cliente che viene correttamente e completamente informato si sentirà tutelato e sarà attratto più facilmente dall'investimento in strumenti finanziari, che potrà essere esercitato in modo consapevole. Così che se l'intermediario finanziario presta i propri servizi con la diligenza dovuta l'investitore sarà certo che i propri ordini saranno eseguiti nel miglior modo possibile; in questo modo egli acquista fiducia e continua ad impegnare i suoi risparmi nell'investimento in valori mobiliari aumentando la liquidità, l'efficienza e la perfezione del mercato mobiliare.

In secondo luogo, la problematica della rivendita dei bond di cui all'art. 100-bis del TUF, si ricollega alla disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari (su cui ci si soffermerà nel paragrafo 3), quale impone, tra gli altri, l'obbligo di redazione del prospetto informativo, eccetto i casi in cui è la stessa legge a ritenerne non necessaria l'applicazione, ai sensi dell'art. 100 del TUF e dell'art. 33(7) del Regolamento Emittenti.

2. La disciplina della prestazione dei servizi di investimento

I criteri generali di comportamento stabiliti dall'art. 21 si applicano a tutti i soggetti abilitati sia per la prestazione di servizi di investimento, che per la prestazione di servizi accessori. Tali regole generali possono essere interpretate come regole normative generali cogenti, o come norme di protezione, laddove la dottrina prevalente propende per tale seconda lettura. Le norme in oggetto, infatti, prescindono da un'attività negoziale intesa in senso stretto, regolando la vita e l'attività dell'intermediario in ogni sua manifestazione. Di conseguenza, dalla loro violazione discende una responsabilità contrattuale od extracontrattuale a seconda che l'illecito si verifichi nell'adempimento di un contratto o nell'attività prenegoziale.

I vecchi principi stabiliti dalla legge n. 1/1991 erano regolati in una prospettiva di protezione dell'interesse individuale del cliente; non si inserivano, dunque, in un disegno unitario di tutela dei mercati finanziari e dei risparmiatori, ma affrontavano questa problematica dal punto di vista particolare della tutela dell'investitore.

La normativa introdotta in materia dal T.U.F., al contrario, si pone un obiettivo di più ampia veduta ovvero di proteggere gli interessi dei clienti dei soggetti abilitati e dei risparmiatori, e di assicurare nel contempo la stabilità e l'efficienza dei mercati finanziari; il che comporta un importante cambiamento di prospettiva.

Si è anticipato che l'art. 21 del T.U.F. impone agli intermediari l'obbligo di comportarsi secondo diligenza, correttezza e trasparenza. Questi tre principi sono, dunque, le clausole generali che fanno da linea guida a tutta la regolamentazione dell'attività dei soggetti abilitati e dei loro rapporti con il pubblico.

Sinteticamente si descrivono i detti principi.

La diligenza è costituita dallo sforzo che il debitore deve osservare per evitare l'inadempimento o l'inesatto adempimento dell'obbligazione. Essa si identifica con quello standard di precisione a cui ci si deve uniformare per assicurare al creditore la corretta esecuzione della prestazione. Tale clausola generale di comportamento deve rappresentare un criterio oggettivo di adeguatezza. E' chiaro che la diligenza mostrata dal debitore nel caso specifico sarà diversa a seconda della sua personale esperienza, ma dovrà comunque uniformarsi ad uno standard minimo ed oggettivo di precisione nell'adempimento.

Nell'esecuzione di particolari tipi di obbligazione inerenti all'esercizio di attività professionali la diligenza minima da usare non può essere commisurata a quella dell'uomo medio. E' questo il caso delle prestazioni dovute dall'intermediario verso il cliente; infatti, il primo dovrà adempiere alle sue obbligazioni con la professionalità richiesta dal particolare ambiente in cui opera. Il requisito della professionalità, dunque, ha la funzione di specificare quello generale della diligenza; esso racchiude in sé quel patrimonio di esperienze tecniche e competenze che è proprio di un determinato settore di attività.

La clausola generale della correttezza richiama la disposizione dettata dall'art. 1175 c.c. secondo cui entrambe le parti devono agire secondo correttezza nell'adempimento dell'obbligazione.

Il problema di maggior rilievo che la dottrina si è posta in materia ha per oggetto la definizione dei rapporti tra la nozione di correttezza e quella di buona fede⁽⁸⁾, ovvero specificamente di chiarire il coordinamento⁽⁹⁾ tra la regola generale della correttezza, richiamata in materia di disciplina generale delle obbligazioni, e quella di buona fede, usata per i contratti.

Nel caso particolare di contratto tra soggetto prestatore di servizi di investimento e cliente la correttezza si configura come principio integrativo dell'obbligazione principale di esatto adempimento. Essa è fonte di obblighi di protezione ulteriori non espressamente previsti dal contratto. Alla correttezza si ricollega, inoltre, il divieto per il soggetto abilitato di perseguire interessi propri a scapito di quelli del cliente. Tale divieto è poi specificatamente regolato dalle norme concernenti il conflitto di interesse dell'intermediario⁽¹⁰⁾.

Per quanto, infine, al principio di trasparenza⁽¹¹⁾ questo consiste nel mettere a disposizione del cliente informazioni complete, facilmente intelligibili ed obiettive in ordine al servizio prestato e agli strumenti finanziari in ogni fase del rapporto ed anche prima che esso si instauri; questa è la differenza dai comuni principi di correttezza e diligenza

nell'adempimento del contratto regolati dal codice civile.

Le informazioni devono, infatti, essere fornite al cliente a prescindere da una sua specifica richiesta. A questo proposito si può notare un'altra diversità tra principio di correttezza e trasparenza: il primo è biunivoco, grava cioè su entrambe le parti per tutta la durata del rapporto; il secondo, al contrario, è univoco e deve essere rispettato dal solo intermediario sia prima della conclusione del contratto che durante la fase negoziale.

Si può dire, pertanto, che la ratio legis su cui si basa il principio in argomento è quella di eliminare le asimmetrie informative che sono tipiche del mercato mobiliare e che ne ostacolano il corretto funzionamento.

La previsione di uno specifico obbligo di trasparenza da parte del legislatore del T.U.F. sottolinea, dunque, ancora una volta la necessità, per il mercato finanziario in generale e per il mercato mobiliare in particolare, di basare la propria attività su informazioni complete, veritiere e corrette. La trasparenza è garanzia di efficienza per il mercato e di tutela per il cliente che decide di investire i propri risparmi. Infine, si rileva che evidentemente i principi qui richiamati si inseriscono nella linea tracciata a livello comunitario al fine di assicurare all'investitore trasparenza, veridicità e completezza dell'informazione e di tutelare l'investitore in tutte le fasi dell'operazione: dalla pubblicità, al contatto col soggetto che propone o presta il servizio, all'esecuzione del contratto.

3. Le disposizioni sull'Offerta al pubblico risparmio e l'obbligo di prospetto informativo

Prima di soffermarsi sul nuovo dettato normativo, appare opportuno ripercorrere brevemente la fattispecie della sollecitazione all'investimento che, ante recepimento della Direttiva Prospetto in Italia, era definita dall'art. 1, 1° comma, lettera t) del TUF come "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari".

Tale nozione è stata negli anni passati approfonditamente esaminata dalla dottrina, dalla giurisprudenza e dalla CONSOB.

Va, infatti, rilevato che la sollecitazione all'investimento costituiva, insieme all'offerta pubblica di acquisto o scambio, una delle due forme dell'appello al pubblico risparmio presenti nel nostro ordinamento: la dottrina ha rilevato come il TUF avesse realizzato una netta separazione tra la disciplina delle offerte di vendita e sottoscrizione e le offerte di acquisto e scambio, escludendo queste ultime dalla definizione di sollecitazione all'investimento" e formulando in proposito regole del tutto distinte(12).

Autorevole dottrina ha poi correttamente evidenziato come le due specie di appello al pubblico risparmio abbiano un contenuto economico diverso.

Infatti, mentre nella sollecitazione all'investimento agli oblati viene proposto di trasferire all'offerente una somma di danaro in cambio di prodotti finanziari già sul mercato (offerta pubblica di vendita) o da immettere sul mercato (offerta pubblica di sottoscrizione), nell'offerta pubblica di acquisto o scambio viene proposto agli oblati di ricevere danaro in cambio dei prodotti finanziari dagli stessi posseduti (offerta pubblica d'acquisto) o di ricevere altri prodotti finanziari in cambio di quelli che l'offerente si impegna ad acquistare (offerta pubblica di scambio)(13).

Delle due categorie d'offerta la prima presenta un grado di pericolosità per il pubblico dei risparmiatori maggiore della seconda, perché il risparmiatore trasferisce un valore certo (la somma di danaro) in cambio di un prodotto finanziario di valore non altrettanto certo; nel secondo caso il risparmiatore riceve una prestazione certa (la somma di danaro) in cambio di un prodotto finanziario di più incerto valore (offerta di acquisto) o quanto meno opera uno scambio fra i beni di valore non certo (offerta di scambio).

Accanto alla dottrina, sono stati, inoltre, rilevanti gli interventi della Consob sul tema (cfr. Comunicazione Consob n. DEM/7007352 del 25-1-2007): quest'ultima, nel corso degli anni, ha chiarito il perimetro della fattispecie; è stato a riguardo rilevato che elemento dirimente circa l'esistenza o meno di una sollecitazione è lo svolgimento di attività di

carattere promozionale rientrante nella nozione di sollecitazione all'investimento.

La Commissione ha poi sottolineato che per potersi considerare quale offerta rivolta al pubblico" ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera t), del decreto, come tale soggetta all'obbligo di redazione e pubblicazione di un prospetto informativo, l'operazione in esame dovrebbe avere determinate caratteristiche quali, essenzialmente, l'esistenza di condizioni contrattuali standardizzate e la connessa impossibilità, da parte del potenziale aderente, di pattuire condizioni diverse da quelle originariamente previste; mancando tali elementi, e potendosi al contrario considerare il contratto concluso da codesta società con l'interessato quale espressione di un rapporto commerciale di natura strettamente bilaterale" (come sembra desumersi nel quesito) verrebbe a mancare il carattere Pubblico" dell'offerta e pertanto la sua stessa riconducibilità alla definizione di sollecitazione all'investimento sopra ricordata(14).

Notevole è stato poi l'intervento della giurisprudenza, che di recente ha rilevato come nell'emanazione del TUF il legislatore non definisce in che cosa consista un'offerta pubblica, nè detta criteri alla stregua dei quali giudicare se una sollecitazione all'investimento sia rivolta o meno al pubblico.

È stato poi evidenziato in diverse pronunce come la legge non ponga distinzioni in base al numero di sollecitazioni, all'ammontare offerto o al tipo di investimento sollecitato, nè in base alle modalità della sollecitazione stessa. Così come è stato rilevato che il TUF non dà neppure indicazioni circa il momento in cui un'offerta sia da considerarsi rivolta al pubblico.

La normativa si limita ad esentare le sollecitazioni con determinate caratteristiche dall'osservanza delle regole d'offerta pubblica.

La medesima giurisprudenza si è sforzata, dunque, di riassumere e per quanto possibile di chiarire la posizione della Consob su tali temi, affermando che secondo la Consob un'offerta è pubblica quando è caratterizzata da termini di offerta standardizzati e viene effettuata ad incertam personam.

Tuttavia, non è necessariamente vero che le offerte indirizzate a persone specifiche siano private. Secondo l'orientamento formalistico "un'offerta è pubblica quanto è diretta a più di 200 persone", come suggerito dall'art. 33 del Regolamento Emittenti. Secondo l'orientamento sostanzialistico, invece, "un'offerta può essere qualificata pubblica" se è ad incertam personam, con la conseguenza che un'offerta diretta a più di 200 (oggi 100) persone non sarebbe un'offerta pubblica" e quindi non costituirebbe sollecitazione all'investimento quando i destinatari sono determinati(15).

Altro tema discusso nella vigenza della sollecitazione all'investimento è stata poi la definizione di concetto di "pubblico": a riguardo, la Consob (cfr. CONSOB, Comunicazione n. DIN/1055860 del 19-7-2001) ha più volte sostenuto che il fatto che il fruitore del servizio... sia o meno qualificato non rileva al fine di stabilire se tale servizio sia o meno prestato nei confronti del pubblico e che la nozione di pubblico, invece, è configurabile anche quando una attività finanziaria è indirizzata ad una pluralità di persone che sono individuabili soltanto per effetto della loro mera appartenenza ad una determinata categoria di soggetti(16).

In dottrina si era al riguardo evidenziato come la nozione di pubblico non fosse individuata direttamente dal Legislatore, ma andasse ricavata a livello essenzialmente interpretativo. A tal proposito si è ritenuto che il carattere pubblico dell'operazione si manifesti quando essa è rivolta ad una pluralità di soggetti, che non siano esattamente individuabili ex ante. Attualmente invece si è passati dalla nozione di sollecitazione all'investimento a quella di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

La Direttiva Prospetto(17) ha, infatti, introdotto, come anticipato, la previsione dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, ovvero "ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati".

Si conclude a riguardo che la nuova nozione non sembra modificare nella sostanza il principio anteriore, in quanto i confini della fattispecie risultano essere i medesimi della sollecitazione all'investimento.

Infatti, guardando al dato letterale, è venuta meno la previsione dell'invito ad offrire, ma nella pratica la casistica delineata per la sollecitazione

all'investimento non muta con riferimento alla nuova nozione di offerta al pubblico: continuano pertanto a rientrare nella categoria dell'offerta al pubblico le operazioni di aumento di capitale a pagamento e le altre offerte pubbliche di vendita.

Tuttavia, non si rientra nella descritta disciplina qualora sussista un caso di inapplicabilità dell'obbligo del prospetto informativo.

Ciò è di rilievo ai fini dell'esatta comprensione dell'art. 100-bis, che a dette ipotesi si ricollega. Di conseguenza se ne tratterà nel paragrafo che segue.

4. La violazione dell'art. 100-bis del TUF ed i rimedi a disposizione dell'investitore

Chiaritosi il quadro normativo di riferimento e l'ambito applicativo dell'art. 100-bis del TUF, ci si soffermerà sulle forme di tutela - nullità del contratto e risarcimento del danno ai sensi del comma 3 art. in parola - predisposte dal legislatore, a beneficio dell'investitore.

In primo luogo la legge ha previsto una nuova ipotesi di nullità testuale e di protezione, anche se in riferimento alla sola fattispecie di cui al comma 2 dell'art. 100-bis del TUF.

Se è vero che il rimedio caducatorio risulta circoscritto alla detta ipotesi, la sua introduzione rappresenta comunque la prima forma di rimedio nei confronti del cd. "risparmio tradito", che potrebbe aprire la strada ad ulteriori forme di tutela di carattere reale.

Invero, fino ad oggi si è più che altro affermato il principio della cd. "nullità virtuale" più volte invocata, anche con risultati positivi, dinanzi ai giudici di merito dai risparmiatori danneggiati in seguito a comportamenti scorretti degli intermediari finanziari.

Ci si riferisce alle decisioni di merito che hanno affermato la nullità ex art. 1418, comma 1, c.c., dei contratti di acquisto di strumenti finanziari stipulati in seguito a comportamenti scorretti e negligenti degli operatori coinvolti.

Il ragionamento condotto dalla giurisprudenza⁽¹⁸⁾ è stato quello di considerare le regole di condotta prescritte dal TUF e dai relativi regolamenti attuativi quali norme imperative poste a presidio di interessi di carattere generale - l'integrità del mercato mobiliare e la tutela del risparmio, riconducibile all'art. 47 Cost. - da cui fare discendere la nullità dei contratti stipulati in deroga agli stessi.

La nullità virtuale dei contratti di acquisto di prodotti finanziari viene, dunque, fatta derivare, ai sensi del citato art. 1418, comma 1, c.c., dall'infrazione di doveri di buona fede precontrattuale ed in executivis.

Tale impostazione sembra, tuttavia, confliggere con il principio di non interferenza tra regole di validità e regole di responsabilità, il quale ha rappresentato un principio cardine del sistema contrattuale, cosicché la distinzione in questione è stata sempre tracciata in modo piuttosto rigoroso⁽¹⁹⁾.

Appunto per questo la soluzione indicata non trova il particolare favore della dottrina, che tende a ribadire la distinzione tra norme la cui violazione comporta la nullità degli e norme che disciplinano la condotta delle parti. D'altra parte, la stessa giurisprudenza è ritornata in seguito sulla strada dapprima intrapresa, preferendo riconoscere agli investitori il solo diritto a sciogliersi dal contratto e/o chiedere il risarcimento del danno conseguente al comportamento scorretto e lesivo tenuto dall'intermediario finanziario⁽²⁰⁾.

La fattispecie oggetto dell'art. 100-bis, comma 3, del TUF è diversa, ed è appunto testuale, poiché in tale ipotesi il legislatore non sanziona la violazione di norme di comportamento, bensì la strutturazione di un'operazione fraudolentemente finalizzata a vendere prodotti finanziari a investitori non qualificati (ovvero ai retail).

Inoltre ai sensi del comma in parola la nullità del contratto ed il risarcimento del danno non possono essere richiesti da qualunque acquirente, ma solo dall'acquirente "che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale".⁽²¹⁾

L'approccio ricalca quello seguito nel codice del consumo, in cui si distingue fra "consumatore o utente" e professionista.

Ciò in quanto l'obiettivo che il legislatore intende perseguire non è quello di tutelare tutti gli investitori nello stesso modo; bensì di approntare gli idonei rimedi per gli acquirenti che si valutino come "soggetti deboli"⁽²²⁾.

Pare esistere, tuttavia, un vuoto di tutela per quegli investitori non qualificati che agiscono per scopi (non estranei) ma attinenti all'attività imprenditoriale o professionale e che non possono fare affidamento sulla disposizione in parola. Di conseguenza, tali soggetti, una volta che abbiano acquistato dei prodotti finanziari da investitori qualificati, non potrebbero invocare la nullità del contratto, anche se manchi alla base un prospetto informativo che illustri le caratteristiche fondamentali dei prodotti medesimi.

La nullità, di cui al comma 3 dell'art. 100-bis, è, inoltre una nullità "relativa" proprio per la circostanza che può essere azionata solo dai soggetti indicati nella norma e non da chiunque.

Se, infatti, si fosse adoperata la previsione dell'art. 1421 c.c., per il quale "la nullità può essere fatta valere da chiunque vi ha interesse", si sarebbe avuto evidentemente l'effetto che il legislatore invece ha proprio inteso evitare, ovvero che la nullità potesse essere invocata dagli investitori qualificati.

Tali soggetti dispongono, invero, di un proprio bagaglio di conoscenze ed esperienza tali da non potere essere considerati "parti deboli" del contratto.

Al rimedio caducatorio si aggiunge poi quello risarcitorio: i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita sono chiamati altresì a rispondere del danno arrecato al cliente.

Va considerato a riguardo che la nullità del contratto impone alle parti prestazioni restitutorie e, quindi, il cliente deve riconsegnare i titoli sottoscritti e l'intermediario restituire il capitale investito, maggiorato dagli interessi legali maturati dal giorno del pagamento (ex art. 2033 c.c.). La malafede dell'accipiens è, infatti, in tali casi insita nella consapevolezza o nella conoscibilità da parte dell'intermediario della mancata pubblicazione del prospetto. Pertanto, non sembrano configurabili altri danni risarcibili, salva l'ipotesi in cui l'investitore riesca comunque a fornire la prova che, in alternativa al contratto rilevatosi nulla, avrebbe investito i propri risparmi in modo più lucroso.

Inoltre, è evidente che in sede interpretativa saranno sollevate molteplici problematiche circa la corretta individuazione del quantum debeatur, nonché dei soggetti coinvolti nell'obbligazione risarcitoria.

Infine, va rilevato che tra i due rimedi alternativi per l'investitore quest'ultimo sarà orientato ad invocare la nullità del contratto, che è uno strumento più efficace del risarcimento.

D'altra parte, l'esperienza dell'azione di nullità è vantaggiosa in quanto la stessa non richiede l'adempimento di particolari oneri probatori. Nel caso di risarcimento del danno può invece essere difficile la prova del danno nonché, in particolare, del nesso di causalità fra il comportamento degli investitori qualificati ed il pregiudizio subito dall'investitore.

Probabilmente il pregiudizio sta nella differenza fra il prezzo pagato per il prodotto finanziario ed il suo reale valore; ma la prova che il danno sia derivata proprio dall'omessa pubblicazione del prospetto non è semplice in concreto da darsi per l'investitore.

Pertanto, si prevede che le azioni che saranno intentate ai sensi dell'art. 100-bis, comma 3, del TUF mireranno ad ottenere la nullità del contratto. In aggiunta, e quindi come rimedio concorrente e non alternativo, l'attore richiederà il risarcimento del danno per il mancato guadagno.

Conclusioni

La tutela dei risparmiatori si presenta attualmente come un valore fondamentale da perseguirsi.

Infatti, è stata ormai avvalorata l'idea che il sistema economico si fonda, oltre che sulle leggi che regolano il mercato, su di una componente del tutto diversa anche se altrettanto fondamentale: la fiducia.

La fiducia dell'investitore nella correttezza dell'agire dell'intermediario finanziario alimenta così il ciclo economico, poiché lo induce ad investire di più e meglio il proprio risparmio.

Tuttavia, le forme di tutela a favore dei retail devono anche essere predisposte nel modo più opportuno, ovvero nel senso di garantire un effettivo beneficio per l'investitore.

In tale senso, si nota sempre più spesso che le norme sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari rischiano di danneggiare i risparmiatori, piuttosto che proteggerli, escludendoli da obbligazioni estere, in particolare quando esse siano oggetto di un piano di ristrutturazione.

Tale circostanza è stata anche più volte evidenziata dalla stampa di settore (cfr., tra gli altri "Il Sole 24 Ore" del 18.12.2008, "La trappola dei bond senza prospetto") e trova il suo esempio più evidente nel noto caso

della General Motors.

In questi casi (cd. "operazioni di scambio transfrontaliere"), l'esclusione degli investitori italiani deriverebbe dalle rigide norme italiane sulla sollecitazione che spingerebbero gli emittenti esteri ad evitare di svolgere l'offerta in Italia, per evitare possibili contenziosi legali con i regulator e per non incorrere nell'obbligo di redigere un prospetto informativo.

Pertanto, un'ulteriore riflessione sull'impianto normativo dell'offerta al pubblico risparmio può risultare un'occasione positiva di ripensare i principi di cui si è detto, soprattutto dal momento che sono attese nuove modifiche alla normativa primaria (TUF) e secondaria (Regolamento Emittenti) sul tema.

Bibliografia essenziale

- Alpa G., Criteri generali, in La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari, a cura di Capriglione, 1998, Padova;
- Belli F. Mazzini F. Tedeschi R., Il Testo Unico della Finanza, Milano, 1998;
- Bianca C., Diritto Civile, III, Il contratto, Milano, 1987;
- BOCHICCHIO, Considerazioni sul concetto di sollecitazione del pubblico risparmio alla luce della l. 2-1-1991, n. 1 (c.d. legge Sim), in Riv. crit. dir. priv., 1991, 423;
- BOCHICCHIO, Sollecitazione al pubblico risparmio. Profili civilistici, in Riv. crit. dir. priv., 1991, 133; D'ALESSANDRO, L'attività di sollecitazione al pubblico risparmio, in Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato, Milano, Giuffrè, 1986;
- Bombelli-Iato, Obbligazioni Argentina e Cirio: responsabilità dell'Istituto bancario intermediario, 2006, 1403 e ss;
- Bulfaro, La responsabilità contrattuale dell'intermediario per violazione del dovere di informazione, in Nuova Giur. Comm., 2008, II, 391 e ss..
- Campobasso G.F., Diritto delle società, Torino, 1992;
- CHIAPPETTA, I contratti di investimento, la violazione della disciplina sulla sollecitazione del pubblico risparmio ed il problema della nullità cd. virtuale, nota a Trib. Torino, 19 dicembre 1989, in Riv. dir. comm., 1991, fasc. 1-2, 80 ss.;
- FERRARINI, I modi della sollecitazione del risparmio, in Banca, borsa tit. cred., 1991, 15;
- LENER, I provvedimenti della Consob in materia di sollecitazioni televisive del pubblico risparmio, in Dir. inform., 1991, 49;
- Pellegrini, Le controversie in materia bancaria e finanziaria, Padova, 2007;
- Rabbitti Bedogni C., Criteri generali, in Il Testo Unico della Finanza. Commentario, cura di Rabbitti Bedogni C., Milano, 1998;
- Recine F., Altre regole di comportamento, in Il Testo Unico della Finanza. Commentario, a cura di Rabbitti Bedogni C., Milano, 1998;
- ROPPO, SIM di distribuzione e promotori finanziari nel regime delle attività di sollecitazione del pubblico risparmio, in Contr. imp., 1992, 47;
- Sepe M., I servizi di investimento, in Il Testo Unico dei Mercati Finanziari, a cura di Lacaita L. e Napoleoni V., Milano, 1998;
- Viglione, Circolazione dei prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio, in Leggi civ. comm., 2008, 43 e ss.; Id., Nullità e risarcimento del danno nell'art. 100-bis TUF: quale tutela per l'investitore non professionale?, in Contratto e Impresa, 2008, 55 e ss.; Id., La tutela dell'investitore retail nel nuovo art. 100-bis TUF, in Studium iuris, 2007, 779 e ss.;

NOTE:

(1) Per rating si intende quella valutazione a carattere obiettivo, compiuta da agenzie specializzate nell'apprezzamento del merito di credito.

Si segnala, in proposito, che anche a seguito del fallimento della Lehman, la cui situazione di crisi creditizia non era stata segnalata in tempo dalle Agenzie di rating è in corso l'esame di una modifica al regolamento delle Agenzie medesime.

(2) Ai sensi del TUF si intende per offerta al pubblico di prodotti finanziari "ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con

qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati".

(3) Sui casi di inapplicabilità dell'obbligo di pubblicare il prospetto informativo ci si soffermerà nel paragrafo successivo.

(4) Si noti come sul generico concetto di "sistematicità" si siano svolte le maggiori difficoltà interpretative in sede di contenzioso.

(5) Per Private Placement si intende l'offerta rivolta a singoli e ben individuati soggetti, che per le modalità con cui viene effettuata non necessita della pubblicazione del prospetto informativo: "since a private placement is offered to a few, select individuals, the placement does not have to be registered with the Securities and Exchange Commission. In many cases detailed financial information is not disclosed and a the need for a prospectus is waived. Finally since the placements are private rather than public, the average investor is only made aware of the placement usually after it has occurred".

(6) Cfr. sul punto, tra gli altri, Pellegrini, Le controversie in materia bancaria e finanziaria, Padova 2007 e Bombelli-lato, Obbligazioni Argentina e Cirio: responsabilità dell'istituto bancario intermediario, 2006, 1403 e segg..

(7) Si segnala in proposito che è in atto una consultazione sul Documento Consob del 28.12.2007, in ordine alle modifiche da apportare al Regolamento Emittenti per completare il recepimento in ambito nazionale della Direttiva Prospetti. Pertanto, si attendono a breve delle modifiche al Regolamento Medesimo.

(8) Quest'ultimo principio viene, come noto, richiamato in più parti del codice civile, ed impone alle parti di comportarsi secondo buona fede nella fase delle trattative e nella formazione del contratto (art. 1337 c.c.), durante la pendenza della condizione (art. 1358 c.c.), nell'interpretazione del contratto (art. 1366 c.c.) e nella sua esecuzione (art. 1375 c.c.).

(9) Secondo la maggior parte degli Autori correttezza e buona fede sono termini equivalenti e l'art. 1175 c.c. ha il solo fine di estendere la disciplina della buona fede a tutti i tipi di obbligazione. Debitore e creditore, dunque, hanno il dovere di comportarsi secondo buona fede anche quando la loro obbligazione non ha origine contrattuale. La dottrina che segue questa impostazione nota che avrebbe poco senso limitare l'applicazione del principio di buona fede ai soli contratti, poiché non sono che una species del più ampio genus delle obbligazioni.

(10) A questo proposito si deve ricordare, in via generale, che l'Autorità di vigilanza ha individuato regole di comportamento che specificano il contenuto del principio di correttezza in determinate situazioni. Le dettagliate disposizioni emanate in attuazione delle norme del T.U.F. limitano notevolmente il campo di applicazione della clausola generale in oggetto. La sua operatività, pertanto, viene alquanto ridotta ed assume un valore solamente residuale.

(11) Si ricordi a riguardo che alcuni autori intendono questa disposizione in senso "largo" o, come anche si è detto, "debole". Secondo questa dottrina la trasparenza non sarebbe null'altro che una specificazione del principio di correttezza nei rapporti contrattuali con gli investitori. La dottrina prevalente, però, interpreta in senso "forte" la clausola della trasparenza prevista dall'art. 21 del T.U.F., facendone un principio di comportamento autonomo da quello della correttezza. Tale soluzione appare maggiormente adeguata ed attenta al testo normativo; infatti, una diversa visione del problema porterebbe a giudicare pleonastica la specifica previsione di un autonomo obbligo di trasparenza.

(12) Cfr. ANNUNZIATA, il quale evidenzia, in merito alla definizione di sollecitazione all'investimento, che la prima parte della definizione viene a sostituirsi al previgente art. 18-ter della legge 7 giugno 1974, n. 216 (come modificata dalla legge 23 marzo 1987, n. 77), che comprendeva nella definizione di sollecitazione" tanto le offerte di vendita e sottoscrizione quanto le offerte di acquisto; tale soluzione aveva a sua volta condotto alla formulazione di una disciplina di base, applicabile a tutte le operazioni sollecitatorie, sulla quale venivano poi a saldarsi regole specifiche, emanate in epoca successiva, relative alle offerte di vendita e sottoscrizione di valori mobiliari con diritto di voto (legge 18 febbraio 1992, n. 149, Capo I), ed alle offerte pubbliche di acquisto o scambio di valori mobiliari con diritto di voto, quotati in Borsa o negoziati sul mercato ristretto (legge 18 febbraio 1992, n. 149, Capo II).

(13) Così Costi.

(14) Comunicazione n. DIN/1055860 del 19-7-2001

(15) Trib. Milano, 20 marzo 2006, in <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/260.htm>.

(16) Cfr. anche CONSOB, Comunicazione n. DIN/1055860 del 19-7-2001.

(17) Cfr. l'art. 2, comma 1, lettera b della Direttiva Prospetto, che definisce per l'appunto la predetta offerta come "una comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e degli strumenti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali strumenti finanziari. Questa definizione si applica anche al collocamento di strumenti finanziari tramite intermediari finanziari".

(18) Cfr. tra gli altri Trib. Brindisi, 21 luglio 2006, in *Danno e resp.*, 2007 p. 565 e ss.; Trib. Firenze, 21 giugno 2006, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2007, I p. 545 e ss.; Tribunale Mantova, 1° dicembre 2004, in *Danno e resp.*, 2005, p. 614 e ss.

(19) Cfr. sul tema della "nullità virtuale", tra gli altri, Mariconda, *Le cause di nullità*, in *I contratti in generale*, a cura di Alpa-Bessone, IV, Torino, 1991, p. 368 e ss.; Villa, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1997, p.158 e ss.; Albanese, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003, p. 339 e ss..

(20) Si richiama in proposito la Cass., 16 febbraio 2007, n. 3683, in *Corriere giur.*, 2007, p.631 e ss..

(21) Cfr. art. 3 Codice del consumo.

(22) Il che costituisce una più rispondente lettura del principio di ragionevolezza e di uguaglianza sostanziale, ai sensi dell'art. 3, comma 2, della Costituzione.