

TRIBUNALE ROMA, 8 ottobre 2004 — CALIENTO *Presidente Estensore* — Calzini e altri (avv. Lendvai, Giampaolino) c. Bipielle società di gestione credito s.p.a. (avv. Pietro).

Sollecitazione all'investimento - Offerta rivolta ad investitori qualificati - Obbligo di pubblicazione del prospetto - Esclusione.
(Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, artt. 94 e 100).

Intermediazione finanziaria - Obblighi di informazione - Violazione degli obblighi di comportamento degli intermediari.
(Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, art. 21; reg. Consob n. 11522/1998, artt. 26, 28, 29).

La disciplina sulla sollecitazione all'investimento non si applica quando l'offerta è indirizzata, sulla base di una offering circular, agli investitori qualificati, anziché al pubblico dei risparmiatori (1).

Il comportamento della banca che non abbia osservato il dovere di informarsi in ordine alla tipologia ed alla affidabilità dei titoli venduti alla propria clientela e non abbia avvertito quest'ultima dell'inadeguatezza dell'operazione, oltre che delle ragioni per cui non sarebbe stato opportuno eseguirla, costituisce violazione degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza imposti agli intermediari nell'interesse dei risparmiatori (2).

(*Omissis*). — SVOLGIMENTO DEL PROCESSO. — (*Omissis*). — Con atto di citazione, ai sensi dell'art. d. lgs. n. 5 del 2003, notificato il 3 febbraio 2004 gli attori in epigrafe hanno dedotto:

1) che avevano acquistato nel 2000 e nel 2001 dalla Banca Popolare di Lodi, a prezzo pieno « in contropartita diretta », ai sensi dell'art. 5, 5° comma, lett. a), d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, le seguenti obbligazioni emesse dal Gruppo Cirio:

in data 27 ottobre 2000 obbligazioni « XS 011975542 8 Cirio 7,5% 3 novembre 2002 », secondo quanto risultante dalla nota informativa loro rilasciata: per euro 20.000,00, oltre spese, Calzini Paolo; per euro 5.000,00, oltre spese, Umberto Frisoni e Anna Calzini; per euro 15.000,00, oltre spese, Patrizia Maria Meneghini e Mauro Volpato; per euro 10.000,00, oltre spese, Fulvia Maddomi ed Alfredo Rizzo; per euro 10.000,00, oltre spese, Maria Tecla Parisi;

in data 1° febbraio 2001 obbligazioni « XS 012429029 6 Cirio H. 6,25% 16 febbraio 2004 » per euro 9.990,00, oltre spese, Bruna Fantoni;

2) che, nella scarna documentazione rilasciata, gli strumenti finanziari erano indicati come obbligazioni Cirio ed obbligazioni Cirio H. e che i titoli recanti l'interesse del 7,5% erano stati emessi da Cirio Finance Luxembourg, mentre quelli con cedola 6,25%, acquistati dalla sig.ra Fantoni, erano stati emessi da Cirio Holding Luxembourg;

2) che tutte le obbligazioni acquistate non erano esistenti sul mercato al momento dell'acquisto in quanto le due emissioni recavano, rispettivamente, la data del 3 novembre 2000 e del 6 febbraio 2001 ed erano state vendute ai risparmiatori dalla banca sul c.d. mercato grigio;

3) che essi attori erano pensionati, lavoratori dipendenti e comunque titolari di redditi non elevati, con un portafoglio composto ed una bassa propensione al rischio ed all'epoca titolari di conti correnti presso la Banca Popolare di Lodi Ag. 3;

4) che le obbligazioni acquistate appartenevano a due emissioni effettuate da parte di società estere controllate da Cirio Holding s.p.a. facenti parte del Gruppo Ci-

rio, il cui indebitamento finanziario, in gran parte rappresentato da debito bancario a breve, era passato dai 280 mln circa del 1996 a 870 mln di euro nel 1999 e, come risulta dalla relazione dei commissari giudiziari (p. 120, doc. 9 del fascicolo attori), tale indebitamento: « viene solo nominalmente ridimensionato dalla presenza tra le attività finanziarie liquide di crediti verso la controllante che non solo si rivelarono di fatto immobilizzati nel corso degli anni successivi ma risulteranno del tutto inesigibili nel 2002 », anche se già nel periodo 1997-1999 l'attività del Gruppo, presentando specifici indicatori a livelli critici, non riusciva a produrre margini sufficienti a coprire gli oneri finanziari:

5) che nel periodo 2000-2002: « l'elemento caratterizzante questo triennio, tuttavia, è il progressivo spostamento dell'indebitamento del gruppo dalle banche alle obbligazioni » (p. 127 rel. cit.) in quanto i « debiti bancari, che avevano raggiunto a fine '99 il massimo di circa 900 mln di euro, si riducono a poco più di 300 mln nel 2002 mentre il debito consolidato sotto forma di obbligazioni raggiunge alla medesima data l'ammontare di circa 830 mln » (rel. cit. p. 127). « La crescita del debito sotto forma di obbligazioni determina quindi una netta riduzione dell'esposizione bancaria, come peraltro chiaramente evidenziato negli stessi prospetti (riservati a soggetti istituzionali, cui i titoli erano diretti in via esclusiva) laddove si indica come uno degli obiettivi prioritari delle emissioni sia la ristrutturazione stessa del debito al fine di allungarne la scadenza media » (rel. cit. p. 128);

5) che le obbligazioni vendute dalla convenuta agli attori appartenevano a due emissioni effettuate da società estere controllate da Cirio Holding s.p.a. del Gruppo Cirio, il quale tramite sei società aveva emesso obbligazioni per complessivi 1.125 mln (v. organigramma allegato alla rel. cit. p. 28 doc. 7 fascicolo attori); la seconda di tali emissioni, effettuata l'1 febbraio 2001 era stata descritta da parte della banca come meritevole di « giudizio positivo » (doc. 8 p. 2 fascicolo attori) ed analoga valutazione i funzionari avevano espresso anche per la prima emissione;

5) che le obbligazioni non erano accompagnate da prospetto informativo essendo riservate ad investitori istituzionali, come risultante dalla *offering circular* e non potevano formare oggetto di sollecitazione al risparmio indistinto; mentre la circostanza che la negoziazione fosse avvenuta alcuni giorni prima delle emissioni escludeva la possibilità che fossero stati gli acquirenti a richiedere quelle obbligazioni che, al contrario, era stata la banca a proporre e ad offrire;

6) che i fondi raccolti con i titoli emessi da Cirio Finance Luxembourg s.a. erano stati pressoché interamente versati alla Cirio s.p.a. i cui debiti bancari, a seguito dell'emissione, si erano ridotti di oltre 150 mln di euro rispetto al livello raggiunto nel 1999 e, nel 2001, l'importo derivante dall'emissione della Cirio Holding Luxembourg s.a. era stato girato a titolo di finanziamento a varie società del Gruppo;

7) che la Banca Popolare di Lodi era tra quelle banche, che avevano finanziato la crescita del Gruppo, risultando, direttamente ed indirettamente, tramite la controllata Eifibanca, il terzo gruppo creditore, al 31 dicembre 2002 e, dopo avere fornito tramite la vendita delle obbligazioni la provvista alla Cirio per ridurre l'esposizione risultava ancora creditore per 18 mln di euro (p. 281 relazione Rivolisi e Partners, doc. 10 del fascicolo degli attori).

Hanno, conseguentemente, convenuto in giudizio davanti a questo Tribunale la Banca Popolare di Lodi chiedendo: a) che fosse accertata la nullità del contratto per violazione dell'obbligo di redigere il prospetto informativo ex art. 94 t.u.f.; b) che fosse annullato il contratto per dolo ed errore perché la banca convenuta aveva acquistato le obbligazioni per rivenderle a terzi, ai quali addossare il rischio del *default*; c) che fosse accertata e dichiarata la responsabilità della banca per violazione delle di-

sposizioni relative ai servizi di investimento (art. 21 t.u.f., artt. 26, 27, 28 reg. intermeditari Consob) e delle disposizioni contrattuali contenute nella *offering circular* e che la convenuta fosse condannata al risarcimento del danno, tenendo conto che l'art. 25 t.u.f. pone a carico dell'intermediario l'onere di provare di avere agito con la specifica diligenza richiesta.

Decorso il termine di 30 giorni stabilito dall'art. 2, 1° comma, lett. c), del d. lgs. n. 5 del 2003 senza che la convenuta avesse provveduto a notificare la comparso di risposta, in data 20 aprile 2004 gli attori hanno depositato istanza di fissazione di udienza ai sensi dell'art. 8, 1° comma, lett. a) D. cit. ed il Giudice relatore, designato con decreto in data 4 maggio 2004 dal Presidente della sezione, ha depositato in data 31 maggio 2004, il decreto di fissazione dell'udienza collegiale, disponendo la comparizione personale delle parti per il loro interrogatorio e per il tentativo di conciliazione, ammettendo l'ordine di esibizione delle *offering circular* e dei documenti relativi alle due emissioni richieste dagli attori nei confronti della convenuta ed inviando le parti a depositare, almeno cinque giorni prima dell'udienza fissata per il 9 luglio 2004, memorie conclusionali concernenti, in particolare, la configurazione giuridica dei fatti.

Con comparso depositata il 2 luglio 2004 si è costituita Bipelle società di gestione credito s.p.a., procuratrice speciale di Banca Popolare di Lodi s.c. a r.l., assumendo che la banca convenuta aveva adempiuto a tutti gli obblighi previsti dal t.u.f. di cui al d. lgs. n. 58 del 1998 e dai successivi regolamenti attuativi, curando, all'atto della sottoscrizione degli ordini di acquisto effettuati nell'agosto del 2000: 1) di richiedere agli investitori notizie circa la precedente esperienza in investimenti finanziari nonché la loro propensione al rischio, richiesta alla quale gli attori avevano opposto il rifiuto scritto (art. 28 reg. Consob n. 11522/98); 2) di consegnare agli attori il « Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari » (art. 28, lett. b), reg. Consob cit.); 3) di valutare l'adeguatezza dell'operazione richiesta, valutazione, nel caso concreto, resa impossibile dal rifiuto dei clienti di fornire le informazioni; 4) di consegnare agli acquirenti le attestazioni degli ordini impartiti; 5) di consegnare le note informative (art. 61 reg. Consob) relative alle operazioni effettuate.

Ha eccepito l'infondatezza del richiamo all'art. 94 t.u.f. in quanto la vendita non era avvenuta nell'ambito di un'offerta pubblica di titoli destinati al pubblico indiscriminato, ma nella fase successiva di vendita *retail* effettuata da parte di investitori istituzionali, che avevano acquistato in proprio i titoli destinati loro in via esclusiva e per i quali non era stato redatto alcun prospetto informativo, essendo la loro emissione accompagnata soltanto dal documento utilizzato come prospetto di quotazione della Borsa Valori del Lussemburgo (c.d. *offering circular*). Del tutto legittimamente essi avevano venduto nella fase di *grey market* tali titoli ai clienti ricevendo i loro specifici ordini, senza svolgere alcuna attività promozionale. Privo di qualsiasi elemento probatorio risultava essere l'assunto degli attori, secondo il quale la vendita sarebbe avvenuta con dolo o per errore indotto dalla banca.

Acquisiti i documenti prodotti dagli attori, espletato il loro interrogatorio libero, non essendo comparso il legale rappresentante della banca convenuta, fallito il tentativo di conciliazione, con ordinanza collegiale del 9 luglio 2004, è stata respinta la richiesta di conciliazione, in termini formulata dalla convenuta non risultando irregolarità procedimentali quale causa di pregiudizio del diritto di difesa, essendo la tardiva costituzione imputabile alla convenuta e non essendo state nel decreto di fissazione di udienza rilevate d'ufficio questioni nuove e, nel contempo, è stato ordinato alla banca convenuta di esibire i documenti dichiarati ammissibili nel decreto di fissazione di udienza. In data 20 settembre 2004, la convenuta ha depositato l'*offering circular* relativa al prestito obbligazionario Cirio Finance Luxembourg s.a. 7.5%. All'udienza del 24

settembre 2004, assente il procuratore della convenuta, la causa è stata assunta in decisione.

MOTIVI DELLA DECISIONE. — Rileva il Tribunale preliminarmente che, in data 5 ottobre 2004, dopo l'assunzione della causa in decisione e durante il decorso del termine per il deposito della sentenza, il procuratore della convenuta ha depositato in Cancelleria istanza di fissazione di nuova udienza adducendo che la mancata partecipazione all'udienza del 24 settembre 2004 era imputabile ad obiettivo impedimento e producendo referto medico del P.S. dell'Ospedale S. Giacomo attestante che l'avv. Antonello Pietro era entrato nella struttura alle ore 16.05 del 24 settembre 2004 e ne era uscito alle ore 17.51: « in apparente benessere, oggi due episodi di qualche minuto di cardiopalmo con malessere generale. Attualmente asintomatico. Pressione 130/80, FC 80, SAO2 99 ». Ritiene, infatti, il Tribunale che tale richiesta deve essere respinta in quanto del tutto irrituale ed intempestiva, non sorretta da qualsivoglia obiettivo riscontro in ordine alla sintomatologia riferita soggettivamente e non avendo l'istante né dedotto né concretamente subito alcuna lesione del diritto di difesa in relazione alla fase cui era pervenuto il processo.

Entrando nel merito, si deve riconoscere che, in base all'art. 13, 2° comma, d. lgs. n. 5 del 2003, in caso di contumacia del convenuto o di tardiva costituzione i fatti affermati dagli attori si devono considerare non contestati, dovendo il giudice valutarne la conclusione.

Nell'ambito di valutazione della conclusione dei fatti che si devono considerare provati, deve essere, in primo luogo, respinta la richiesta di accertamento e dichiarazione di nullità dei contratti per violazione dell'art. 94 t.u.f., formulata dagli attori sostenendo che, sulla base del « *profilo teleologico dell'interna operazione* », sin dall'origine essi dovrebbero considerarsi destinatari dell'attività di collocamento dei titoli, cioè di un'attività di sollecitazione del risparmio posta in essere da BPL, che si sarebbe limitata a svolgere un'attività meramente *interpositiva* fra clienti e mercato, con limitati rischi di posizione, non avendo investito il suo patrimonio nei titoli. Cito ed avendo sostanzialmente e surrettiziamente attuato una sollecitazione al pubblico risparmio, posto che il criterio guida per determinare se vi sia sollecitazione al pubblico risparmio ovvero offerta riservata è quello del *need of protection* degli oblati.

E da escludere, in realtà, che nel caso in esame si verta in ipotesi di sollecitazione all'investimento, che costituisce una delle attività attraverso le quali gli emittenti strumenti finanziari realizzano l'appello al pubblico al risparmio e rappresenta il modo ordinario attraverso il quale ogni nuova operazione finanziaria trova accesso al mercato mobiliare.

La nozione di sollecitazione all'investimento si ricava dall'art. 1, 1° comma, lett. f), t.u.f. Essa è caratterizzata: 1) dalla natura dell'attività (offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale); 2) dall'irritlevanza della forma in cui si esplica (« in qualsiasi modo... »); 3) dalla sua direzione (deve essere rivolta al pubblico); 4) dalla sua finalità (vendita o sottoscrizione di prodotti finanziari). Nel caso in esame manca la sollecitazione rivolta al pubblico, cioè la sollecitazione *ad incertam personam*, in altri termini, ad un numero indeterminato di individui ed in cui mancano, quindi, un contatto individuale tra offerenti ed oblati, in ragione delle modalità standardizzate di svolgimento delle offerte medesime.

In effetti, la disciplina della sollecitazione all'investimento è costituita essenzialmente da regole volte a garantire da un lato la compiuta informazione dei soggetti destinatari dell'offerta di prodotti finanziari, dall'altro la correttezza dei comportamenti per assicurare il rispetto del principio del *need of protection*. A tal fine l'art. 94 t.u.f.

dispone che coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento sono tenuti a darne preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto informativo destinato alla pubblicazione. La materia è stata disciplinata dal Regolamento Emittenti approvato con Delib. Consob del 14 maggio 1999, n. 11971, che definisce il contenuto della comunicazione, precisa le finalità del prospetto informativo, ne determina le modalità ed i tempi di pubblicazione e le forme di aggiornamento e stabilisce le modalità di svolgimento della sollecitazione e le regole di correttezza nella compravendita dei prodotti finanziari.

Esistono dei casi in cui le norme sulla sollecitazione non trovano applicazione e tali casi sono individuati dall'art. 100 t.u.f. e dal Regolamento Emittenti della Consob. Essi sono caratterizzati: dall'assenza di un prospetto di sollecitazione in quanto l'offerta dei titoli è destinata ai soli investitori istituzionali come definiti ai sensi dell'art. 50, 2° comma, t.u.f., tra i quali rientra anche l'ordina convenuta; dalla presenza di un documento informativo (*offering circular*) redatto per l'offerta agli investitori professionali e dalla esistenza di contrattazioni nella fase di *grey market*, che anticipano il momento della sottoscrizione dei titoli, la quotazione sul mercato ufficiale e la stessa disponibilità dei principali documenti informativi dell'operazione.

Tale contrattazione assume, pertanto, tutte le caratteristiche di vendita di cosa futura.

Il caso in esame non si colloca nella fase di mercato primario (o di emissione), che intercorre fra l'emissione del titolo da parte dell'impresa, avvenuta, in concreto, adottando non la modalità di offerta diretta al pubblico (sollecitazione all'investimento), ma l'offerta diretta ad investitori istituzionali, e la sua sottoscrizione da parte dell'investitore, bensì nella fase successiva di mercato secondario, in cui il titolo, già in possesso dell'investitore, viene negoziato con altro investitore.

Si tratta di una modalità di vendita del tutto legittima, che, peraltro, deve avvenire secondo regole estremamente dettagliate contenute nel t.u.f. e nella regolamentazione attuativa emanata dalla Consob per disciplinare l'attività degli intermediari finanziari. A quest'ultima categoria appartengono anche le banche, quali *soggetti abilitati alla sollecitazione all'investimento*, cioè all'offerta al pubblico o sottoscrizione di prodotti finanziari, tra i quali rientrano le obbligazioni negoziabili sul mercato dei capitali (art. 18 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58).

Infatti, la rigorosa disciplina di vigilanza sia regolamentare che informativa ed ispettiva contenuta nel d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (t.u.b.) per assicurare un regime di ampia garanzia per tutto quanto possa riguardare stabilità finanziaria, sana e prudente gestione dell'impresa ed ogni ulteriore necessità di *investor protection*, assicurata dal rispetto del principio di trasparenza sancito dall'art. 11 t.u.b. nell'esercizio dell'attività creditizia e ribadita dalla norma di rinvio contenuta nel 4° comma dell'art. 19 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.), che stabilisce la stretta correlazione esistente tra i requisiti occorrenti per svolgere l'attività bancaria in senso tecnico e i requisiti di affidabile ingresso dell'ente creditizio, quale soggetto polifunzionale, nel settore dell'intermediazione finanziaria non bancaria.

Ed invero, i servizi di investimento costituiscono prestazione professionale che si riceve mediante la conclusione di contratti assoggettati ad una speciale disciplina nella misura resa necessaria da motivate esigenze di tutela degli investitori « risparmiatori ».

In linea di principio valgono le disposizioni che per i contratti « relativi alla prestazione dei servizi di investimento » si sono stabilite con l'art. 23 t.u.f. Si tratta di disposizioni che integrano (o talvolta sostituiscono) le norme codicistiche della disciplina del contratto ed a tutela degli investitori « risparmiatori ». A tale fine operano anche le norme di disciplina generale del contratto pensate secondo una

più generale *ratio legis* di protezione dei contraenti in posizione inevitabilmente più debole, che concludono contratti con un professionista (dall'art. 1469-bis all'art. 1469-sexies c.c.), caratterizzati da ampia discrezionalità dell'agire dell'impresa gestore.

Tale normativa di vertice del sistema costituita dagli artt. 21-25 t.u.f., preordinata agli scopi di *correttezza e trasparenza dei comportamenti*, alla *sana e prudente gestione dei soggetti abilitati*, avendo riguardo alla *tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario* è poi integrata dai regolamenti emessi dalla Banca d'Italia e dalla Consob nell'esercizio dell'attività di vigilanza nelle sfere di rispettiva competenza assegnate dalla *basic rule*, contenuta nell'art. 5 t.u.f.

Tale norma costituisce il fondamento della legittimazione della Consob a stabilire regole di circostanziata integrazione della forma e del contenuto dei contratti di investimento, nell'esplicazione del ruolo di *law maker* per quanto riguarda la competenza in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti assegnata e concretamente assunta con le prescrizioni a tutela dell'investitore contenute nel regolamento del 1° luglio 1998, n. 11522, poi modificato con la Delib. n. 1382 dell'aprile del 2001, che molto aggiungono a quanto previsto dalle norme di fonte primaria a tutela degli investitori.

L'art. 21 t.u.f. impone agli intermediari nell'attività di servizi di investimento ed accessori di:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

Tali regole, dettate secondo il modello della nomina pluralista dianzi descritta, configurano un regime multiforme e sempre aperto alla concreta regolamentazione di funzionamento del mercato deliberata dalla Consob, tenendo conto, in ossequio del 2° comma dell'art. 6 t.u.f., delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza dei medesimi. Quali operatori di mercato siano da considerare professionalmente qualificati si legge nell'art. 51 del regolamento e tra essi non rientrano gli odiermi attori che devono considerarsi investitori *outsider*, investitori *risparmiatori*, che non hanno esperienza professionale di mercati finanziari e alla cui tutela operano numerose regole di salvaguardia. La convenuta assume la piena legittimità delle operazioni compiute sottolineando che la richiesta di acquisto è stata formulata dal cliente e che essa ha passivamente accettato detta richiesta e che non aveva a disposizione alcuno strumento per non dare seguito all'operazione avendo l'acquirente reso la dichiarazione di cui all'art. 28 t.u.f.

In realtà i doveri imposti alla banca si sostanziano essenzialmente nel *dovere di informarsi e nel dovere di informare*.

Nel caso concreto, la violazione da parte della convenuta di tali doveri è consistita, in primo luogo, nella violazione delle regole generali di comportamento sancite dall'art. 21, 1° comma, lett. d), t.u.f.: « disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi » e dall'art. 26 Delib.

Consob n. 11522 del 1998, tra le quali assume rilievo primario nella presente controversia quello di cui alla lett. e) « Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare... e) acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire ». Tale disposizione pone a carico degli intermediari e nell'interesse degli investitori un obbligo di conoscenza, che è più della semplice informazione, sui prodotti da loro offerti, conoscenza che si estende alla loro provenienza, alla situazione degli stessi nei mercati, alla loro destinazione tra il pubblico dei consumatori. Va sottolineato che si tratta di conoscenza che l'investitore risparmiatore, per esperienza, per cultura e per diverso campo lavorativo non potrà mai acquisire, pervenendo ad un giudizio completo sulla operazione finanziaria che si appresta a sottoscrivere. Tanto più, se si considera che la negoziazione in esame è stata posta in essere nel periodo di *grey market* (dalla data di lancio alla data di primo regolamento) e quindi in epoca antecedente alla prima fisica possibile consegna del titolo e in assenza di *rating*.

Hanno dedotto gli attori che: « La seconda emissione effettuata in data 6 febbraio 2001... viene descritta da parte della BPL come *mentivole di un giudizio positivo*. Per la prima, di epoca antecedente, i funzionari della banca che proposero l'acquisto espressero *analoga valutazione* ».

I fatti dedotti da considerare provati ai sensi dell'art. 15 d. lgs. n. 5 del 2005 evidenziano che la banca si è del tutto sottratta al dovere di informarsi in ordine alla tipologia e affidabilità del titolo e, dunque, al livello relativo di adeguatezza e, comunque, ha assunto in tale attività un comportamento non diligente e non rispondente al *need of protection* degli investitori non professionali. Infatti, riguardo alla seconda emissione, la banca non ha ottemperato al dovere di produrre la relativa *offering circular* lasciando del tutto ingiustificata ed immotivata la descrizione con esito positivo contenuta nel documento 8 prodotto dagli attori. Riguardo alla prima emissione, la lettura della *offering circular* prodotta dalla banca in ottemperanza dell'ordine di esibizione emesso dal Collegio evidenzia che la valutazione positiva fornita dai funzionari della banca si rivela estremamente lacunosa ed ingiustificata e non corrisponde alla tipologia dei titoli emessi concretamente desumibile dalla *offering circular*, nella quale si legge che, in base al livello di indebitamento raggiunto ed al livello di capacità produttiva di Chiro: « Non ci può essere nessuna garanzia che Chiro produrrà nelle prossime operazioni flussi di cassa sufficienti a soddisfare il suo debito e a consentire di effettuare i necessari investimenti in conto capitale » (p. 17, 2° cpv.). La *offering circular* detta inoltre regole molto rigorose in materia di vendita e di sottoscrizione muovendo dal presupposto che l'offerta delle obbligazioni non è stata registrata presso la Consob (p. 42 penult. cpv.) e di tali regole la convenuta non ha tenuto adeguatamente conto.

La violazione da parte della convenuta degli obblighi a suo carico è consistita, in secondo luogo, nel non avere acquisito dai clienti le informazioni necessarie per servire al meglio i loro interessi o nell'averle trascurate nel concreto svolgimento del servizio, che avrebbe dovuto essere conforme a quei principi di diligenza, correttezza e trasparenza, imposti dalla lett. d) dell'art. 21 t.u.f. e da espresse e generali prescrizioni del codice civile (art. 1337 c.c.), essendo dovere professionale dell'intermediario richiedere notizie al cliente quanto all'esperienza di investitore in strumenti finanziari e alla sua situazione patrimoniale anche con riferimento a propensione al rischio e ad obiettivi di portafoglio.

L'art. 28, 1° comma, lett. d) del regolamento Consob prevede che gli intermediari devono: « a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento nonché

circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui all'art. 30 ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore ». Tale rifiuto, peraltro, non è sufficiente ad escludere la responsabilità del professionista in quanto la relativa acquisizione non può assumere il significato di un esonero o di una limitazione di responsabilità dell'intermediario nei confronti dell'investitore non professionale, dovendo la relativa dichiarazione essere interpretata in modo tale da essere compatibile con i principi sanciti dal nostro ordinamento a tutela del risparmiatore, che sanciscono l'invalidità di clausole finalizzate a tale scopo. Infatti, l'art. 29 del regolamento Consob impone agli intermediari di astenersi dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. A tal fine dispone il 1° comma dell'art. 29 Delfb. Consob n. 11522 del 1998 che: « Gli intermediari finanziari si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. Ai fini di cui al 1° comma, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'art. 28 e di ogni altra informazione disponibile in ordine ai servizi prestati ». Conseguentemente, l'acquisizione della dichiarazione di cui all'art. 28 non esaurisce l'obbligo di diligenza imposto all'intermediario per dare corso all'operazione, dovendo questi tenere conto di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati. Inoltre, è opinione diffusa nella prassi ed in dottrina che l'acquisizione delle notizie previste dall'art. 28, lett. a), non è decisiva per stabilire se l'intermediario debba procedere o debba astenersi dall'operazione per inadeguatezza della stessa. Al riguardo, con comunicazione n. DI/30396 del 21 aprile 2000 la Consob ha precisato: « ... in nessun caso gli intermediari sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dai clienti, neanche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione patrimoniale o finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio: nel caso la valutazione andrà condotta in ossequio dei principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es. età, professione, presumibile propensione al rischio anche alla luce della progressa ed abituale operatività, situazione del mercato...) ». Orbene, trattandosi di soggetti titolari di conti correnti presso la banca, le altre notizie in possesso dell'intermediario rendevano chiaro che si trattava di soggetti nei cui confronti l'operazione di negoziazione proposta non fosse adeguata sia in relazione alla loro situazione patrimoniale sia in relazione alla scarsa propensione al rischio. Si deve, conseguentemente, ritenere che l'intermediario è venuto meno all'obbligo di curare l'interesse dell'investitore, obbligo che costituisce espressione del generale principio di correttezza e buona fede e si spinge sino al punto di imporre al primo di valutare l'adeguatezza di ogni operazione disposta dal secondo (art. 29 reg. Consob n. 11522 del 1998). Né vale a soddisfare tale esigenza di tutela del risparmiatore la circostanza che agli investitori sia stato consegnato il documento sui rischi generali degli investimenti finanziari, trattandosi di informativa del tutto generica che non garantisce quella conoscenza concreta ed effettiva del titolo negoziato che l'intermediario deve assicurare in modo da rendere il cliente capace di tutelare il proprio interesse e di assumersi consapevolmente i rischi dell'investimento compiuto. Il comportamento non diligente assunto dagli operatori nello svolgimento della attività negoziale è emerso dall'interrogatorio libero degli attori, che hanno dichiarato di avere sottoscritto i documenti consegnati dalla controparte senza sapere cosa stesso firmando.

Infatti, la norma regolamentare in materia dispone che in presenza di una operazione non adeguata l'intermediario debba astenersi dal dare esecuzione all'operazione se prima non abbia avvertito l'investitore e ottenuto dal medesimo l'espresa autorizzazione ad agire ugualmente.

L'adempimento di questo obbligo è funzionale alla realizzazione del migliore risultato possibile per il cliente: risultato che dunque va inteso non in senso assoluto ma (come specificato anche nell'art. 26, lett. f), del suddetto regolamento) in relazione al rischio prescelto per sé da ciascun investitore.

Ha osservato autorevole dottrina che la sola ipotesi in cui tali obblighi di valutazione dell'adeguatezza e di correlata astensione dall'agire non si applicano è quella in cui il servizio prestato si limiti alla mera esecuzione o trasmissione degli ordini dell'investitore, senza che sia fornita dall'intermediario alcuna indicazione circa le operazioni da effettuare e sempre che vi sia stata da parte dell'intermediario una preventiva individuazione scritta dei limiti quantitativi e delle tipologie di strumenti finanziari, di operazioni e di ordini entro i quali le operazioni sono considerate automaticamente adeguate (c.d. *execution only*). Se invece il servizio di negoziazione o quello di ricezione e trasmissione di ordini sono abbinati ad una consulenza anche solo illustrativa o strumentale, l'intermediario svolge comunque un ruolo attivo nel processo formativo della volontà dell'investitore e risorge perciò nella sua piena responsabilità di valutazione dell'adeguatezza e di conseguente astensione, pena, altrimenti, la violazione di una regola di diligenza prescritta dall'ordinamento. Nel caso in esame, questa attività di consulenza sia pure meramente strumentale e promozionale, deve ritenersi avvenuta avendo gli attori sia nel loro interrogatorio libero sia nell'atto di citazione affermato di essersi indotti all'acquisto di titoli su indicazione dei funzionari preposti, non avendo essi alcuna possibilità di conoscere altrimenti tali titoli, in quanto la relativa negoziazione è avvenuta in periodo di *grey market*.

Accertata la violazione dei doveri di informarsi e di informare incombenenti sulla banca negoziatrice e, in particolare, l'omessa informazione sulle caratteristiche dei titoli venduti, sulla non destinazione primaria ai risparmiatori e sul gruppo cui appartengono le emittenti, ritiene il Tribunale che meriti accoglimento la domanda di risarcimento dei danni proposta dagli attori, nei limiti di seguito precisati, essendo applicabile il 6° comma dell'art. 23 t.u.f. a stregua del quale: « Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di avere agito con la diligenza richiesta ». Nel caso in esame la convenuta si è del tutto sottratta a detto onere.

Al riguardo, gli attori richiamano opportunamente quell'insegnamento giurisprudenziale secondo il quale la violazione dell'obbligo del venditore di informare costituisce inadempimento in quanto: « nei contratti con prestazioni corrispettive i doveri di correttezza, di buona fede e di diligenza, di cui agli artt. 1358, 1374, 1375 e 1175 c.c. si estendono anche alle cosiddette obbligazioni collaterali di protezione, di informazione, che presuppongono e richiedono una capacità discrezionale e una disponibilità cooperativa e, quindi, nel tenere conto delle controparti all'acquisto. Tali doveri ed obblighi impongono che l'intermediario, anzitutto, si preoccupi dell'esatta specificazione delle caratteristiche del bene compravenduto al momento dell'acquisto » (Cass. 16 novembre 2000, n. 14865).

L'insegnamento richiamato assume significato peculiare nella negoziazione dei prodotti finanziari, che devono avvenire secondo regole di diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti, specificate nel t.u.f. e nel regolamento attuativo della Consob in maniera così rigorosa e dettagliata da rendere i relativi contratti « *tipizzati* » secondo una terminologia proposta in dottrina, in quanto i doveri di informazione richiesti agli intermediari si pongono come obbligazioni di carattere primario, il cui adempimento deve essere valutato a stregua dell'art. 1176, 2° comma, c.c., nel quale è indicato il criterio di determinazione della specifica diligenza richiesta nell'adempimento da parte di chi svolge attività professionale.

La violazione delle regole di informazione e di valutazione dell'adeguatezza dell'operazione proposta ai clienti risparmiatori costituisce inadempimento imputabile all'intermediario e trattandosi di regole di comportamento esplicitamente codificate nell'interesse del cliente l'inadempimento è da porsi in relazione causale con l'evento dannoso. Ricade sull'intermediario l'onere di provare che tra la violazione ed il danno non vi è alcun nesso di causalità, dimostrando che il danno è derivato da eventi estranei alla sua sfera di azione e la convenuta nulla ha dedotto né ha chiesto di provare al riguardo.

La convenuta non ha neppure contestato la sussistenza del danno, che risulta evidente sol che si consideri come le obbligazioni non siano più negoziabili sul mercato e, alla luce di ragionevoli previsioni, non appaiano, allo stato, suscettibili di rimborso.

Nel rassegnare le conclusioni definitive gli attori hanno richiesto la determinazione del danno in misura: « pari alla somma corrisposta per l'acquisto delle obbligazioni ovvero nella misura che verrà determinata in corso di causa, anche in via equitativa » e nell'illustrare tali conclusioni nella memoria conclusoriale depositata il 6 luglio 2004 hanno chiarito che il danno arrecato è « pari al corrispettivo pagato per le obbligazioni » per la cui commissurazione il lucro cessante è risarcibile nella misura del reddito che sarebbe derivato da forme alternative di investimento, alle quali gli investitori avrebbero fatto ragionevolmente ricorso.

Orbene, ritiene il Tribunale che sia acquisita agli atti la prova della prima voce di danni, mentre per la seconda, l'assenza di qualsiasi elemento attuale non consenta alcuna liquidazione, neppure di carattere equitativo, non potendo farsi ragionevoli previsioni, in mancanza di elementi presuntivi o di fatti di comune esperienza, in ordine a « forme alternative di investimento » in relazione alla categoria di investitori *outsider* alla quale appartengono gli attori, che si sottrae a qualsiasi forma di generalizzazione. Deve essere, infine, respinta la domanda di annullamento del contratto per errore o dolo, non essendovi alcuna prova che la convenuta abbia artificialmente indotto gli attori ad acquistare i titoli obbligazionari in questione per arrecare ad essi un danno, tale prova non potendosi certamente desumere dalla obiettiva situazione di forte indebitamento del Gruppo Cirio e dalla posizione di creditrice dello stesso rivestita dalla convenuta.

Le spese seguono la soccombenza e si liquidano in dispositivo.

P.o.m. — Il Tribunale, definitivamente pronunciando,

— dichiara la responsabilità della convenuta Bipielle società di gestione credito s.p.a. nella qualità di procuratrice speciale di Banca Popolare di Lodi s.c. a r.l. per non avere agito con la specifica diligenza richiesta dall'art. 23, 6° comma, d. lgs. n. 58 del 1998 e la condanna a pagare: a Calzini Paolo euro 20.005,42; a Frisoni Umberto e Calzini Anna euro 5.004,07; a Menghini Patrizia Maria e Volpato Mauro euro 15.015,73; a Maddonni Fulvia e Rizzo Alfredo euro 10.004,52; a Parisi Maria Tecla euro 10.004,52; a Fantoni Bruna euro 9.994,52; in tutti i casi oltre interessi legali dal 3 febbraio 2004;

— respinge ogni altra domanda.

— condanna la convenuta al pagamento delle spese processuali, che liquida in favore degli attori complessivamente in euro 5.500,00, di cui euro 1.500,00 per competenze ed euro 3.500,00 per onorari, oltre IVA, CPA e 12,5% rimborso spese generali.

(13) **Vendita alla clientela privata di euroobbligazioni collocate presso investitori professionisti.**

SOMMARIO: 1. La prassi e le regole sull'emissione di euroobbligazioni. — 2. (Segue): il collocamento presso gli investitori istituzionali ed il ruolo della c.d. *offering circular*. — 3. (Segue): lo svolgimento delle negoziazioni nella fase del *grey market*. — 4. La nozione di sollecitazione all'investimento e l'esenzione dalla relativa disciplina in caso di offerta di prodotti finanziari rivolta ai soli investitori istituzionali. — 5. La successiva vendita di obbligazioni agli investitori *retail*. Il pericolo di elusione della disciplina della sollecitazione all'investimento. Gli orientamenti della Consob. — 6. La responsabilità degli intermediari per violazione delle norme sulla sollecitazione all'investimento. Il problema della ripartizione dell'onere della prova. — 7. La normativa statunitense in tema di collocamenti presso investitori istituzionali. La vendita delle « *restricted securities* ». — 8. L'esclusione della nullità del contratto di acquisto di titoli obbligazionari tra intermediari e clienti. L'ammissibilità del rimpiego del risarcimento del danno. — 9. La violazione degli obblighi di informazione degli intermediari nei confronti degli investitori. Attività di *execution only* e dovere di consulenza. — 10. Opportunità di una disciplina (primaria e secondaria) della circolazione di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali.

1. *La prassi e le regole sull'emissione di euroobbligazioni.* — Nell'ormai nutrito novero di decisioni giurisprudenziali in tema di responsabilità delle banche per violazione della disciplina sui servizi di investimento (1), la sentenza in epigrafe si segnala per l'attenzione rivolta ai profili di compatibilità fra la vendita di euroobbligazioni (2) alla clientela privata (c.d. *retail*) e le norme sull'appello al pubblico risparmio.

Per introdurre più agevolmente al problema affrontato, relativo alla legittimità dei contratti di acquisto di *bond* Cirio stipulati dalla banca con i propri clienti senza previa pubblicazione del prospetto informativo, può essere utile richiamare brevemente la prassi e le regole sulle emissioni obbligazionarie all'interno del c.d. *euromercato* (3).

(1) Fra le sentenze sinora edite, v. Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno resp.*, 2005, 604 ss.; Trib. Napoli, 22 marzo 2005, in *Contr.*, 2006, 113 ss.; Trib. Genova, 15 marzo 2005, in *Danno resp.*, 2005, 609 ss.; Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, in *Società*, 2006, 203 ss.; Trib. Viterbo, 7 dicembre 2004, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, II, 679 ss.; Trib. Mantova, 1° dicembre 2004, in *Danno resp.*, 2005, 614 ss.; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, *ibid.*, 2005, 618 ss.; in questa *Rivista*, 2005, II, 480 ss.; in *Contr.*, 2005, 5 ss.; in *Giur. it.*, 2005, 754 ss.; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, *ibid.*, 2004, 754 ss.; in *Contr.*, 2005, 585 ss.; Trib. Taranto, 28 ottobre 2004, in questa *Rivista*, 2005, II, 506 ss.; in *Giur. it.*, 2005, 755 ss.; in *Foro it.*, 2005, I, 896 ss.; Trib. Monza, 14 ottobre 2004, in *Contr.*, 2005, 115 ss.; Trib. Milano, 7 ottobre 2004, in *Foro it.*, 2005, I, 897 ss.; in *Giur. it.*, 2005, 754 ss.; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in questa *Rivista*, 2004, II, 690 ss.; in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, II, 440 ss.; in *Giur. it.*, 2004, 2124 ss.

(2) Possono identificarsi come euroobbligazioni i titoli che: i) sono assunti a fermo e distribuiti da un sindacato di cui almeno due membri abbiano sede in Stati diversi; ii) sono offerti in misura significativa in uno o più Stati diversi da quello in cui ha sede l'emittente; iii) possono essere sottoscritti o acquistati inizialmente soltanto attraverso una banca o altra istituzione finanziaria (BANCA D'Italia, *Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane*, ottobre 2005, in *www.bancaditalia.it*, 5).

La nozione è puntualmente ripresa, nell'ordinamento tedesco, dal § 4, Abs. 2, del *Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz* (*WertpSpG*), ai fini dell'esonero dell'offerta dei c.d. *Euro-Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz* (*VerkSpG*), al riguardo, Herdebach, *Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz*, in Schwab (Hrsg.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, München, C.H. Beck, 2004, I Abschn., § 4, Rdnr. 4-8; Waldbeck-Süßmann, *Die Anwendung des Wertpapier-Verkaufsprospektgesetzes*, in WM, 1993, 363.

(3) L'euromercato, la cui nozione discende dalla Direttiva 89/298/CEE, del 17 aprile 1989, per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari, rappresenta uno dei comparti in cui può essere suddiviso il mercato finanziario obbligazionario, costituito a sua volta da emissioni in larga parte collocate al di fuori del paese di residenza dell'emittente, distribuite attraverso un sindacato di collocamento e quotate su uno o più mercati borsistici: BANCA

con particolare riguardo al collocamento delle obbligazioni medesime presso banche ed investitori professionali.

Questo tentativo di inquadramento aiuterà a comprendere perché al crescente interesse degli emittenti italiani per l'euromercato (9) — coincidente nella maggior parte dei casi con la quotazione alla Borsa di Lussemburgo (9) — faccia riscontro la preoccupazione di un affievolimento delle condizioni di trasparenza necessarie per la tutela degli investitori privati (e non solo di essi) (9).

Una riprova di quanto si è appena detto discende dalla circostanza che l'euromercato opera, di fatto, come mercato del primo collocamento cui non segue, di regola, un'effettiva — o, quanto meno, documentabile — attivazione di scambi sul mercato secondario (7).

2. (Segue): *Il collocamento presso gli investitori istituzionali ed il ruolo della c.d. offering circular.* — È facile constatare che le operazioni di euromercato si caratterizzano per l'utilizzazione della modalità del *private placement*, consistente nel collocamento dei titoli obbligazionari presso investitori professionali in genere già noti all'emittente (9).

D'FRALLA, (nt. 2), 5; cfr., inoltre, HARTWIG-JACOB, *Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen*, München, C.H. Beck, 2001, 16 s.

(9) L'orientamento degli emittenti italiani a collocare i prestiti obbligazionari sull'euromercato, anziché sui mercati domestici, deriva dal venir meno del rischio di cambio, nonché dai vantaggi implicitamente connessi ad una maggiore « visibilità » internazionale, come pure ad una regolamentazione meno stringente e meno onerosa: cfr., al proposito, BANFI-DI PASQUALE, *L'offerta di titoli di debito privati in Italia*, in BANFI-ONADO (a cura di), *I mercati dei titoli di debito privato*, Torino, Iesdi, 2002, 25 ss.

(9) Si nota che la quotazione dei titoli presso la Borsa di Lussemburgo non solo richiede costi minori e comporta una migliore tempistica rispetto alla quotazione presso i mercati domestici, ma permette anche di far risultare il *bond* in euro quotato sin dalla data di emissione: v. sul punto, ZUCCHELLI, *Il mercato primario dei titoli di debito privati*, in BANFI-ONADO (a cura di), *I mercati dei titoli di debito privato*, (nt. 4), 100; sulle caratteristiche della piazza lussemburghese la quale, oltre ad attrarre la maggior parte dei prestiti obbligazionari, è anche una delle destinazioni preferite per la custodia dei titoli, cfr., altresì, BANFI-DI PASQUALE, (nt. 4), 9 s.; per l'osservazione che — di là dalla volontà di sottrarsi ai limiti all'emissione di obbligazioni posti dalla legislazione italiana anteriormente alla riforma del diritto societario le v., al riguardo, BIANCHI-GIANELLI, *Riforma del diritto societario e corporate bond*, in PINARDI (a cura di), *Il mercato dei Corporate Bond in Italia*, Milano, Egga, 2003, 57 s.] — non sia possibile ravvisare intenti elusivi o decettivi nella scelta di domiciliare il prestito obbligazionario in un mercato regolamentato dell'Unione europea, ONADO, *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla metà*, in *Mercato conc. reg.*, 2003, 520; ravvisa invece nelle emissioni di *Cirio bond* sull'euromercato chiari propositi di sfuggire alle norme sulla raccolta del risparmio presso il pubblico, essendo le stesse — come vedremo — prive di *rating*, oltre che del prospetto informativo. FINAMANO, *I casi Cirio e Parmalat: regole ed eccezioni?*, in RISPOLI FARINA (a cura di), *La vigilanza sul mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 2005, 103.

(9) Sul tema della trasparenza nel mercato obbligazionario, in una prospettiva di tutela non soltanto degli interessi degli investitori (individuali e non), ma anche della « funzione pubblica » connessa alla formazione dei prezzi e, in ultima analisi, di sviluppo dei mercati e di crescita dell'efficienza di strumenti di finanziamento delle imprese alternative al ricorso al sistema bancario, cfr. diffusamente BANFI-DI PASQUALE, (nt. 4), 27 s.; PINARDI, *Dimenticare delle imprese, Basilea II ed emissioni obbligazionarie*, in Id. (a cura di), *Il mercato dei Corporate Bond in Italia*, (nt. 5), 25.

(7) Per la dimostrazione di questo assunto, cfr. BANFI-DI PASQUALE, (nt. 4), 12 e 27. (9) Per la constatazione che l'emissione ed il collocamento di euroobbligazioni avvengono sempre ed esclusivamente secondo le modalità proprie di un « classamento istituzio-

Può anzi ravvisarsi l'esistenza di una stretta interrelazione fra le modalità di emissione e di collocamento di euroobbligazioni e l'intervento di investitori professionali: per un verso, infatti, l'emissione sull'euromercato sembra agevolare il c.d. « classamento » presso questi ultimi (9); per l'altro, ed in una prospettiva in un certo senso complementare alla prima, costoro rivestono un ruolo determinante per il successo dell'operazione (9).

Quando alla procedura di collocamento, esso avviene tradizionalmente per il tramite di un sindacato di sottoscrizione, composto da una banca *lead manager*, la quale riceve il mandato direttamente dall'emittente, provvedendo a sua volta a contattare altri soggetti che collaborano nell'organizzazione dell'operazione e compongono il *marketing group* (11).

Nel contempo, possono essere chiamati a partecipare al consorzio altri intermediari potenzialmente interessati a rivestire il ruolo di *underwriters*, ossia di sottoscrittori e/o di *sellers*, responsabili unicamente della vendita dei titoli presso gli investitori (12).

Un rilievo non secondario nell'economia dell'operazione è rivestito dall'*offering circular* o *information memorandum*, documento informativo redatto per l'offerta agli investitori professionali, nel quale si riassume le caratteristiche e gli obiettivi dell'emissione.

L'*offering circular*, pur presentando profili di appello al pubblico risparmio, non costituisce mai un prospetto di sollecitazione, essendo piuttosto un prospetto di quotazione di strumenti finanziari contestualmente oggetto di diffusione (13), normalmente redatto in lingua inglese secondo i criteri previsti dalla corrente regolamentazione delle

« che vede coinvolti, in qualità di eventuali soggetti oblati, i c.d. investitori qualificati, cfr., fra gli altri, ZUCCHELLI, (nt. 5), 127; nonché WOOD, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, London, Sweet & Maxwell, 1995, 282. Ed è appena il caso di osservare come il *private placement* contribuisca ad assicurare non solo costi e tempi più ridotti rispetto al collocamento pubblico (GERANIO-ZANOTTI, *Le operazioni sul mercato del debito: corporate bonds e prestiti sindacati*, in FORESTIERI (a cura di), *Corporate e investment banking*, Milano, Egga, 2003, 248 s.) ma anche una maggiore flessibilità ed adattabilità sia alla struttura finanziaria delle imprese sia al mutare delle condizioni di mercato (HARTWIG-JACOB, (nt. 3), 65].

(9) BANFI-DI PASQUALE, (nt. 4), 26.
(10) GERANIO-ZANOTTI, (nt. 8), 249.

(11) Riguardo al ruolo di *gatekeepers* delle banche che organizzano le emissioni obbligazionarie, specialmente in qualità di *lead manager*, chiamate a valutare, nell'interesse degli investitori e del mercato, le migliori condizioni dell'emissione ed a compiere ogni sforzo per garantire la veridicità delle informazioni richieste, cfr. ONADO, (nt. 5), 529; nonché PISANI MASSAMORILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, I, 785 ss.

(12) Sulla procedura di emissione e di collocamento sul mercato primario nota come euromercato, v. GERANIO-ZANOTTI, (nt. 8), 250; nonché PAGONI, *Negoziazione e collocamento « riservato » come modelli alternativi di offerta di prodotti finanziari*, in *Società*, 2003, 159 s.; e sulle questioni giuridiche connesses alla costituzione ed all'operatività di un consorzio di emissione e di collocamento internazionale, sull'opportunità di un approccio analitico ad esse e sul rilievo della distinzione tra offerta al pubblico e *private placement*, (SCHWINTOWSKI-SCHÄFER, *Bankrecht Commercial Banking - Investment Banking*, Köln-Berlin-Bonn-München, Carl Heymanns, 2004, § 23, Rdnr. 135-136.

(13) Cfr., sul punto, HARTWIG-JACOB, (nt. 5), 64 s., il quale segnala come gli strumenti finanziari oggetto di collocamento privato — pur potendo essere scambiati fra operatori professionali fuori dai mercati regolamentati — presentano una limitata fungibilità, cui corrisponde spesso un più elevato rendimento quasi come « premio di illiquidità ».

principali piazze finanziarie di quotazione delle euroobbligazioni (Londra e, come si è già detto, Lussemburgo) e dalla prassi dell'euromercato⁽¹⁴⁾.

Le banche destinatarie dell'*offering circular* hanno un breve lasso di tempo (di solito una settimana) per decidere se aderire all'operazione, in quale ruolo e per quale quantità di titoli.

5. (Segue): lo svolgimento delle negoziazioni nella fase del *grey market*. — Premie segnalate come, in risposta alla condizione di incertezza circa il prezzo dei titoli nella quale possono trovarsi le banche potenzialmente interessate ad aderire all'operazione in veste di *underwriters* e di *sellers*⁽¹⁵⁾, si sia diffusa a partire dagli anni Ottanta la pratica di consentire una serie di contrattazioni *over the counter*, nella fase di *grey market* o *pre-mercato*⁽¹⁶⁾, finalizzate allo scambio dei titoli di prossima emissione⁽¹⁷⁾.

L'esistenza del *grey market*, intercorrente fra l'annuncio di una nuova emissione ed il *pricing* definitivo, permette di avere una prima indicazione circa il gradimento espresso dal mercato sul titolo in emissione⁽¹⁸⁾ e si rivela vantaggiosa per gli intermediari partecipanti al sindacato, i quali possono guadagnare commissioni di *underwriting* e di *selling* svendendo sul mercato grigio i titoli che avrebbero dovuto collocare sul mercato primario.

Più esattamente, la vendita sul mercato grigio permette agli *underwriters* di ridurre il rischio di un mancato completamente dell'offerta, mentre comporta per i *sellers* un minore sforzo commerciale e distributivo rispetto al mercato degli investitori finali.

D'altro canto, poiché i prezzi vengono espressi in questa fase in termini di sconto

(14) A proposito della rilevanza e del contenuto di tale documento informativo nell'ambito di un'operazione di emissione di euroobbligazioni, nonché sui profili di responsabilità del *lead manager*, cfr. ampiamente ZUCCHELLI, (nt. 5), 127 ss.; nonché PISANI MASSA-MORALE, (nt. 11), 794.

(15) La condizione di incertezza è duplice, dal momento che durante il periodo di sottoscrizione il prezzo definitivo non è ancora conosciuto e, una volta che esso sia stato fissato, potrebbero verificarsi nella fase di mercato primario movimenti sfavorevoli dei tassi tali da rendere difficoltosa la conclusione del collocamento; e v., per questa notazione, GERANIO-ZANOTTI, (nt. 8), 251.

(16) Non è un caso che in Germania la parola « *Grünmarkt* » sia usata talvolta — in alternativa alla locuzione « *grauer Kapitalmarkt* » — per indicare il mercato dei capitali non organizzato inteso come insieme delle transazioni che si svolgono fuori della borsa (HARTWIG-JACOB, (nt. 3), 14, nt. 67); e che, dinnanzi all'interesse pressoché esclusivo del legislatore per i mercati regolamentati, sia stata la giurisprudenza teorica e pratica a farsi carico dell'istanza di tutela dell'investitore nel mercato grigio; cfr. KUMPEL, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, Köln, Dr. Otto Schmidt, 2004, Rdn. 8.155; PEULNER-KOENIGER, *Handel per Erwerben - Rechtliche Rahmenbedingungen beim Kauf von Neuemissionen auf dem Grünmarkt*, in *WM*, 2002, 781 ss.

(17) Giova precisare che le negoziazioni attuate nella fase di pre-mercato sono soggette alla possibilità che l'emittente ritiri il prestito nel periodo intercorrente tra la fase del lancio e quella del regolamento (*settlement*), rendendole così inefficaci (PAGNONI, (nt. 12), 160). Da ciò la pratica di consentire accordi di massima su una base « *if and when issued* » (HARTWIG-JACOB, (nt. 3), 13), sebbene l'ipotesi di un ritiro del prestito si realizzi molto raramente e solo nel caso in cui le condizioni di mercato siano divenute improvvisamente molto sfavorevoli. Va, infatti, sottolineato che l'annuncio informale di emissione avviene dopo il completamento di un'analisi aziendale e settoriale, ovvero dopo uno studio di fattibilità da parte di uno o più *lead manager*; e v., al proposito, ZUCCHELLI, (nt. 5), 139.

(18) D'altro canto, è sulla base di tali indicazioni che viene fissato il prezzo di emissione e si procede a concordare la distribuzione. Questo accade senza assunzione di alcun rischio relativo alla vendita degli strumenti finanziari in capo ai partecipanti al sindacato; cfr. Beck, *Wertpapierhandelsgesetz*, in SCHWAB (Hrsg.), *Kapitalmarktrecht-Kommentar*, (nt. 2), I Abschn., § 2, Rdn. 30.

rispetto al prezzo finale che sarà deciso dall'emittente, lo scambio risulta appetibile finché le commissioni richieste per la partecipazione al sindacato siano superiori rispetto allo sconto praticato sul mercato grigio⁽¹⁹⁾.

Sotto altro aspetto, la circostanza che gli altri membri del sindacato (*underwriters* o *sellers*) possono trattare la propria posizione sul *grey market*, implica l'esposizione della banca *lead manager* al rischio di prezzo⁽²⁰⁾. Quest'ultima, se il titolo è stato collocato sul mercato primario ad un prezzo fisso, mentre le contrattazioni sul mercato grigio sono avanzate a livelli più bassi, può essere costretta ad intervenire sul mercato secondario per stabilizzare il prezzo⁽²¹⁾. In tal caso, la banca *lead manager* metterà in atto operazioni di acquisto dei titoli al fine di contrastare la tendenza al ribasso delle quotazioni di mercato e di salvaguardare la propria reputazione⁽²²⁾.

4. La nozione di sollecitazione all'investimento e l'esenzione dalla relativa disciplina in caso di offerta di prodotti finanziari rivolta ai soli investitori istituzionali. — Da quanto sin qui detto emergono talune indicazioni utili ai fini della nostra analisi.

Si è visto come il ricorso al *private placement* e l'assenza sulle piazze finanziarie di riferimento degli *eurobond* (Londra e Lussemburgo) di un obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati abbiano determinato il pressoché totale svolgersi delle negoziazioni su euroobbligazioni nel segmento *over the counter*, ossia l'attuazione di contrattazioni dirette fra i vari operatori di mercato o condotte all'interno di sistemi di scambi organizzati⁽²³⁾, accessibili soltanto agli operatori istituzionali⁽²⁴⁾.

È alla luce di queste osservazioni che la disciplina italiana in materia di emissione

(19) GERANIO-ZANOTTI, (nt. 8), 251.

(20) Lo sviluppo del *grey market*, nel quale le negoziazioni vengono effettuate dai *brokers* sulle rispettive pagine *Reuters*, ha modificato sensibilmente la posizione del *lead manager*, il quale non era esposto in precedenza a rischi di oscillazioni indesiderate dei prezzi (ZUCCHELLI, (nt. 5), 139 s.). In effetti, le negoziazioni sul mercato grigio svolgono tipicamente una funzione di arbitraggio, in quanto favoriscono il processo di formazione del prezzo al momento della prima quotazione, differenziandolo eventualmente da quello di emissione (ONADO, (nt. 5), 532; e sul coinvolgimento dell'investitore nel meccanismo di formazione del prezzo, come pure sul maggior grado di trasparenza reso possibile dal c.d. *bookbuilding* ovvero dalla fase di *pre-mercato*, cfr. (SCHWINTOSKI-SCHÜFER, (nt. 12), § 23, Rdn. 74; KUMPEL, (nt. 16), *Rdn.* 9.251-9.252). Da qui un aumento di competitività delle nuove emissioni, ma anche il pericolo di comportamenti opportunistici degli intermediari partecipanti al sindacato di collocamento a danno degli altri membri dello stesso; cfr., per queste osservazioni, GERANIO-ZANOTTI, (nt. 8), 251; nonché, per un'attenta disamina dei doveri delle banche e degli investitori nella fase di pre-mercato, HERR, *Rechtliche Fragen des Bookbuilding nach deutschem Recht*, in *WM*, 1996, 3 ss.

(21) E sull'operatività delle banche nel mercato grigio in qualità di *market-maker*, v. HARTWIG-JACOB, (nt. 3), 14.

(22) GERANIO-ZANOTTI, (nt. 8), 251 s.

(23) I sistemi di scambi organizzati, disciplinati ai sensi degli artt. 78 ss. t.u.f., sono definiti dalla Consob come « un insieme di regole e strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica: a) di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari; b) dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema » (art. 2, comunicazione Consob n. d.m./98097747 del 24 dicembre 1998). L'esistenza ed il funzionamento del sistema sono oggetto di obblighi di comunicazione alla Consob, mentre le negoziazioni che in esso si svolgono sono assoggettate a requisiti di trasparenza.

(24) ZUCCHELLI, (nt. 5), 128, anche per la riflessione secondo cui « sull'Euromercato si assista in maniera ben più incisiva che sui mercati regolamentati nazionali europei alla distinzione fra il concetto (formale) della ammissione a negoziazione su mercato regolamentato e quello (sostanziale) della effettiva negoziazione su un mercato regolamentato ».

e di collocamento di euroobbligazioni può iniziare a chiarificarsi nei suoi aspetti salienti e nelle sue ragioni di fondo.

Preme ricordare che l'art. 100, 1° comma, lett. a), d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.) prevede l'esenzione dall'applicazione della disciplina della sollecitazione all'investimento — definita come «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolta al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari» (art. 1, 1° comma, lett. f), t.u.f.) — in caso di offerte «rivolte ai soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'art. 50, 2° comma» del medesimo testo legislativo⁽²⁷⁾, conformandosi così ad una più generale tendenza dell'ordinamento dei mercati finanziari tesa a differenziare la portata delle singole norme in funzione delle caratteristiche soggettive e del livello di esperienza delle controparti⁽²⁸⁾.

Va anche segnalato che, in virtù della norma derogatoria di cui all'art. 205 t.u.f., sono esonerate dall'osservanza della disciplina in materia di sollecitazione all'investimento le offerte di acquisto e di vendita di prodotti finanziari effettuate nei mercati regolamentati o nei sistemi di scambi organizzati da soggetti ammessi alle negoziazioni negli stessi⁽²⁹⁾.

Dalle disposizioni sopra richiamate emerge che la disciplina della sollecitazione all'investimento — basata sull'imposizione a carico dell'emittente, dell'offerente e dei responsabili del collocamento di una serie di obblighi informativi (in primo luogo, come si è accennato, quello di pubblicazione di un prospetto sottoposto al controllo preventivo della Consob), nonché di regole di correttezza da osservare sia prima che durante la sollecitazione — non trova applicazione laddove difettino le esigenze di tutela alla

⁽²⁷⁾ L'espresso rinvio all'art. 50, 2° comma, t.u.f. operato dall'art. 100 merita approvazione alla luce delle strette interrelazioni tra la disciplina dell'offerta fuori sede, segnalando di strumenti finanziari, e quella della sollecitazione del pubblico risparmio. Ne conseguono due considerazioni: per un verso, la nozione di investitore «professionale» in relazione alla materia della sollecitazione non può essere diversa da quella seguita con riferimento alla disciplina dell'offerta fuori sede e fissata nell'art. 51, 2° comma, del Regolamento Intermediari adottato dalla Consob con delibera 1° luglio 1998, n. 11522 e successive modificazioni, pur ammettendosi, in linea di principio, la facoltà dell'autorità di vigilanza di differenzialità da corrispondenti definizioni adottate relativamente ad altri ambiti di regolamentazione del mercato finanziario (ANNUNZIATA, *Commento all'art. 100*, in MARCHETTI-BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, *Commentario*, I, Milano, Giuffrè, 1999, 156 ss.; sul punto, v. anche infra nt. 26); per l'altro, la professionalità degli oblati può rappresentare il criterio qualitativo utile a distinguere (insieme a quello quantitativo del numero dei destinatari della sollecitazione) le sollecitazioni od offerte «private» da quelle «pubbliche» (COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare, in Trattato di diritto commerciale* diretto da Cotino, VIII, Padova, CEDAM, 2004, 59 ss.).

⁽²⁸⁾ Per una ricognizione delle norme intervenute, a partire dalla l. 2 gennaio 1991, n. 1, e volte a distinguere la posizione del contraente «qualificato» da quella del contraente «non qualificato», cfr. ANNUNZIATA, (nt. 25), 154 ss., che sottolinea come la natura «professionale» della controparte nella sollecitazione del pubblico risparmio tenda totalmente inapplicabile la relativa disciplina: in altre parole, l'aspetto singolare della rilevanza di tale qualificazione soggettiva risiede nel condurre «non già ad un'applicazione parziale, limitata ad alcune regole soltanto, ovvero all'applicazione di regole diverse, quanto all'integrale sottrazione dalla disciplina delle fattispecie considerate».

⁽²⁹⁾ Sul rapporto fra la nozione di «pubblico» quale si ricava indirettamente dall'art. 100, 1° comma, lett. a), b) e c), t.u.f. e dai relativi regolamenti di attuazione, e le ipotesi in cui l'offerta può ritenersi rivolta al pubblico ai fini dell'esenzione disposta dall'art. 205 del medesimo testo unico, cfr. MORRI, *Commento all'art. 205*, in ALPA-CARRARONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, III, Padova, CEDAM, 1998, 1836 s.; nonché PEARARI, *Commento all'art. 205*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario diretto da G.F. Campobasso*, III, UTET, Torino, 2002, 1582.

cui soddisfazione essa è diretta⁽³⁰⁾, oppure si voglia dare impulso alla concorrenza fra i mercati regolamentati, nonché fra questi ultimi e gli altri circuiti di negoziazione⁽³¹⁾. Ne consegue l'opportunità di adottare un approccio ricostruttivo attento all'individuazione degli interessi coinvolti dalla negoziazione di prodotti finanziari, al fine non soltanto di meglio delimitare astrattamente i contorni della fattispecie sollecitatoria, ma anche di verificarne la ricorrenza in concreto.

Posto, dunque, che la sottoscrizione del prestito obbligazionario da parte dei soli investitori professionali sulla base delle *offering circular* loro rivolte esula — come correttamente escluso dal Tribunale di Roma — dalla sfera di operatività della disciplina della sollecitazione all'investimento⁽³²⁾, vale la pena di soffermarsi analiticamente sulla successiva vendita delle obbligazioni alla clientela privata.

È un dato indiscutibile che i titoli emessi sull'euromercato possano raggiungere, all'esto di operazioni di negoziazione in contropartita diretta fra gli intermediari bancari ed i propri clienti, significativi livelli di diffusione finale presso il pubblico dei privati risparmiatori⁽³³⁾.

A questa constatazione deve accompagnarsi l'affermazione dell'importanza di assicurare la conformità dell'attività di negoziazione alla disciplina dell'appello al pubblico risparmio e, qualora possano ravvisarsi gli estremi di una sollecitazione all'investimento, di rispettare l'obbligo di pubblicazione del prospetto.

Ed è appena il caso di precisare come la sussistenza di un siffatto obbligo, senz'al-

⁽³⁰⁾ Per una siffatta lettura dell'esenzione totale di cui all'art. 100, 1° comma, lett. a), t.u.f., cfr. fra gli altri, COSTI-ENRIQUES, (nt. 25), 92; ANGELICI, *Diritto commerciale*, Roma-Bari, Laterza, 2002, 172; D'AMBROSIO, *Commento all'art. 100*, in ALPA-CARRARONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (nt. 27), 11, 937; sull'esoneo dall'obbligo di pubblicazione in caso di offerta di prodotti finanziari a «sophisticated investors», nonché sui criteri individuali dei medesimi nei vari ordinamenti, v., diffusamente, WOOD, (nt. 8), 287 s.

⁽³¹⁾ Considera l'obbligo di pubblicare un prospetto informativo prima di ogni offerta di acquisto e di vendita un possibile ostacolo allo sviluppo ed al funzionamento dei mercati «alternativi» aperti al pubblico, MORRI, (nt. 27), 1830.

⁽³²⁾ Non è superfluo evidenziare che l'esclusione dell'obbligo di pubblicazione di un prospetto di sollecitazione nell'ipotesi di «classamento» dell'*eurobond* presso investitori qualificati discende dalla normativa comunitaria: e v., infatti, l'art. 3, 2° comma, lett. a), della Direttiva 2003/71/CE del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, nonché il sedicesimo considerando della medesima direttiva, per l'affermazione dell'opportunità di tener conto delle diverse esigenze di tutela delle varie categorie di investitori e del loro livello di competenza tecnica. Può essere utile segnalare come la Consob, nel documento di consultazione dramato il 25 luglio 2005 avente ad oggetto le modifiche al Regolamento Emittenti dirette a rendere coerente la disciplina con la direttiva suddetta, nonché con le relative misure di esecuzione riportate nel Regolamento 809/2004/CE, abbia ritenuto di soprassedere sulla modifica della definizione di «investitori qualificati», senza tuttavia escludere la possibilità di pervenire in sede di attuazione della direttiva a nozioni distinte dell'attività di intermediazione e dell'attività di sollecitazione (sulla questione, v. anche supra nt. 25).

⁽³³⁾ Dall'analisi delle procedure di collocamento di obbligazioni emesse sull'euromercato emergono due dati significativi ai fini della nostra indagine: da una parte, le banche partecipanti ai consorzi di collocamento detengono, alla chiusura del collocamento medesimo, quote generalmente modeste dei titoli collocati, destinate a ridursi ulteriormente nei mesi successivi; dall'altra, le banche che acquistano tali titoli, in veste di investitori istituzionali, dalle banche collocatrici, tendono anch'esse a ridurre la quantità di titoli detenuti nel proprio portafoglio, successivamente alla chiusura del collocamento. Un siffatto comportamento è considerato coerente con il ruolo delle banche sul mercato obbligazionario, finalizzato a fornire i servizi necessari a favorire lo scambio di risorse finanziarie tra emittenti ed acquirenti: v. BANCA D'ITALIA, (nt. 2), 30 s.; nonché PISANI MASSAMORRUE, (nt. 11), 782 ss.

tro da escludere in capo all'emittente, debba essere valutata con riferimento alla posizione degli intermediari bancari operanti prima in qualità di sottoscrittori iniziali, poi in veste di offerenti o proponenti l'investimento⁽³⁷⁾.

5. *La successiva vendita di obbligazioni agli investitori retail. Il pericolo di elusione della disciplina della sollecitazione all'investimento. Gli orientamenti della Consob.* — Può essere interessante, a tal fine, ricordare la difesa della banca, la quale sostiene con decisione l'infondatezza del richiamo alla disciplina della sollecitazione all'investimento, in quanto la vendita dei *bond* Crito non era avvenuta nell'ambito di un'offerta di prodotti finanziari rivolta al pubblico indifferenziato dei risparmiatori, ma nella fase successiva di vendita *retail* effettuata da parte degli investitori professionali che avevano acquistato in proprio i titoli destinati loro in via esclusiva.

Questa posizione risulta del tutto conforme agli orientamenti della Consob, incline ad escludere la presenza dei comitati tipici della sollecitazione del pubblico risparmio nel caso di sottoscrizione a fermo dell'intera emissione obbligazionaria e di successiva vendita dei titoli a terzi, effettuata al di fuori della prestazione del servizio di collocamento.

Si tratterebbe, piuttosto, di una normale attività di negoziazione in contropartita diretta con la clientela, realizzata in esecuzione di ordini di acquisto ricevuti dalla stessa, a condizioni che sarebbero potute risultare diverse a seconda dell'acquirente e del momento dell'operazione⁽³⁸⁾.

In modo consequenziale a quanto si è appena detto, non sono messi in discussione dalle autorità di vigilanza né la liceità della vendita dei titoli sul mercato secondario, neppure nella fase di *grey market*, né lo svolgimento di attività in qualche modo « positive » da parte degli intermediari, purché tali da non ricadere nella fattispecie della violazione della disciplina della sollecitazione all'investimento⁽³⁹⁾.

Il dato comparatistico sembra confortare queste conclusioni: va ricordata, in particolare, la posizione dell'autorità di vigilanza francese, la quale consente la vendita di titoli agli investitori al dettaglio sul mercato secondario senza la redazione di un prospetto, se la negoziazione avviene per iniziativa dell'investitore (c.d. *reverse enquiry*)⁽⁴⁰⁾.

D'altronde, la vendita di euroobbligazioni prive di prospetto, sulla base di un documento informativo usuale nella prassi bancaria, è possibile anche in Germania, purché

⁽³⁷⁾ Cfr., per queste considerazioni, ZUCCHETTI, (nt. 5), 127 s. D'altro canto, va tenuta presente la possibilità che una sollecitazione all'investimento sia compiuta da un soggetto diverso dall'emittente, quale è la banca che rivende i titoli alla propria clientela [SOMMARI, *La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds*, nota a Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in questa Rivista, 2004, II, 714, testo e nt. 56; HENDLBACH, (nt. 2), *Rdn.*, 371. E da osservare come, nell'ipotesi di compravendita di strumenti finanziari per il tramite di una banca « terza », manca un rapporto contrattuale diretto o un'ulteriore relazione precontrattuale fra l'investitore ed il consorzio di collocamento: (SCHWINTOWSKI-SCHÄFER, (nt. 12), *Rdn.*, 115).

⁽³⁸⁾ V., su tale tematica, la comunicazione Consob n. DAL/97/006042 del 9 luglio 1997, dove si aggiunge che criteri interpretativi indiziari di eventuali violazioni dell'obbligo di prospetto potrebbero essere la realizzazione in tempi molto ravvicinati di una campagna di offerta caratterizzata dalla formulazione di proposte standardizzate e dalla effettuazione di transazioni non « negoziate » tra offerenti ed oblati.

⁽³⁹⁾ BANCA D'ITALIA, (nt. 2), 29 s.; CONSOB, *La diffusione in Italia delle obbligazioni pubbliche argentine. Audizione informale presso la Camera dei deputati* — Commissione finanziaria, Roma, 27 aprile 2004, 25.

⁽⁴⁰⁾ Se ne dà conto in BANCA D'ITALIA, (nt. 2), 21.

non sia accompagnata da un'attività pubblicitaria diretta a rendere note le caratteristiche dei titoli ovvero a sollecitare una proposta d'acquisto⁽⁴¹⁾.

Ma di là dalla considerazione della scarsa plausibilità che siano stati effettivamente i risparmiatori a richiedere alla banca di acquistare i *bond* Crito⁽⁴²⁾ (non diversamente da quanto accaduto per i *bond* argentini) o dal quesito in merito al carattere pubblicistico o meno della sollecitazione posta in essere dalla banca medesima⁽⁴³⁾, occorre domandarsi se l'onere di provare in giudizio lo svolgimento di una siffatta attività debba gravare — come sostenuto nella sentenza in commento — sull'investitore o spetti, invece, all'intermediario.

6. *La responsabilità degli intermediari per violazione delle norme sulla sollecitazione all'investimento. Il problema della ripartizione dell'onere della prova.* — Il tema è certamente delicato e sottende una molteplicità di questioni: dalla constatazione del necessario intervento di una speciale disciplina amministrativa delle operazioni di sollecitazione all'investimento in prodotti finanziari, tesa a tutelare l'interesse generale al buon funzionamento del mercato⁽⁴⁴⁾, all'identificazione delle conseguenze civilistiche della sua violazione; dalla ricostruzione del rapporto fra regole sull'appello al pubblico risparmio e regole sulla prestazione dei servizi di investimento alla verifica della possibilità (e dell'opportunità) di applicare in via analogica la norma sull'inversione dell'onere della prova contenuta nell'art. 23, 6° comma, i.u.f.⁽⁴⁵⁾.

Esaminando il problema, bisogna prendere atto del ruolo centrale della trasparenza e della correttezza dei comportamenti nel quadro della disciplina della sollecita-

⁽⁴¹⁾ E v., per gli opportuni chiarimenti al proposito, HENDLBACH, (nt. 2), I *Abschn.*, § 4, *Rdn.* 10; nonché, più dettagliatamente, WALDECK-SOBMANN, (nt. 2), 364, dove particolare spazio è dato, oltre che al concetto (di matrice comunitaria) di « acquisto pubblico » (*öffentliche Werbung*) assoggettato all'obbligo di pubblicazione del prospetto secondo il § 4 Abs. 1 Nr. 1 *VerkProspG*, al contenuto normalmente recato dall'*information memorandum* diffuso dalle banche.

⁽⁴²⁾ Ed infatti, alla luce delle medesime finalità di funzionamento del *grey market* prima ricordate, appare tutt'altro che infondato domandarsi come abbiano fatto i risparmiatori a venire a conoscenza dell'emissione e soprattutto a considerarla una « ghiotta occasione di investimento » [ONADO, (nt. 5), 532] e concludere che sia « inverosimile che migliaia di risparmiatori, non sollecitati all'investimento, abbiano volontariamente chiesto agli istituti di credito obbligazioni emesse da società lussemburghesi, che evocavano l'azienda alimentare, su un altro mercato comunitario » [FIMMANO, (nt. 5), 105].

⁽⁴³⁾ Cfr., per un ampio riesame del problema, SCIMENI, (nt. 32), 716 ss., che svaluta il requisito della standardizzazione e giudica invece decisiva l'esigenza di rimediare all'asimmetria informativa fra intermediari e risparmiatori.

⁽⁴⁴⁾ È utile rimarcare come l'interesse dell'ordinamento ad una diretta regolamentazione del mercato finanziario — la quale non può essere lasciata alle norme di diritto comune, sol che si considerino la presenza di asimmetrie informative, la particolare natura dei prodotti finanziari, l'impossibilità di diversificazioni minime degli impieghi, la standardizzazione delle contrattazioni (COSTR, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, 769 ss.; ID., *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca, impr. soc.*, 1989, 209 s.) — derivi dalla consapevolezza del significativo condizionamento che la funzionalità dello stesso è in grado di esercitare sul sistema economico nel suo complesso. Tale funzionalità è, a propria volta, strettamente connessa con il livello di fiducia che le relative regole riescono ad ispirare agli operatori ed agli investitori [ANGELICI, (nt. 28), 168]. Ne discende l'esigenza di tutelare l'interesse generale dei risparmiatori, posto che « se il risparmio diffuso venisse ingannato nelle sue legittime aspettative, alla lunga cesserebbe o ridurrebbe di indifferenza alle imprese » (LIRONATI, *L'impresa e le società*, Milano, Giuffrè, 2004, 124).

⁽⁴⁵⁾ Cfr., per questa proposta, PICARDI, *Commento all'art. 99, in Testo Unico della Finanza. Commentario diretto da G.F. Campobasso*, (nt. 27), II, 839.

zione all'investimento e valutare l'incidenza, svolta dall'introduzione di pregnanti disposizioni (contenute in fonti di rango primario e, soprattutto, secondario) di controllo dell'agire negoziale dell'intermediario, sulla ripartizione degli oneri probatori.

Parrebbe allora plausibile ritenere che, dinanzi all'introduzione di specifici obblighi in capo all'emittente, all'offerente ed agli intermediari collocatori, diretti a tutelare i destinatari dell'offerta di prodotti finanziari⁽⁴¹⁾, l'investitore possa limitarsi a dimostrare la mancata osservanza di tali obblighi per ottenere la condanna della banca al risarcimento del danno⁽⁴²⁾. Sarà dunque quest'ultima a dover fornire la prova che la vendita dei titoli sottoscritti o acquistati a fermo non costituisce un comportamento elusivo della normativa sulle operazioni di sollecitazione all'investimento⁽⁴³⁾.

Questa posizione consente, del resto, di evitare talune conseguenze negative riscontrabili nelle costruzioni giuridiche tese ad inquadrare il problema del risarcimento dei risparmiatori danneggiati dall'insolvenza Cirio, nonché da altri recenti scandali finanziari.

Sotto tale profilo, merita approvazione il mancato richiamo — da parte della sentenza in commento — al conflitto di interessi tra banca ed investitore, il cui fondamento normativo viene ricercato dalla dottrina e dalla giurisprudenza soffermatesi sul punto, alternativamente, negli artt. 1394 e 1395 c.c.⁽⁴⁴⁾ e nell'art. 21 t.u.f.⁽⁴⁵⁾.

⁽⁴¹⁾ Sul ruolo delle regole tecniche (il cui contenuto va determinato in funzione di uno specifico risultato dovuto) nella definizione dell'oggetto dell'obbligazione gravante sull'intermediario e nella distribuzione dell'onere della prova, cfr. LOMONDO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 1999, 180 ss.; ma per la puntualizzazione che l'osservanza delle prescrizioni dell'autorità di vigilanza non è sufficiente a radicare una responsabilità civile dell'offerente nei confronti di chi ha sottoscritto o acquistato il prodotto finanziario. COSTI-ENRIQUES, (nt. 25), 90, nt. 48.

⁽⁴²⁾ Cfr., sull'allocatione dell'onere probatorio nei giudizi per l'adempimento o la risoluzione del contratto nonché per il risarcimento dei danni, Cass., Sez. un., 30 ottobre 2001, n. 15353, in *Foro it.*, 2002, 769 ss., con nota critica di LAGEZZA, secondo cui il creditore deve dare la prova della fonte legale o negoziale del suo diritto, mentre può limitarsi ad allegare l'adempimento della controparte.

⁽⁴³⁾ Questa posizione appare, del resto, conforme al principio di riferibilità e di vicinanza della prova — pure richiamato, in motivazione, da Cass., Sez. un., 30 ottobre 2001, n. 15353, (nt. 42) — in base al quale l'onere di provare il fatto estintivo del diritto azionato dal creditore va posto a carico del soggetto nella cui sfera si è prodotto l'adempimento e che è quindi in possesso degli elementi utili per paralizzare la pretesa del creditore medesimo.

⁽⁴⁴⁾ Cfr. Trib. Mantova, 18 marzo 2004, (nt. 1), dove — interpretando la disciplina specialistica in tema di conflitto d'interessi nell'ambito dei servizi di investimento alla stregua del principio giurisprudenziale affermatosi in sede di applicazione dell'art. 1394 c.c., secondo cui la responsabilità del rappresentante che persegua interessi propri o di terzi sussiste soltanto se alla sua utilità segua un danno del rappresentato — si esclude la violazione delle norme dettate dall'art. 21, 1° comma, lett. c), t.u.f. e dall'art. 27 del Regolamento Intermediari: ed infatti, sebbene i titoli fossero stati acquistati da altra banca apparentemente al medesimo gruppo bancario, il prezzo praticato era il migliore rispetto a quello applicato dai c.d. «contributori» agenti sul mercato, sicché da tale condotta non era derivato alcun danno per i clienti; ma per valutazioni critiche rispetto a questa impostazione, che rischia di frustrare la specificità del modello di disciplina del conflitto d'interessi contenuto nella normativa in materia di intermediazione finanziaria, cfr. le note di commento alla sentenza sopra citata di MARRAS, *Conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento. La prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, II, spec. 456 ss.; di PORRO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Gur. it.*, 2004, 2151 s.; nonché di SCAMMÀ, (nt. 32), 701 s.

⁽⁴⁵⁾ Questa impostazione — tesa a valorizzare gli speciali obblighi informativi dell'intermediario circa la sussistenza del conflitto d'interessi, così come stabiliti dalla disciplina

Ciò permette, infatti, di sollevare il risparmiatore attore dall'onere di provare un diretto collegamento fra la singola emissione obbligazionaria, o la singola campagna rivolta a « piazzare » le obbligazioni curata da una certa banca, ed una ben individuata riduzione dell'esposizione debitoria dell'impresa emittente nei suoi confronti⁽⁴⁶⁾.

Si osserva⁽⁴⁷⁾, d'altro canto, che qualora ci si accontatasse della prova di un generico interesse delle banche creditrici a che l'impresa attivi altre forme di finanziamento

sulla prestazione dei servizi di investimento [v. al riguardo, Trib. Venezia, 22 novembre 2004, (nt. 1)] — avrebbe dovuto condurre le banche ad informare la clientela della situazione di conflitto dovuta al duplice ruolo, da esse rivestito, di soggetti erogatori del credito e di intermediari finanziari per il collocamento delle obbligazioni Cirio presso gli investitori retail; tanto più che il collocamento delle obbligazioni suddette era avvenuto nella fase di *grey market*: cfr., per tale affermazione, FIMMANO, (nt. 5), 105.

D'altro canto, in presenza di un sistema fondamentalmente bancocentrico, sovente incentrato, piuttosto che sul modello del gruppo polifunzionale, su quello della banca universale autorizzata ad esercitare — accanto all'attività creditizia — anche l'attività finanziaria, l'eventualità che si determinino particolari situazioni di conflitto dovute a rapporti creditizi, diretti o indiretti, degli intermediari bancari con l'emittente, va attentamente considerata in tutte le sue implicazioni (cfr., sul tema, NORSO, *La tutela del risparmio e l'efficienza del sistema: il ruolo delle banche*, in *Società*, 2005, 315 ss.). In quest'ottica, si nota come la stesura del rischio dell'insolvenza dell'emittente dall'intermediario bancario all'investitore può determinarsi sia quando l'intermediario medesimo interviene nel primo collocamento di strumenti finanziari (destinando magari i capitali raccolti tra i risparmiatori alla riduzione dell'esposizione debitoria dell'emittente nei suoi confronti), sia nel caso in cui il trasferimento successivamente ai clienti, o perché già il dettante o perché l'acquistata per loro conto (SALVANTRO, *Gli intermediari professionali e la distribuzione di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, I, 557).

⁽⁴⁶⁾ È immediato il rilievo che una tale prospettiva « sia, sul piano probatorio, altrettanto diabolica per l'attore risparmiatore » (DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi « Cirio » e « Parmalat »*, in questa *Rivista*, 2004, I, 348), a meno che non si ritenga — in sintonia con una parte della dottrina (SARROTTI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, Giuffrè, 2004, 382) — che sia l'intermediario a dover fornire la « prova positiva di aver agito legittimamente (sia da un punto di vista formale che sostanziale) », spettando invece al cliente non qualificato il compito di provare il mero danno subito e la riconducibilità dello stesso al comportamento dell'uno, di diverso avviso, però, MARRAS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, Giuffrè, 2002, 507 ss., secondo cui l'onere di provare la « situazione » di conflitto di interessi grava comunque sull'investitore.

Del resto, nonostante il verificarsi « di episodi d'indubbia gravità », l'ipotesi che le banche abbiano favorito lo sviluppo del mercato primario e secondario dei *corporate bond* soltanto per trasferire dai propri bilanci ai portafogli dei clienti i crediti concessi ad imprese a rischio d'insolvenza non è controttata da dati certi [PINAUDI, (nt. 6), 91]. A tale rilievo è fatto sì accompagnare la considerazione, di ordine prettamente teorico, del vincolo reputazionale in grado di condizionare la condotta delle banche: sicché non sarebbe plausibile che esse — essendo chiamate a « giocare » ripetutamente ed avendo forti incentivi a trasmettere l'idea di istituzioni solide ed oneste — vogliano riversare il rischio di credito sui propri clienti; ma sull'insufficienza dei meccanismi di mercato a limitare il rischio di sfruttamento delle situazioni di conflitto di interesse, cfr. GOISO, *Conflitti di interesse nell'industria bancaria. Come limitarne lo sfruttamento*, in *Banca, impr. soc.*, 2004, 456 ss.

⁽⁴⁷⁾ DENOZZA, (nt. 46), 348, che spiega come l'insorgere di un conflitto di interessi « potenzialmente rilevante e sostanzialmente inevitabile » sarebbe pressoché automatico, posto che l'attività di fonti di finanziamento diverse dal credito bancario comporta come conseguenza normale la riduzione dell'esposizione nei confronti delle banche e che nemmeno la circostanza che nessuna delle banche finanziatrici di una certa impresa partecipi all'emissione o al collocamento delle obbligazioni da questa emesse può essere considerata sufficiente, essendo innanzi tutto « che le banche si scambino favori ». Ne deriva l'esposizione del sistema bancario a costi elevatissimi, non agevolmente controllabili, suscettibili di essere scaricati, in maniera indiscriminata, sui prezzi dei servizi bancari.

e riequilibrarli la sua posizione nei loro riguardi, il rischio di trasformare il costo da risarcimento dei risparmiatori delusi in un costo comune diverrebbe altissimo. Ed è appena il caso di rilevare che un'impostazione siffatta risulterebbe palesemente contraria all'obiettivo perseguito dalla riforma del diritto societario, attuata dal d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 e successive modificazioni, intesa a favorire, tra l'altro, il ricorso al prestito obbligazionario quale alternativa al finanziamento della società mediante il credito bancario⁽⁴⁹⁾.

Sotto altro aspetto, la previsione di specifiche regole di condotta, accompagnata dalla predisposizione di un sistema di controlli e di sanzioni, si traduce in un processo di « oggettivizzazione » dei doveri imposti ai soggetti coinvolti nelle operazioni di sollecitazione all'investimento. Ne consegue che l'elemento soggettivo della colpa « si scarica » sull'altro polo del giudizio, vale a dire sulla prova (il cui onere incombe sul debitore convenuto) del fatto estintivo dell'obbligazione, costituito dall'esatto adempimento⁽⁵⁰⁾.

Resta, invero, da chiarire se l'investimento dell'onere della prova, cui in tal modo si perviene, possa discendere da un'interpretazione della regola generale dell'art. 1218 c.c. alla luce della dialettica obbligazioni di mezzi-obbligazioni di risultato, o — come pure si è ipotizzato — da un'estensione analogica della norma del succitato art. 25, 6° comma, t.u.f., superando l'idea di un'indipendenza pressoché assoluta fra la disciplina dell'appello al pubblico risparmio e quella della prestazione dei servizi di investimento.

7. *La normativa statunitense in tema di collocamenti presso investitori istituzionali. La rivendita delle « restricted securities ».* — Irriunciabile, per i profili specifici che qui ci occupano, è il confronto con l'esperienza giuridica statunitense, dove un'elaborazione giurisprudenziale sempre più rigorosa ha finito per porre a carico dell'emittente o dell'offerente l'onere di provare che l'operazione finanziaria tenuti fra le c.d. « *exempted transactions* ».

(49) Che l'obiettivo perseguito dalla riforma sia quello della « disintermediazione » o, quanto meno, dell'aumento di efficienza di strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario si evince non soltanto dalla lettura del novellato art. 2412 c.c. — che dispone, in primo luogo, un considerevole elevamento del limite generale all'emissione di obbligazioni, applicabile in linea di principio a tutte le società per azioni — ma anche dall'esame di altre norme, quali per esempio l'art. 2485 c.c., che introduce per la prima volta nel nostro ordinamento la possibilità per le società a responsabilità limitata di emettere titoli di debito, o l'art. 2526 c.c., che prevede disposizioni non dissimili per le società cooperative a responsabilità limitata: cfr., in questi termini, BRANCHI-GIANNELLI, (nt. 5), 58 s.; e sui vantaggi dell'apertura delle imprese italiane ai mercati finanziari nell'ottica di una politica di reale sviluppo, non limitata al finanziamento della gestione ordinaria, ma rivolta al raggiungimento, anche mediante fusioni e acquisizioni, di livelli dimensionali adatti a competere in un contesto globale, v. PINARDI, (nt. 6), 25.

Certo, la significativa riduzione dei limiti all'emissione dei titoli di debito (portati sino al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato) e la circostanza che tali emissioni non sembrino più considerate operazioni straordinarie, essendo stata generalizzata la regola (prima prevista per le sole obbligazioni bancarie) dell'attribuzione agli amministratori di un potere originario di emissione, suscitano qualche preoccupazione sul piano dei rischi da insolenza: e v., in tal senso, SALVARNO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in Banca, borsa, tit. cred., 2004, I, 290.

(50) Cfr. Di Maio, *Obbligazioni in generale*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1985, 479; in giurisprudenza, Cass., Sez. un., principio ai giudizi di risarcimento dei danni per la violazione dei doveri accessori o per l'osservanza dell'obbligo di diligenza.

Per un corretto ordine espositivo, conviene ricordare che la *section 4(2)* del *Securities Act* del 1933 esenta dagli obblighi di registrazione normalmente commessi ad ogni vendita di *securities* le transazioni che non comportano un'offerta pubblica (*private offering exemption*)⁽⁵¹⁾.

Coerentemente con l'idea che finalità della disciplina è proteggere gli investitori promuovendo una completa informazione necessaria per pervenire a consapevoli scelte di investimento e che, in conseguenza di ciò, essa non debba essere applicata quando per le caratteristiche soggettive dei destinatari o per le modalità dell'offerta tale esenzione di tutela non sussiste, la SEC ha circoscritto la sfera di operatività della *private offering exemption* alle transazioni con un numero limitato di acquirenti, la totalità dei quali: a) siano investitori sofisticati in rapporto al rischio dell'operazione, normalmente investitori istituzionali quali banche, compagnie di assicurazione e fondi pensione; b) possano sopportare le eventuali perdite derivanti dall'operazione; c) acquistino in proprio a scopo di investimento, senza alcun intento di procedere ad un'ulteriore distribuzione (sicché, come vedremo più avanti, restrizioni alla successiva vendita sono necessarie); d) hanno accesso ad informazioni simili a quelle che sarebbero contenute nel prospetto di un'offerta soggetta a registrazione⁽⁵²⁾.

Parallelamente alla progressiva erosione amministrativa e giurisprudenziale dell'esenzione basata sul numero dei destinatari dell'offerta ed alla correlativa accentuazione dell'importanza di altri meno determinati *tests*, quali quelli illustrati nel caso *Ralston Purina*⁽⁵³⁾ ed incentrati sul bisogno di protezione degli oblati o sull'accesso da parte degli stessi al genere di informazioni che sarebbero state fornite con il prospetto⁽⁵⁴⁾, si registra un sensibile inasprimento dell'onere della prova gravante sul convenuto⁽⁵⁵⁾.

(51) Sulle motivazioni alla base della previsione dell'esenzione legislativa in parola, destinata a trovare applicazione in caso di specifiche o isolate vendite ovvero di offerte rivolte ad un numero di soggetti talmente circoscritto da non coinvolgere interessi generali, HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, St. Paul, Minn., West Group, 2002, 229.

(52) Per un quadro d'insieme sull'argomento, WOOD, (nt. 8), 284. Va dato conto del fatto che la variabilità dell'esenzione legislativa sopra richiamata — la cui concreta applicazione, da un lato, risente indirettamente della mancanza di una definizione normativa di « *public offering* », dall'altro, dipende da elementi di fatto come il grado di sofisticazione degli oblati — ha indotto la SEC ad adottare due regole eccezzionarie: la *Regulation D* (o, più esattamente, la *Rule 506* in quanto parte della prima) — quale « *safe harbour* » che, se soddisfatto, integra i requisiti della *private offering exemption* e fa riferimento all'assenza di un'attività sollecitatoria o pubblicitaria rivolta al pubblico, al numero ed al grado di sofisticazione degli investitori, alla previsione di restrizioni alla successiva vendita (salvo che essa sia registrata o esentata); e la *Rule 144(a)*, che stabilisce le condizioni in presenza delle quali è ammissibile la vendita di *securities* ad investitori istituzionali senza una previa registrazione presso la SEC (e v., sulle disposizioni appena citate, LOSS-SERUOVAN, *Securities Regulation*, III, Boston-Toronto, Little, Brown & Co., 1989, 1407 ss. e 1513 ss.). L'intervento di questa normazione secondaria non diminuisce, peraltro, l'importanza dell'esenzione legislativa summenzionata (e nemmeno quella dell'interpretazione giurisprudenziale ed amministrativa preesistente), sia perché essa può trovare applicazione quando si tenti senza successo il ricorso alla *Rule 506*, sia perché in taluni casi possono non esservi dubbi circa la natura « privata » della transazione, sia, infine, perché i requisiti della *section 4(2)* possono essere più agevolmente soddisfatti: cfr. SODERQUIST-GAVALDON, *Securities Law*, New York, Foundation Press, 2004, 75; HAZEN, (nt. 50), 229 s.

(53) In *SEC v. Ralston Purina Co.*, 345 US 119 (1953), un'offerta rivolta a dipendenti dell'emittente è stata ritenuta non essente dall'obbligo di registrazione, poiché i dipendenti coinvolti mostravano di non avere accesso alle informazioni che sarebbero state contenute altrimenti nel prospetto.

(54) Per un approccio critico ai presupposti applicativi della *private offering exemption* risultanti dalla giurisprudenza della Corte Suprema, dal *Securities Act Release* No. 4,

Costui, per poter godere dell'esenzione in parola, deve dimostrare che i prodotti finanziari oggetto dell'operazione siano stati acquistati da « insiders », da altri soggetti legati da speciali rapporti all'emittente o da acquirenti dotati di una reale capacità di esaminare la documentazione relativa all'emittente medesimo o alla transazione proposta (55).

Sebbene il rigore di questa posizione sia andato attenuandosi nelle decisioni successive grazie all'adozione del c.d. « *disjunctive test* » (56), essa pare indicativa di un atteggiamento incline a tenere adeguatamente conto delle caratteristiche soggettive e della particolare posizione del soggetto che intende esonerarsi dall'osservanza della disciplina della sollecitazione all'investimento.

Analoghe considerazioni possono svolgersi in relazione al punto che più direttamente ci interessa, vale a dire quello della successiva vendita di *securities* inizialmente sottoscritte o acquistate al di fuori di un'offerta pubblica (*restricted securities*) (57).

Sullo sfondo di un'ampia definizione della nozione di « *underwriters* », così come di « *distribution* » (58), si nota che l'accertamento dell'intenzione dell'acquirente di rivendere i titoli acquistati eludendo l'obbligo di prospetto costituisce (non diversamente, del resto, dalla prova dei requisiti della *private offering exemption*) una questione di fatto, la quale non può fondarsi in via esclusiva sulle affermazioni (evidentemente « *self-serving* ») dell'acquirente medesimo.

Sotto altro profilo, poiché l'esenzione dalla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio non implica un divieto indetermiato di alienazione, non è decisivo — pur potendo fornire significative indicazioni circa la presenza o meno di uno scopo di investimento al momento dell'acquisto originario — il lasso temporale intercorrente fra quest'ultimo e la successiva vendita degli strumenti finanziari (59).

552 emesso dalla SEC il 6 novembre 1962, nonché dal *position paper* elaborato dall'*American Bar Association* nel 1975, cfr. SODERQUIST-GABALDON, (nt. 51), 76 ss.

(55) Su i tratti salienti di tale elaborazione giurisprudenziale e sulle sue conseguenze applicative, cfr. HAZEN, (nt. 50), 232 s., il quale chiarisce, fra l'altro, come non abbia alcun valore probatorio la c.d. *investment letter*, attestante la mancanza di un intento di successiva rivendita al pubblico, firmata su richiesta dell'emittente da tutti gli acquirenti nel contesto di un collocamento « privato ». Va, infatti, osservato che l'impegno talora assunto dalle banche nei confronti dell'emittente di non offrire o vendere gli strumenti finanziari precedentemente acquistati con modalità tali da rappresentare un'offerta al pubblico riveste un valore meramente obbligatorio (cfr. CRANSTON, *Principles of Banking Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002, 352 s.) e che eventuali violazioni dello stesso da parte delle prime non determinano il sorgere di alcuna responsabilità a carico del secondo, né valgono a fargli assumere il ruolo di offerente: cfr. HANDELBAUGH, (nt. 2), *Rdm.* 34 e 37.

(56) SEC v. *Continental Tobacco Co.*, 463 F. 2d 137 (5th Cir. 1972).

(57) *Dorn v. Petroleum Management Corporation*, 545 F. 2d 893 (5th Cir. 1977), dove si afferma che l'emittente può avvalersi dell'esenzione di cui alla *section 4(2)* sopra menzionata dimostrando che tutti gli oblati occupino una posizione di « *insider* », ovvero « privilegiata » tale da consentire loro un effettivo accesso alle informazioni, oppure fornendo la prova che vi sia stata una reale « *disclosure* », a prescindere dalla posizione rivestita. (58) Per una puntuale analisi della definizione in questione, che non copre i soli strumenti finanziari acquistati in un'operazione non qualificabile come *public offering*, ma ha una sfera di applicazione più ampia, cfr. SODERQUIST-GABALDON, (nt. 51), 88 s.

(59) Giava precisare che, in base alla *section 2(11)* del *Securities Act*, anche gli investitori non professionisti possono divenire « *underwriters* », se operano come anelli in una catena di trasmissione di *securities* dagli emittenti al pubblico. In connessione con ciò, il termine « *distribution* » è interpretato come sinonimo di « *public offering* », con conseguente disapplicazione dell'esenzione di cui alla *section 4(2)*: cfr., sul punto, LOSS-SULLIGMAN, (nt. 51), 1476, nt. 4; nonché HAZEN, (nt. 50), 247.

(60) Cfr., al riguardo, SODERQUIST-GABALDON, (nt. 51), 93 s.; HAZEN, (nt. 50), 253 s.,

Rilevano, piuttosto, altri fattori quali il numero e la tipologia dei destinatari finali dell'offerta, nonché la normale sfera di attività dei soggetti operanti in qualità di sottoscrittori o di acquirenti iniziali, sol che si consideri che mentre un'impresa di assicurazione o una *investment company* possono agevolmente sostenere l'onere di provare che l'acquisto dei titoli è avvenuto a scopo di investimento, per gli intermediari che ordinariamente prestano servizi di *dealing* o di *investment banking* esiste una forte presunzione che l'acquisto sia stato finalizzato alla successiva rivendita (60).

8. *L'esclusione della nullità del contratto di acquisto di titoli obbligazionari tra intermediari e clienti. L'ammissibilità del rimedio del risarcimento del danno.* — Quanto sopra esposto può contribuire ad orientare la ricerca degli strumenti di tutela degli interessi degli investitori meglio rispondenti all'impostazione di fondo della disciplina sulla sollecitazione all'investimento.

E da rimarcare come la volontà — sortesa a tale disciplina — di creare un sistema in grado di preservare la fiducia del pubblico dei risparmiatori si sia tradotta nella previsione dell'obbligo di redazione di un prospetto (contenente non solo l'esposizione di dati oggettivi, ma anche valutazioni riguardanti progetti e prospettive dell'emittente) (61), nell'attribuzione alla Consob di penetranti poteri di vigilanza e nella previsione di sanzioni in caso di violazione di queste misure di controllo (62).

Tutto ciò non è senza significato sul piano della responsabilità degli intermediari e della validità dei contratti di compravendita di strumenti finanziari conclusi fra questi ultimi e la propria clientela.

Appare ragionevole ritenere che la mancata pubblicazione di un prospetto, pur in presenza di una sollecitazione rivolta al pubblico dei risparmiatori — e, quindi, l'assenza di un'informazione completa sulle caratteristiche e sulle modalità dell'investimento proposto — possano giustificare un'azione di risarcimento dei danni eventualmente subiti dagli investitori (63).

Non merita, invece, adesione la tesi della nullità dei contratti stipulati fra le banche ed i propri clienti all'esito di un'attività sollecitatoria posta in essere senza l'osservanza delle norme sulle operazioni di sollecitazione all'investimento: tale attività non ha, infatti, in sé nulla di illecito, ma è assoggetta — come si è a più riprese notato — alla disciplina del prospetto ed al controllo della Consob (64).

Si può addirittura ipotizzare che la normativa in questione eviti consapevolmente

che sottointendano anche l'importanza (e la difficoltà) di determinare la durata del c.d. *holding period*, sufficiente per escludere una « *view of distribution* », ora fissata in un anno dalla richiamata *Rule 144*.

(60) Cfr., su tali problematiche, LOSS-SULLIGMAN, (nt. 51), 1475 ss.

(61) Questa prescrizione dimostra che, diversamente da quanto accade in materia di *insider trading*, l'obiettivo della disciplina in esame « non è assicurare una parità concorrenziale tra operatori già presenti sul mercato, ma garantire agli investitori una scelta consapevole »: ANGELICI, (nt. 28), 172 s., corsivo nel testo.

(62) E v., per un'efficace sintesi degli aspetti qualificanti della disciplina in questione, LIBONATI, (nt. 59), 124.

(63) SCHEMÈ, (nt. 32), 724 ss., che tuttavia avverte come la pubblicazione del prospetto di quotazione (ovvero dell'*offering circular*) e l'informazione continua al pubblico possono rendere ancora più difficoltosa la prova del nesso di causalità tra disinformazione e danno in un'azione di risarcimento: sul punto, cfr. però PISANI MASSAMORALE, (nt. 11), 794.

(64) Cfr., fra gli altri, D'AMROSIO, *Commento all'art. 99*, in ALPA-CARRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (nt. 27), II, 929 s.; PICCARDI, *Commento all'art. 99*, (nt. 40), 839; SCHEMÈ, (nt. 32), 724.

di comminare la nullità dei contratti conclusi in violazione delle prescrizioni in essa contenute, ritenendo la sanzione amministrativa prevista dall'art. 191 t.u.f. strumento più adatto ad assicurare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli offerenti o dei proponenti l'investimento.

Certo, in materia di mercati finanziari, è agevole replicare — sulla scia di una giurisprudenza sempre più incline a privilegiare i rimedi di carattere reale rispetto a quelli obbligatori⁽⁶⁷⁾ — che le disposizioni in tema di appello al pubblico risparmio hanno carattere imperativo⁽⁶⁸⁾: esse esprimerebbero principi di ordine pubblico economico e sociale, sicché la loro violazione andrebbe sanzionata mediante il ricorso all'istituto della nullità « virtuale » ex art. 1418, 1° comma, c.c.⁽⁶⁹⁾.

Rimane, tuttavia, la difficoltà di operare, in assenza di un esplicito fondamento normativo⁽⁷⁰⁾, una sorta di « conversione » delle regole di condotta in regole di validità⁽⁷¹⁾, come quella che si determina là dove si fa discendere dalla violazione delle

⁽⁶⁷⁾ Questa tendenza — seguita, in relazione ai contratti conclusi a seguito di un'illegitima operazione di appello al pubblico risparmio, da Trib. Torino, 19 dicembre 1989, in *Riv. dir. comm.*, 1991, II, 73, con nota di CHIAVERA — emerge con chiarezza dalle già richiamate pronunce sulla violazione degli obblighi di comportamento degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento (v. *supra*, nt. 1, con le eccezioni di Trib. Taranto, 27 ottobre 2004 e Trib. Genova, 15 marzo 2005).

⁽⁶⁸⁾ Sembra difficilmente contestabile l'affermazione secondo cui la disciplina dell'appello al pubblico risparmio impone, « attraverso norme imperative », un particolare grado di trasparenza tale da assicurare il rispetto del principio di buona fede nella conclusione dei contratti, prevedendo altresì un sistema di controlli e di sanzioni in grado di preservare la fiducia del pubblico dei risparmiatori nel mercato finanziario: cfr., su questi temi, COSTI-ENRICOES, (nt. 23), 69.

⁽⁶⁹⁾ Ed infatti, quando le finalità perseguite dal legislatore riguardano non più soltanto l'interesse particolare del risparmiatore ma anche quello più generale al corretto funzionamento del mercato, sarebbe proprio il contenuto complessivo del contratto a restare « intriso di contrarietà a principi di ordine pubblico del mercato (il c.d. ordine pubblico di protezione) »: così PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari « inadeguati » al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1031, corsivo nel testo.

⁽⁷⁰⁾ Questa funzione non può essere assolta dalla norma di cui all'art. 100-bis — introdotta dall'art. 11, 2° comma, lett. c), l. 28 dicembre 2005, n. 262, recante « Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari » — che, diversamente dall'originaria versione del 3 marzo 2005 (v. *infra* § 10), non consente all'acquirente di strumenti e di altri prodotti finanziari collocati presso i soli investitori professionali di chiedere l'annullamento del contratto, unitamente al risarcimento del danno subito, qualora non gli sia stato consegnato un prospetto contenente le informazioni stabilite dalla Consob con proprio regolamento.

Prima sottolineare che la scelta di estendere a questi ipotesi regole « pseudo-sollecitate », anziché disporre la consegna di un documento sintetico il cui contenuto sia fissato dalla normativa secondaria (magari sul modello del Foglio Informativo previsto dalle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia per le obbligazioni bancarie), suscitava più di una perplessità, in quanto avrebbe potuto determinare un appesantimento degli oneri istruttori [PAGNONI, (nt. 12), 161] e dimostrarsi inidonea a fornire all'investitore non professionale un'informazione realmente comprensibile ed utile a compiere consapevoli scelte di investimento [BRANCHI-GIANNELLI, (nt. 5), 75].

⁽⁷¹⁾ Lamenta la commissione fra regole di validità e regole di comportamento/risponsabilità derivante dalla propensione dei giudici verso la declaratoria di nullità del contratto, ROPPO, *La tutela del risparmio fra nullità e risoluzione (a proposito di Crifo bond & tango bonds)*, nota a Trib. Genova, 18 aprile 2005; Trib. Genova, 15 marzo 2005; Trib. Mantova, 1° dicembre 2004; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Danno resp.*, 2005, 632, ad avviso del quale questo orientamento non soltanto pone « seri problemi operativi », ma stride con la stessa impostazione seguita dal legislatore che, nel dettare la norma dell'art. 23,

prime la nullità « virtuale » dei contratti conclusi fra gli intermediari bancari ed i propri clienti.

9. *La violazione degli obblighi di informazione degli intermediari nei confronti degli investitori. Attività di execution only e dovere di consulenza.* — A fronte di un quadro normativo non scevro di incertezze, al cui interno il problema della validità o meno dei singoli atti o dell'ammissibilità del rimedio del risarcimento del danno va impostato e risolto sulla base della disciplina generale dettata dal codice civile⁽⁷²⁾, non sorprende che la maggioranza delle azioni legali contro gli intermediari per le perdite subite dai risparmiatori sia costruita sull'osservanza delle regole in materia di prestazione dei servizi di investimento contenute negli artt. 21 ss. t.u.f. e negli artt. 26 ss. del reg. Consob 1° luglio 1998, n. 11522⁽⁷³⁾.

A questa tendenza non si sottrae la sentenza in commento, che — pur senza arrivare a dichiarare la nullità dei contratti di compravendita di *eurobond* stipulati fra la banca e la propria clientela — fonda la condanna dell'una al risarcimento del danno sulla violazione degli obblighi di informazione prescritti nei confronti dell'altra: più esattamente, del dovere « di informare e di informarsi »⁽⁷⁴⁾ quale obbligazione di carattere primario, il cui adempimento deve essere valutato non soltanto in combinazione con i principi di « diligenza, correttezza e trasparenza » (art. 21, lett. a), t.u.f.) che costituiscono lo *standard* di condotta imposto all'intermediario, ma anche alla stregua dell'art. 1176, 2° comma, c.c., dove è indicato il criterio di determinazione della specifica diligenza richiesta nello svolgimento dell'attività professionale.

Ed è interessante notare come il fatto che si tratti di obbligazioni acquistate sul 6° comma, t.u.f., ha mostrato di avere ben presente la distinzione di fondo tra le regole in questione.

D'altro canto, non si può ignorare che la declaratoria di nullità del contratto ex art. 1418 c.c. comporta il diritto dell'investitore a ripetere l'intera somma, con l'aggiunta degli interessi legali, ex art. 2053 c.c. Va dunque considerato se il conseguente ripristino dello *status quo ante* possa inescare il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei risparmiatori (Persone, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, Relazione al convegno « Nuove prospettive della tutela del risparmio », Napoli, 27-28 maggio 2005, in *Riv. soc.*, 2005, 1016) e creare un effetto di *over-deterrence* per gli intermediari, o sia giustificato dall'accertata violazione di regole di condotta e dalla contrarietà dell'atto ai principi di ordine pubblico del mercato [Piazza, (nt. 67), 1031].

⁽⁷²⁾ E v., con riferimento alla legislazione anteriore al t.u.f., ma con considerazioni che mantengono intatta la loro pregnanza, LIBONATI, *Commento all'art. 12 (l. 25 marzo 1983, n. 77, Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento)*, in *N. leggi civ.*, 1984, 520.

⁽⁷³⁾ Cfr., per questa notazione, SCAMENI, *La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds*, (nt. 32), 725 s.

⁽⁷⁴⁾ Si è anche proposto di distinguere i doveri di informazione in « attivi » e « passivi »: fra i primi rientrano la *suitability rule*, che obbliga l'intermediario ad astenersi dall'eseguire operazioni non adeguate e di segnalare la non adeguatezza dell'operazione qualora sia il cliente a richiederla, nonché il dovere di fornire al cliente medesimo informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione di investimento o di disinvestimento; appartengono ai secondi la *know your customer rule*, che impone all'intermediario di acquisire una serie di informazioni sulle caratteristiche e sulla propensione al rischio del cliente, e la *know your merchantise rule*, secondo cui l'intermediario deve acquisire un'adeguata conoscenza degli strumenti finanziari offerti alla clientela: e v., per questa classificazione, FIORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, nota a Trib. Milano, 7 ottobre 2004; Trib. Firenze, 30 maggio 2004; Trib. Mantova, 12 novembre 2004; Trib. Venezia, 22 novembre 2004; Trib. Taranto, 27 ottobre 2004, in *Giur. it.*, 2005, 765 s.

grey market, nonché prive di rating⁽⁷⁵⁾, conduca i giudici ad escludere che la banca si sia limitata alla mera esecuzione o trasmissione degli ordini dell'investitore senza alcuna indicazione circa le operazioni da effettuare (c.d. *execution only*), e non abbia invece svolto un'attività di consulenza sia pure meramente strumentale o promozionale⁽⁷⁶⁾.

Emerge, in tutta la sua rilevanza, l'obbligo di « conoscenza » dei prodotti offerti alla clientela (della loro provenienza, della loro consistenza, dei rischi connessi alle loro configurazioni tecnico-economiche e giuridiche, della loro destinazione nel mercato). Sebbene sia da ricondurre, in generale, al criterio della diligenza professionale nella prestazione dei servizi di investimento, l'obbligo in questione può essere interpretato ed applicato in maniera differente in relazione alla natura (bancaria o non bancaria) degli intermediari.

In questa prospettiva, non si può trascurare di considerare, da una parte, la diversa situazione delle banche rispetto alle imprese di investimento per quanto riguarda il rischio dell'insolvenza dell'emittente, dall'altra, la differenza di conoscenza che può sussistere nell'ambito degli stessi intermediari bancari, a seconda che essi abbiano o meno rapporti creditizi, diretti o indiretti, con l'emittente⁽⁷⁷⁾.

10. *L'opportunità di una disciplina (primaria e secondaria) della rivendita di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali.* — Le riflessioni svolte bastano a dare la percezione di quanto sia delicata la ricerca di un bilanciamento fra principi generali e regole specifiche, sol che si consideri l'esigenza di conciliare un'adempimento *Bord in Italia*, (nt. 5), 49 ss.].

Sotto altro aspetto, occorre evidenziare come l'assenza di un giudizio sul merito creditizio della società emittente — e, più in generale, di informazioni sul concreto rischio di insolvenza della stessa — non solleva l'intermediario dall'obbligo di informare l'investitore del come, anche la dove l'investimento abbia ad oggetto strumenti finanziari provvisti del giudizio di rating. L'intermediario non può limitarsi semplicemente a riportare tale valutazione al cliente, ma deve illustrargliene il significato: e v., su tali problematiche, LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG*, München, C.H. Beck, 2004, 145 s.; LANGE, *Informationspflichten und Aufklärungsgeboten über das eigene Wertpapier erzielte Rating*, in WM, 1993, 229 ss.; nonché, per una specificazione dei doveri di informazione dell'intermediario in relazione alla disponibilità o meno di dati sul livello di rischio dei titoli oggetto di negoziazione, FIORE, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari*, (nt. 72), 766.

⁽⁷⁵⁾ Può essere interessante rilevare, del resto, come il dovere di consulenza delle banche, mentre pare richiamare le funzioni proprie dell'agente di cambio (Piazza, (nt. 67), 1029] o del *remisier* (Picardi, *Il remisier tra silenzio del legislatore e prassi del mercato finanziario*, in Banca, borsa, tit. cred., 1998, I, 708 ss.), permangono pressoché inalterati — e conserva, quindi, la sua importanza all'interno del complessivo impianto di protezione degli interessi dei risparmiatori [cfr., per tale sottolineatura, Trib. Venezia, 22 novembre 2004, (nt. 1)] — nonostante l'utilizzo sempre più diffuso delle tecnologie informatiche e telematiche ed il diffondersi dell'attività di *execution only* (o di *discount-brokerage*): cfr., per specificazioni, *Aufklärungs- und Warnpflichten beim Anlagegeschäft unter besonderer Berücksichtigung des "execution-only-business"* (EOB), in WM, 1997, 1601 ss.; LEISCH, (nt. 73), 156 ss. ⁽⁷⁶⁾ E v., per queste osservazioni, SALAMITRO, *Gli intermediari professionali*, (nt. 45), 556.

guata « disclosure » anche nella fase della diffusione presso il pubblico dei risparmiatori di strumenti (e altri prodotti) finanziari inizialmente sottoscritti dagli investitori professionali con la necessità di non incorrere in una generica dilatazione della portata degli obblighi di informazione e delle norme in tema di emissione di strumenti finanziari.

Da qui l'opportunità di un intervento legislativo che ricollegga precisi obblighi di informazione a ben individuate categorie di atti (ad esempio, la compravendita di obbligazioni emesse da emittenti privati, da emittenti provvisi o meno di rating, da emittenti non quotati) e che discrimini tra i diversi soggetti che hanno acquistato le obbligazioni sul mercato, evitando sia un appiattimento delle norme di trasparenza sulle caratteristiche degli operatori « qualificati », sia soluzioni scarsamente accettabili sul piano equitativo che — come è stato finemente notato⁽⁷⁸⁾ — finiscano col porre a carico dei risparmiatori più prudenti ed avveduti i costi da risarcimento non solo dei più sprovveduti, ma anche dei più « furbi ».

V'è da chiedersi, peraltro, se questa istanza — resa ancora più urgente dall'incidenza pressoché nulla della riforma del diritto societario sulla normativa speciale delle operazioni di sollecitazione all'investimento⁽⁷⁹⁾ — possa essere adeguatamente soddisfatta estendendo agli strumenti ed agli altri prodotti finanziari collocati inizialmente presso gli investitori professionali e successivamente ceduti ad investitori non professionali, per la durata di un anno, la garanzia della solvenza della società emittente di cui all'art. 2412, 2° comma, secondo periodo, c.c.

Tale soluzione — contemplata dall'art. 11, 2° comma, lett. c), l. 28 dicembre 2005, n. 262, che dispone l'introduzione nel r.u.f. dell'art. 100-bis, riguardante la successiva circolazione di prodotti finanziari destinati ai soli investitori professionali⁽⁸⁰⁾ — presenta, inverso, le medesime difficoltà applicative sollevate dalla disposizione richiamata⁽⁸¹⁾ e, dato il limite temporale di un anno⁽⁸²⁾, non sembra in grado di scongiurare del tutto il pericolo di scorrettezze e di abusi in danno degli investitori *retail*.

⁽⁷⁸⁾ DENOZZA, (nt. 46), 348 s.; ma per un ridimensionamento di tale preoccupazione, FIORE, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari* (nt. 72), 766 s., che suggerisce di valutare l'operato dell'intermediario secondo un parametro di ragionevolezza, tenendo conto, da un lato, delle condizioni oggettive delle emissioni (in particolare, degli indici di rischio e della solvenza dell'investimento), dall'altro, della specifica posizione da esso rivestita in quella determinata operazione.

⁽⁷⁹⁾ Cfr., per questo rilievo, BIANCHI-GIANNELLI, (nt. 5), 74 s., che evidenziano il singolare contrasto fra l'assenza di profili innovativi nella riforma suddetta per ciò che concerne i controlli e la trasparenza informativa sui mercati e le gravi conseguenze della circolazione presso la clientela *retail* di titoli originariamente destinati agli investitori professionali.

⁽⁸⁰⁾ Sul contenuto della disposizione sopra citata, v. pure *supra* nt. 68.

⁽⁸¹⁾ Cfr., su tali questioni, BIANCHI-GIANNELLI, (nt. 5), 62 ss., che lamentano come il succitato art. 2412, 2° comma, oltre a non chiarire i termini nei quali deve essere intesa la garanzia della solvenza dell'emittente, omette di dettare una sicura disciplina per talune vicende attinenti alla circolazione delle obbligazioni: si pensi all'ipotesi in cui queste subiscano diversi passaggi di proprietà e, al limite, ritornino nella disponibilità di un investitore professionale che le rivenda ad un investitore *retail*; con le incertezze che ne derivano sul piano dell'individuazione dell'investitore professionale responsabile verso i privati risparmiatori danneggiati dall'insolvenza dell'emittente.

Non ricorre, invece, il limite previsto per l'operatività di tale garanzia nelle società azionarie — ovvero quello della sua applicazione alle sole emissioni eccedenti rispetto al rapporto col capitale di rischio (e per la critica della scarsa idoneità della garanzia in questione a mitigare il permissivo orientamento del legislatore in tema di emissione di titoli di debito, SALAMITRO, *Strumenti di investimento finanziario*, (nt. 48), 290] — essendo piuttosto la stessa configurata in modo analogo a quanto previsto dall'art. 2483, 2° comma, c.c. per l'emissione dei titoli di debito nelle società a responsabilità limitata.

⁽⁸²⁾ La previsione suddetta parrebbe risentire dell'influenza della già ricordata *Rule*

Occorre, piuttosto, affiancare alle regole di comportamento degli intermediari strumenti di protezione degli investitori attribuiti alle c.d. autorità amministrative indipendenti e modellati sulle caratteristiche concrete delle specifiche situazioni disciplinate, al fine di assicurare, anche per una maggiore competitività ed un più diffuso benessere collettivo, che la trasparenza delle operazioni finanziarie — specie di quelle poste in essere dalle banche ⁽⁹⁾ — non si risolveva, sul versante dei rapporti con la clientela, nell'imposizione di compartimenti stagno e, sul versante dei rapporti con la clientela, nell'imposizione indiscriminata di costi ingiustificati a carico dei risparmiatori.

LUCIA PICCARDI

144: qualora, infatti, l'investitore professionale non volesse assumere la garanzia della solvenza dell'emittente, dovrebbe non commercializzare i titoli per il periodo di un anno, con un risultato analogo a quello raggiunto per effetto dell'imposizione dell'*holding period* nell'ordinamento statunitense [PAGNONI, (nt. 12), 161]. Può essere utile ricordare, altresì, che nel Regno Unito la vendita al pubblico di obbligazioni ammesse alla quotazione su mercati esteri ed accompagnate dal solo prospetto di quotazione richieste dalla borsa estera avviene, per prassi, solo dopo che l'investitore istituzionale abbia mantenuto i titoli in portafoglio per almeno sei mesi: v., per i richiami essenziali, BANCA D'ITALIA, (nt. 2), 22, testo e nt. 19.

⁽⁹⁾ Per l'invito a modulare i poteri della Consob e (soprattutto) della Banca d'Italia in modo tale che la vigilanza da esse esercitata tenga conto dell'universalità dell'impresa bancaria, SALANTRO, *Gli intermediari professionali*, (nt. 45), 556 ss.; ID., *Strumenti di investimento finanziario*, (nt. 48), 290 ss.

Lucia Piccardi

**VENDITA ALLA CLIENTELA PRIVATA
DI EUROBLIGAZIONI COLLOCATE
PRESSO INVESTITORI PROFESSIONALI**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore