

## Sollecitazione al pubblico risparmio

CASSAZIONE CIVILE, sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056 - Pres. Adamo - Rel. Rordorf - Tessival s.p.a. (avv. Guerra) c. Intesa Sanpaolo s.p.a. (avv. Sandulli)

**In presenza di un prospetto di offerta pubblica di sottoscrizione di azioni societarie che contenga informazioni fuorvianti in ordine alla situazione patrimoniale della società, l'emittente al quale le errate informazioni siano imputabili, anche solo a titolo di colpa, risponde verso chi ha sottoscritto le azioni del danno subito per aver acquistato titoli di valore inferiore a quello che il prospetto avrebbe lasciato supporre, dovendosi presumere, in difetto di prova contraria, che la non veridicità del prospetto medesimo abbia influenzato le scelte d'investimento del sottoscrittore.**

### ORIENTAMENTI GIURISPRUDENZIALI

Non sono stati rinvenuti precedenti in termini

....*Omissis*...

#### Motivi della decisione

....*Omissis*...

4. Nell'esaminare i riferiti motivi di ricorso occorre muovere dal rilievo che l'impugnata sentenza ha accertato - con argomenti che non possono essere rimessi in discussione in questa sede - sia l'esistenza di una falsa rappresentazione della situazione patrimoniale del Banco di Napoli nel prospetto di offerta pubblica delle azioni sottoscritte dalla ricorrente, sia l'imputabilità di tale falsa rappresentazione a "leggerezza, superficialità, disattenzione" di chi ebbe a redigere i dati riportati in quel prospetto.

4.1. La circostanza - sottolineata nel controricorso - che quei medesimi dati abbiano potuto essere in larga misura influenzati da valutazioni compiute da soggetti terzi e indipendenti (gli esperti nominati dal presidente del tribunale in occasione del conferimento dell'azienda bancaria subito prima intervenuta in attuazione della c.d. legge Amato) nulla toglie alla responsabilità di chi, in veste di amministratore della società offerente, ha sottoscritto i bilanci della società e ha assunto la paternità del prospetto di offerta, per ciò stesso dovendone in prima persona verificare la veridicità e correttezza. Perciò, anche a prescindere dalla posizione personale degli amministratori - che non è qui direttamente in causa - non si vede davvero come la responsabilità nei confronti dei terzi sottoscrittori derivante dalla non veridicità di un prospetto d'offerta pubblica di azioni possa non esser riferita alla società che di quelle azioni è l'offerente e dalla quale quel prospetto proviene.

4.2. La questione che il ricorso propone, non essendo stata impugnata la statuizione della sentenza di primo grado che ha escluso la sussistenza delle condizioni per l'annullamento del contratto di sottoscrizione delle azioni del Banco di Napoli da parte della Tessival, è dunque quella di stabilire in quali termini sia configurabile una responsabilità risarcitoria dell'emittente per l'anzidetta colposa violazione degli obblighi di corretta informazione insiti nella disciplina delle offerte pubbliche.

Per rispondere correttamente all'interrogativo appare op-

portuno individuare anzitutto quale sia la natura dell'ipotizzata responsabilità.

La sentenza impugnata, come s'è detto, ha fatto riferimento alla responsabilità precontrattuale, prevista dall'art. 1337 c.c., mentre la ricorrente insiste nell'invocare, in termini più ampi, la responsabilità aquiliana contemplata dall'art. 2043 c.c.

Reputa la Corte che il richiamo alla disciplina della responsabilità precontrattuale di cui agli artt. 1337 e 1338 c.c. (ancorché tradizionalmente anch'essa ricondotta dalla giurisprudenza - ma non da tutta la dottrina - al più ampio *genus* della responsabilità extracontrattuale) sia scarsamente utile in casi come quello in esame.

La disciplina tracciata dai due suaccennati articoli del codice, infatti, appare manifestamente collegata a situazioni in cui sia configurabile una trattativa destinata alla conclusione del contratto tra due o più parti: trattativa nel condurre la quale si esige che le parti conformino a buona fede il loro reciproco comportamento. Ben diversa è, però, la situazione che si delinea in presenza di offerte pubbliche di acquisto, vendita o scambio di strumenti finanziari; situazione nella quale nessuna trattativa è concepibile e l'aderente all'offerta è in grado di determinare la propria scelta contrattuale non già sulla base di un'interlocuzione diretta con la controparte, bensì unicamente alla luce delle informazioni reperibili sul mercato. Ragion per cui la disciplina di settore (pur attraverso i mutamenti normativi intervenuti nel tempo), già all'epoca dei fatti di causa (quando era ancora vigente l'art. 18 della l. n. 216 del 1974, come modificato dall'art. 12 della l. n. 77 del 1983), poneva a carico dell'offerente l'obbligo di predisporre un prospetto informativo redatto secondo criteri ben determinati, soggetto a controllo da parte dell'autorità di vigilanza e destinato appunto a consentire al pubblico di compiere le proprie scelte d'investimento o disinvestimento in maniera consapevole.

Naturalmente nulla vieta di ricondurre la violazione dell'obbligo di (corretta) redazione del prospetto ad una più ampia nozione di responsabilità precontrattuale, ove per ciò s'intenda qualsiasi responsabilità derivante da comportamenti antiggiuridici posti in essere nella fase che pre-

cede il perfezionamento di un rapporto contrattuale; ma resta il fatto che si tratta di un obbligo diverso da quello cui più specificamente allude il citato art. 1337, al cui disposto, pertanto, è lecito far riferimento, in situazioni come quella in esame, solo nella misura in cui si rinviene in esso un'applicazione del generale dovere di buona fede, che senza alcun dubbio deve improntare anche il comportamento di chi propone un'offerta pubblica di vendita di strumenti finanziari sul mercato.

Ove, quindi, vi sia stata violazione delle regole destinate a disciplinare il prospetto informativo che correda l'offerta, trattandosi di regole volte a tutelare un insieme ancora indeterminato di soggetti per consentire a ciascuno di essi la corretta percezione dei dati occorrenti al compimento di scelte consapevoli, si configura un'ipotesi di violazione del dovere di *neminem laedere* e, per ciò stesso, la possibilità che colui al quale tale violazione è imputabile sia chiamato a rispondere del danno da altri subito a cagione della violazione medesima secondo i principi della responsabilità aquiliana.

È poi appena il caso di aggiungere che, in applicazione di detti principi, la responsabilità in questione è imputabile all'agente non solo qualora egli abbia operato con dolo, ma anche se la violazione delle regole disciplinanti il prospetto d'offerta sia frutto di colpa, essendo stato esso compilato con negligenza o imperizia in modo difforme dal dovuto.

4.2.1. La responsabilità di cui s'è appena detto non è esclusa dal fatto che il contratto di sottoscrizione delle azioni offerte pubblicamente in vendita o in sottoscrizione sia stato comunque concluso e che, pertanto, le azioni siano state comprate o sottoscritte dal destinatario dell'offerta male informato dal prospetto non correttamente redatto.

Questa Corte certo non ignora che, in passato, si è sovente negata la possibilità di postulare gli estremi della responsabilità precontrattuale, in conseguenza di vicende riguardanti la fase che ha preceduto la conclusione del contratto, una volta che il contratto medesimo sia venuto ad esistenza. E le ragioni cui tale opinione si ispira (alle quali si fa cenno anche nell'impugnata sentenza) potrebbero in teoria, almeno in parte, essere invocate anche in una situazione come quella in esame, pur se, come appena osservato, essa è da ricondurre nel quadro dei principi generali della responsabilità extracontrattuale, piuttosto che in quello più limitato della disciplina codicistica della responsabilità precontrattuale.

Occorre però considerare che, in epoca più recente e proprio in riferimento a fattispecie ricadenti nel diritto dei mercati finanziari ed interessanti la tutela degli investitori, questa Corte ha modificato detto indirizzo, adottando un diverso orientamento cui qui s'intende dare continuità.

Il già richiamato principio di buona fede ha infatti una valenza che va al di là dei limiti entro cui tradizionalmente sono confinate le conseguenze dannose del contratto non concluso e, specie in situazioni di mercato nelle quali la conclusione del contratto avviene al di fuori di ogni trattativa e di ogni contatto diretto tra le parti, nulla consente di renderne irrilevanti le violazioni, sol perché esse non hanno immediatamente e decisamente inciso sul meccanismo stipulativo. Donde la conseguenza

- condivisa da autorevole dottrina e coerente anche con i principi attestati in ambito europeo (si veda l'art. 2:301 comma 2 dei *Principles of European Contract Law*) - secondo cui la violazione del dovere di comportarsi secondo buona fede nella fase anteriore alla conclusione di un qualsiasi rapporto contrattuale espone all'obbligo di risarcire i danni a prescindere dal fatto che il contratto sia poi stato concluso o meno e che la violazione del dovere di buona fede possa o meno aver inciso sulla validità stessa del contratto (cfr. Cass. n. 3773 del 2009, Cass. n. 19024 del 2005 e sez. un. n. 26724 del 2007).

4.3. Ciò detto, resta però ancora da valutare come si possano individuare i danni subiti dal sottoscrittore di azioni offerte in base ad un prospetto infedele al vero, dovendo ovviamente sussistere un nesso di causalità tra tali danni e l'infedeltà del prospetto.

4.3.1. A tal riguardo è bene chiarire che, se il comportamento antigiuridico da cui la responsabilità trae origine consiste nell'aver fornito al sottoscrittore dei titoli un'informazione insufficiente o fuorviante circa il valore patrimoniale o la redditività dei titoli stessi, il danno di cui si discute, da ragguagliare al minor vantaggio o al maggior aggravio economico determinato da tale comportamento scorretto (cfr. Cass. n. 19024 del 2005, cit.), è quello prodotto appunto dall'aver acquistato beni aventi un valore diverso ed inferiore rispetto a quanto le informazioni ricevute dall'acquirente avrebbero fatto ragionevolmente supporre: cioè di aver acquistato ad un prezzo che dichiaratamente presupponeva un determinato valore, risultato poi invece inferiore. Se il legislatore prescrive che il prezzo al quale la domanda e l'offerta s'incontrano sul mercato sia determinato in base ad un complesso di informazioni che debbono essere correttamente fornite dall'offerente al mercato stesso, l'alterazione del prezzo conseguente alla non correttezza di tali informazioni, e la circostanza che, di conseguenza, l'incontro tra l'offerta e la domanda sia avvenuta ad un livello di prezzo diverso da quello che prevedibilmente si sarebbe avuto in caso di informazione corretta, integra di per sé un danno ingiusto per l'aderente alla sollecitazione (non diversamente - se può azzardarsi un paragone - da quel che accadrebbe se chi acquista ad un determinato prezzo una scatola sigillata, sulla cui etichetta è indicato il contenuto di un litro di latte, scoprisse poi che di latte nella scatola ce n'è solo mezzo litro).

Contrariamente a quanto sembra prospettare la difesa di parte ricorrente, invece, le vicende dei titoli successive al loro acquisto non sono di per sé produttive di un danno riconducibile al fatto illecito di cui si discute. L'andamento di borsa dei titoli quotati, sia nell'immediato sia nel lungo periodo, è notoriamente influenzato da una assai variegata quantità di fattori. Ovviamente, si può trarre anche da esso argomento per desumere quale fosse l'effettivo valore delle azioni all'atto della loro originaria sottoscrizione e come la scorretta rappresentazione contenuta nel prospetto abbia deformato tale valore ai fini della determinazione del prezzo d'acquisto; ma non per affermare, *sic et simpliciter*, che la perdita derivante dal successivo azzeramento del capitale sociale sia imputabi-

le all'illecito comportamento di cui si sta parlando, perché non è affatto detto che l'andamento negativo della società dipenda dall'inesattezza delle informazioni rese nel prospetto.

Allo stesso modo, però, non può aver rilievo - non comunque per escludere in radice l'esistenza del danno - la circostanza, sottolineata invece da parte controricorrente e richiamata anche nell'impugnata sentenza, secondo cui le azioni del Banco di Napoli, nel periodo immediatamente successivo all'emissione, conservarono o addirittura migliorarono la loro quotazione di borsa. Per poterne arguire che la non veridicità dei dati riportati nel prospetto è stata in concreto influente sul valore dei titoli in questione, occorrerebbe affermare - ma non lo si fa - che il favorevole andamento degli stessi titoli in borsa è continuato pur dopo che la falsità di quei dati è stata resa nota al mercato. Né, ovviamente, si può imputare alla stessa Tessival di non aver approfittato del corso favorevole dei prezzi per rivendere le azioni e per elidere o ridurre il danno quando ancora non le era nota l'inattendibilità del prospetto in base al quale le aveva in precedenza acquistate.

4.3.2. Ha ragione la ricorrente nel dolersi della motivazione in base alla quale la Corte territoriale ha addebitato all'attrice di non aver fornito la prova negativa dell'essere stato il suo acquisto azionario influenzato da circostanze diverse dalla non veridicità del prospetto.

Con tale motivazione non è stato fatto buon governo dei principi che regolano l'onere della prova.

È lo stesso sistema disegnato dal legislatore per disciplinare le sollecitazioni al pubblico risparmio, incentrato sul prospetto informativo come documento senza il quale la sollecitazione non può aver luogo e corredato da un regime di controlli pubblici vertenti anche su tale documento, che necessariamente induce ad assegnare al prospetto una funzione centrale nell'informazione dovuta agli investitori cui la sollecitazione è rivolta: tale per cui la non veridicità del prospetto, a meno che non riguardi aspetti del tutto secondari e di per sé poco influenti, naturalmente implica vi sia stata un'indebita distorsione nella scelta che il destinatario dell'offerta è stato indotto a compiere. Può ammettersi che, in presenza di inesattezze del prospetto limitate e marginali, la loro incidenza risul-

ti in concreto talmente modesta da non essere apprezzabile; ma al di fuori di una tale ipotesi - che la motivazione dell'impugnata sentenza non sembra configurare nel caso esaminato - la non veridicità del prospetto non può non generare la presunzione di rilevanza della distorsione informativa sulle scelte dell'investitore, al quale non può esser perciò imposto l'ulteriore onere della prova negativa di eventuali diversi fattori dai quali dette scelte sarebbero state determinate.

Né, d'altronde, la semplice enunciazione in termini assai vaghi e generici di altre ragioni che potrebbero aver indotto la ricorrente a sottoscrivere le azioni in questione prescindendo dalle informazioni contenute nel prospetto - quale la fiducia degli investitori in un istituto di credito tradizionalmente importante come il Banco di Napoli e la prospettiva di futuri interventi pubblici di salvataggio dell'istituto medesimo - può bastare, sul piano logico, a giustificare la conclusione cui la Corte d'appello è pervenuta, in difetto di qualsiasi concreta e specifica indicazione di circostanze o comportamenti storici dai quali sia lecito dedurre l'irrilevanza dell'informazione fuorviante.

5. Alla stregua di tali considerazioni, e nei limiti sopra indicati, i primi due motivi di ricorso appaiono meritevoli di accoglimento, con conseguente assorbimento del terzo.

L'impugnata sentenza deve perciò essere cassata, con rinvio della causa alla Corte d'appello di Napoli (in diversa composizione), che deciderà attenendosi al seguente principio:

«In presenza di un prospetto di offerta pubblica di sottoscrizione di azioni societarie che contenga informazioni fuorvianti in ordine alla situazione patrimoniale della società, l'emittente al quale le errate informazioni siano imputabili, anche solo a titolo di colpa, risponde verso chi ha sottoscritto le azioni del danno subito per aver acquistato titoli di valore inferiore a quello che il prospetto avrebbe lasciato supporre, dovendosi presumere, in difetto di prova contraria, che la non veridicità del prospetto medesimo abbia influenzato le scelte d'investimento del sottoscrittore».

...*Omissis*...

## PROSPETTO INFORMATIVO E RESPONSABILITÀ CIVILE SECONDO LA CASSAZIONE

di Valerio Sangiovanni

La Corte di cassazione si occupa, nella sentenza in commento, di responsabilità civile da prospetto statuendo alcuni importanti principi che potrebbero influenzare anche la successiva giurisprudenza. Viene esclusa la ricorrenza della responsabilità precontrattuale in favore dell'affermazione della responsabilità extracontrattuale. Particolarmente pregnanti sono inoltre le osservazioni della Cassazione sull'onere della prova: al riguardo viene facilitato il successo delle azioni in giudizio degli investitori stabilendosi che il mero fatto che il prospetto contenga informazioni non corrispondenti al vero è idoneo a influenzare le scelte dei risparmiatori, senza che sia necessario provare che il singolo investitore sia stato determinato a comprare proprio per effetto delle informazioni non vere.

## Introduzione

I fatti della causa di cui si occupa la Corte di cassazione sono abbastanza facili da riassumere. Nel lontano 1991 Tessival s.p.a. sottoscrisse le azioni dell'allora Banco di Napoli s.p.a., nel contesto di un aumento di capitale. Tale azioni risultarono però, successivamente, avere un valore inferiore al loro prezzo di acquisto e - per questa ragione - la società sottoscrittrice chiede l'annullamento del contratto di sottoscrizione e il risarcimento del danno. La sentenza in commento si occupa di responsabilità da prospetto informativo (1). L'aumento di capitale era stato difatti preceduto dalla pubblicazione di un prospetto, che si scoprì poi contenere informazioni che non corrispondevano a verità: la situazione patrimoniale del Banco di Napoli era stata falsamente rappresentata. La Corte di appello di Napoli, nel giudizio di secondo grado, aveva accertato che tale falsa rappresentazione era dovuta a negligenza di chi aveva predisposto il prospetto.

Nella sentenza in commento la Corte di cassazione non dà applicazione al diritto vigente in materia di prospetto (2). Come è noto, la materia è ora disciplinata negli artt. 94 ss. t.u.f., i quali rappresentano l'attuazione in Italia della direttiva prospetti del 2003 (3). La vicenda di cui si controverte è invece molto più risalente nel tempo: la sottoscrizione delle azioni - come detto - è avvenuta nel 1991, mentre il processo civile in primo grado è iniziato nel 1997. A quei tempi era in vigore un'altra disciplina, successivamente modificata più volte. Ad ogni buon conto la Corte di cassazione, nella sentenza in commento, omette di considerare la normativa speciale in tema di prospetto, prestandosi il caso a essere risolto sulla base delle sole disposizioni generali del codice civile.

La funzione del prospetto è quella d'informare l'investitore affinché questi possa procedere all'investimento con cognizione di causa (4). Laddove non fosse convinto dell'operazione, l'alternativa è quella di astenersi dalla medesima, rinunciando all'investimento. Sono in particolare due gli elementi che conducono la scelta dell'investitore: la redditività dell'investimento e la sicurezza del medesimo. Con riferimento alla redditività bisogna distinguere fra azioni e obbligazioni: le prime danno un dividendo, le seconde degli interessi. A ben vedere, la sicurezza dell'investimento non è garantita in nessuno di questi due casi, potendo sempre l'emittente andare incontro a difficoltà finanziarie fino all'insolvenza. Sia con riferimento alla redditività sia con riferimento

alla sicurezza, è necessario che il prospetto rappresenti fedelmente la situazione patrimoniale e finanziaria della società, dando modo a chi sottoscrive i suoi strumenti finanziari di comprendere tutti i rischi che può correre.

Se è vero che il prospetto ha una funzione informativa, si deve però sottolineare che tale obiettivo non sempre riesce a realizzarsi nella prassi. Due sono gli

### Note:

(1) Fra i più recenti contributi in materia di responsabilità da prospetto informativo cfr. S. Bruno, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 785 ss.; E. Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visintini, II vol., Padova, 2009, 793 ss.; V. Sangiovanni, *Commento all'art. 94 t.u.f.*, in *Commentario breve al diritto dei consumatori*, a cura di G. De Cristofaro-A. Zaccaria, Padova, 2010, 1589 ss.; V. Sangiovanni, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Giur. mer.*, 2010, 880 ss.; F. Savasta, *La responsabilità da prospetto: omesso controllo e ... (Prima parte)*, in *Studium iuris*, 2010, 748 ss.; F. Savasta, *La responsabilità da prospetto: ritorno in Cassazione (Seconda parte)*, in *Studium iuris*, 2010, 902 ss. Sulla responsabilità da prospetto nel diritto tedesco sia consentito il rinvio a V. Sangiovanni, *Documento d'offerta pubblica e responsabilità civile nel nuovo diritto tedesco*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 153 ss.

(2) Proprio con il consigliere Rordorf, estensore della sentenza in commento, si rifletteva - nel corso di un recente convegno in materia d'intermediazione finanziaria ("Le controversie in materia di intermediazione finanziaria", organizzato dall'Università del Salento, unitamente al Consiglio Superiore della Magistratura e alla Scuola di specializzazione per le professioni legali, e tenutosi a Lecce il 16 aprile 2010, con relazioni di G. Facci, E. Lucchini Guastalla, R. Rordorf, V. Sangiovanni, A. Sciarrone Alibrandi, moderate da A. Lamorgese) - di come la Corte di cassazione si trovi oggi, troppo frequentemente, a giudicare di normative nel frattempo abrogate. Si tratta di uno degli effetti della durata eccessiva dei processi civili in Italia. Paradossalmente i giudici di cassazione potrebbero sapere poco o nulla del diritto vigente in Italia e, ciò nonostante, svolgere egregiamente il proprio lavoro, essendo chiamati a occuparsi spesso di normative che - se non fosse per la durata eccessiva dei processi - apparirebbero ormai solo alla storia del diritto.

(3) Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE, in GUUE L 345 del 31 dicembre 2003, 64 ss. Si occupano della direttiva prospetti F. Bruno-A. Rozzi, *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 276 ss.; E. Cervio, *Obbligo generale del prospetto informativo*, in *Guida dir.*, 2007, fasc. 4, 81 ss.; R. Cugnasco, *L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, in *Società*, 2008, 803 ss.; E. Franza, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *Contratti*, 2009, 74 ss.

(4) Si noti che l'art. 94 comma 2 t.u.f. si premura di indicare espressamente quelle che sono le finalità del prospetto: contenere "tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti" (art. 94 comma 2 t.u.f.).

ostacoli principali al corretto estrinsecarsi della funzione informativa.

Un primo ostacolo alla funzione informativa è dato dal fatto che il prospetto è generalmente un documento voluminoso, che - proprio per le sue dimensioni - disincentiva la lettura attenta da parte dei destinatari. Il piccolo investitore normalmente non si premura di leggerlo con attenzione prima di effettuare un investimento. La questione è ora, almeno parzialmente, superata, in quanto la normativa vigente prevede l'obbligo di una nota di sintesi, recante i rischi e le caratteristiche "essenziali" dell'offerta (art. 94 comma 2 t.u.f.).

Un'altra circostanza che ostacola la funzione informativa del prospetto è rappresentata dal fatto che il prospetto ha un contenuto tecnico e il piccolo investitore non dispone degli strumenti per comprenderlo. Anche di questa difficoltà è consapevole la legge, che prescrive che il prospetto debba contenere informazioni "in una forma facilmente analizzabile e comprensibile" (art. 94 comma 2 t.u.f.).

Così discorrendo, si è introdotta la distinzione - fondamentale per capire l'intera disciplina dei mercati finanziari - fra piccolo e grande investitore. Di fatto, la funzione informativa del prospetto si realizza appieno solo nei confronti degli investitori professionali. Questi dispongono delle capacità tecniche per comprendere effettivamente i rischi connessi all'investimento. Nel caso invece dei piccoli investitori, tali capacità non sussistono. I piccoli investitori non sono pertanto generalmente in grado di apprezzare *ex ante* la bontà di un investimento (nonostante il prospetto), salvo che siano assistiti da una persona competente. Diversi sono i soggetti che possono assistere i piccoli investitori: al riguardo bisogna peraltro distinguere fra i dipendenti delle banche e i promotori finanziari, da un lato, e i consulenti finanziari, dall'altro (5). Banche e promotori sono incentivati a collocare determinati prodotti e il loro consiglio non è disinteressato: il conflitto d'interessi può portare a raccomandazioni che non sono veramente vantaggiose per l'investitore. Un discorso diverso vale per i consulenti finanziari, per i quali il regime normativo vigente garantisce l'imparzialità, assicurata dal fatto che essi non gestiscono direttamente il danaro dei clienti.

### I soggetti responsabili e le diverse forme di responsabilità

La dizione "responsabilità da prospetto" non è particolarmente tecnica (forse la si potrebbe sostituire con l'espressione - più lata - di "responsabilità connessa a prospetto") e si può riferire a diverse forme di responsabilità che toccano numerosi soggetti. Cer-

chiamo al riguardo di effettuare alcune distinzioni, utili a una migliore comprensione della materia (non delle più facili).

Dal punto di vista soggettivo, nel caso in commento viene affermata la responsabilità civile di una società, cioè della società che ha emesso le azioni sopravvalutate. Che debba rispondere l'emittente è ovvio, in quanto si tratta della persona su cui incombe l'obbligo di predisporre il prospetto (in questo senso dispone il diritto vigente: "coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto"; art. 94 comma 1 t.u.f.). La legge stabilisce inoltre che l'emittente (cui si aggiungono, peraltro, altri soggetti) risponde "dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto" (art. 94 comma 8 t.u.f.). L'emittente ottiene, in cambio degli strumenti finanziari, il danaro degli investitori. Esso ha interesse a collocare i suoi titoli e sussiste pertanto un immanente pericolo, consistente nel fatto che l'emittente predilige una rappresentazione particolarmente buona nel prospetto, al fine d'incentivare la vendita degli strumenti finanziari. Ma una rappresentazione non conforme al vero od omissiva può portare gli investitori a pagare un prezzo eccessivamente alto per i titoli, non corrispondente al valore reale dei medesimi. Questo è esattamente il rischio che il legislatore vuole evitare. Ecco allora che sanziona l'emittente se questi scrive cose non vere nel prospetto o omette di scrivere circostanze rilevanti. Con la responsabilità dell'emittente può però concorrere la responsabilità di altri soggetti. Nella sentenza in commento la Corte di cassazione, pur accennandovi, non si occupa del distinto problema della possibile responsabilità concorrente degli amministratori (6). I gestori della società emittente so-

#### Note:

(5) Sulla nuova disciplina della consulenza finanziaria cfr. F. Annunziata, *Il nuovo regolamento Consob sui consulenti finanziari (artt. 18 bis e 18 ter TUF)*, in questa *Rivista*, 2010, 3, 285 ss.; M.-T. Paracampo, *Le società di consulenza finanziaria: una disciplina in itinere*, in *Società*, 2009, 1459 ss.; V. Sangiovanni, *Aspetti contrattuali della nuova consulenza finanziaria*, in *Contratti*, 2010, 175 ss.; V. Sangiovanni, *Le nuovissime norme di comportamento (e la responsabilità civile) dei consulenti finanziari*, in *Danno e resp.*, 2010, 545 ss.; A. Sciarrone Alibrandi, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009, 383 ss.; L. Zitiello, *La consulenza in materia di investimenti*, in *Aa.Vv., La Mifid in Italia*, a cura di L. Zitiello, Torino, 2009, 433 ss.; L. Zitiello, *I consulenti finanziari*, in *Aa.Vv., La Mifid in Italia*, cit., 473 ss.

(6) La letteratura in materia di responsabilità degli amministratori delle società di capitali è estremamente ampia. Fra i più recenti contributi cfr. D. Fico, *L'azione di responsabilità contro gli* (segue)

no i soggetti chiamati a predisporre i bilanci della società e a redigere il prospetto: sotto questo profilo può essere loro imputata responsabilità per la non completezza/non veridicità del prospetto. Una possibile base normativa della responsabilità degli amministratori verso terzi è identificabile nell'art. 2395 comma 1 c.c., secondo cui le disposizioni dei precedenti articoli (cioè quelle sulla responsabilità degli amministratori) "non pregiudicano il risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori". Non approfondiremo ulteriormente il profilo della possibile responsabilità concorrente degli amministratori, in quanto nel processo di cassazione in esame si è discusso solo della distinta responsabilità dell'emittente, cioè della società che ha venduto le azioni. Si noti che il Banco di Napoli, per effetto di successive incorporazioni, risulta ora inglobato nella società Intesa Sanpaolo s.p.a. È solo questa società che viene convenuta in giudizio. Se l'emittente si trova in difficoltà finanziarie, può essere utile convenire in giudizio anche i suoi amministratori, per aumentare le probabilità di ottenere soddisfazione. Questa situazione non si verifica nel caso di specie, in quanto al Banco di Napoli è succeduto Intesa Sanpaolo, una banca operativa in grado di risarcire il danno subito dai terzi. Un'altra possibile forma di responsabilità connessa al prospetto è quella da omesso controllo del medesimo (7). Tale responsabilità può investire la Consob, la quale è chiamata - in forza di legge - ad approvare il prospetto informativo (cfr. l'art. 94-bis t.u.f.) e a dare il via-libera alla pubblicazione dello stesso. La responsabilità della Consob è stata in particolare oggetto di una lunga vicenda giudiziaria, nella quale si sono succedute decisioni del Tribunale di Milano, della Corte di appello di Milano, della Corte di cassazione e, di nuovo, della Corte di appello di Milano in sede di rinvio (8) e della Corte di cassazione (9). La problematica della responsabilità della Consob per avere omesso di controllare un prospetto non veritiero è però diversa da quella oggetto della sentenza in commento. Qui si è discusso della responsabilità di chi ha predisposto il prospetto, là di quella di chi aveva omesso di controllarlo. La responsabilità "da prospetto" opera quando vi è un prospetto (anche se si tratta di un prospetto contenente delle omissioni oppure delle informazioni non corrispondenti a verità). In certi casi può però essere affermata anche una responsabilità "da omesso prospetto" (10). Anche se - generalmente - sussiste un obbligo di pubblicare il prospetto ("coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pub-

blicano preventivamente un prospetto"; art. 94 comma 1 t.u.f.), la legge non sempre prescrive la pubblicazione di un prospetto. L'art. 100 t.u.f. prevede dei casi d'inapplicabilità dell'obbligo di pubblicare un prospetto (fra l'altro nel caso in cui l'offerta sia rivolta ai soli investitori qualificati). Nella categoria della responsabilità da omesso prospetto mi pare si possa far rientrare la fattispecie prevista dall'art. 100-bis t.u.f. (11). Si tratta del caso in cui l'offerta di strumenti finanziari è avvenuta in assenza di prospetto (essendo i titoli destinati a investitori professionali), ma successivamente i titoli vengono rivenduti a investitori non professionali. Il legislatore colpisce tale rivendita degli strumenti finanziari, prevedendo la sanzione della nullità nonché l'obbligo di risarcire il danno conseguente. La fattispecie dell'art. 100-bis t.u.f. si distingue da quella dell'art. 94

### Note:

(segue nota 6)

amministratori nella s.r.l., in *Società*, 2008, 1400 ss.; B. Meoli, *Prescrizione dell'azione di responsabilità dei creditori sociali*, in *Fallimento*, 2009, 831 ss.; E. Ricciardiello, *La prescrizione dell'azione di responsabilità promossa dal curatore fallimentare verso gli amministratori di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 312 ss.; L. Salvato, *Azioni sociali di responsabilità ed iniziative nei confronti dei terzi danneggiati*, in *Fallimento*, 2009, 1074 ss.; L. Salvato, *Profili della disciplina della responsabilità degli amministratori della s.r.l.*, in *Società*, 2009, 705 ss.; V. Sangiovanni, *Responsabilità degli amministratori e corresponsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Danno e resp.*, 2008, 13 ss.; V. Sangiovanni, *La responsabilità degli amministratori di s.r.l. verso la società*, in *Contr. impr.*, 2007, 693 ss.; F. Sporta Caputi, *Amministratori e sindaci di s.p.a.: responsabilità e dies a quo della prescrizione dell'azione*, in *Società*, 2008, 333 ss.; A. Zanardo, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori": luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, 498 ss.

(7) In materia di responsabilità della Consob cfr. C. Crea, *Omesso esercizio di poteri di vigilanza e di controllo: analisi sistematico-evolutiva della responsabilità della Consob*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, II, 141 ss.; F. Durante, *Responsabilità per omessa vigilanza, "missione" della Consob e ruolo della giurisprudenza*, in *Giur. mer.*, 2009, 625 ss.; M. Poto, *Responsabilità della Consob: ancora irrisolto il problema relativo all'elemento soggettivo*, in *Resp. civ. prev.*, 2009, 1798 ss.

(8) App. Milano, 21 ottobre 2003, in questa *Rivista*, 2004, 7, 933 ss., con nota di A. Tina.

(9) Cass., 25 febbraio 2009, n. 4587.

(10) Per un caso di responsabilità da omesso prospetto cfr. F. Accettella, *Rivendita di obbligazioni collocate presso investitori professionali in assenza di prospetto informativo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 454 ss.

(11) Sull'art. 100-bis t.u.f. v. V. Sangiovanni, *Circolazione dei prodotti finanziari e offerta al pubblico nell'art. 100 bis TUF*, in *Giur. it.*, 2008, 2889 ss.; V. Sangiovanni, *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in *Danno e resp.*, 2008, 965 ss.; R. Viglione, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 43 ss.; R. Viglione, *Nullità e risarcimento del danno nell'art. 100 bis T.U.F.: quale tutela per l'investitore non professionale?*, in *Contr. impr.*, 2008, 55 ss.

t.u.f., in quanto nel primo caso manca del tutto il prospetto, mentre nel secondo il prospetto c'è (anche se non è completo e/o veritiero).

Diversa dalla responsabilità dell'emittente, trattata dalla sentenza della Corte di cassazione in commento, è poi la responsabilità dell'intermediario finanziario. Al riguardo si deve distinguere fra la figura dell'intermediario che interviene come responsabile nel procedimento di emissione degli strumenti finanziari e la figura degli altri intermediari che, successivamente, collocano i titoli ai risparmiatori.

Con riferimento al primo profilo, vi è oggi una precisa base normativa della responsabilità: secondo l'art. 94 comma 9 t.u.f. "la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento". Il responsabile del collocamento non è un intermediario qualsiasi, ma - ai sensi della definizione legislativa - "il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico" (art. 93-bis comma 1 lett. e t.u.f.). Gli strumenti finanziari emessi dall'emittente vengono collocati avvalendosi di più intermediari professionali. Il primo intermediario assume il ruolo di responsabile del collocamento (*lead manager*), mentre altri intermediari affiancano il responsabile componendo il consorzio di collocamento. Gli strumenti finanziari vengono di norma dapprima sottoscritti dagli appartenenti al consorzio, per poi essere ceduti ad altri intermediari; infine vengono venduti ai destinatari finali. In base all'art. 94 comma 9 t.u.f. risponde solo il responsabile del collocamento.

Con riferimento al secondo profilo, ma sempre in relazione alla responsabilità degli intermediari finanziari (e non degli emittenti), la responsabilità da prospetto non va confusa con la responsabilità da inosservanza delle norme di comportamento di detti intermediari (art. 21 t.u.f.). Colpisce la profonda differenza di rilevanza pratica della responsabilità da prospetto rispetto a quella degli intermediari finanziari: mentre nel primo caso le azioni in giudizio sono rare, nel secondo si è avuta - negli ultimi anni - un'esplosione del contenzioso (12). Tale diversità ha più ragioni. Anzitutto si deve rilevare che i prospetti, non fosse altro che per la loro mole, tendono generalmente a evidenziare tutti i possibili rischi dell'investimento: di conseguenza non è facile constatare omissioni o informazioni non vere. Sotto un altro profilo di norma l'emittente che ha pubblicato un prospetto non corrispondente al vero manifesta difficoltà finanziarie che possono arrivare fino all'insolvenza: le probabilità di un alto recupero dell'in-

vestimento agendo in giudizio contro l'emittente sono pertanto scarse. Per questo motivo l'investitore preferisce prendersela con l'intermediario piuttosto che con l'emittente. Nel caso di specie l'azione viene intentata contro l'emittente perché al Banco di Napoli è succeduta un'altra banca che garantisce la necessaria solidità finanziaria per ristorare gli investitori.

## La natura della responsabilità da prospetto

Il fatto generatore di responsabilità è la non vera rappresentazione della realtà contenuta nel prospetto informativo.

Tale rappresentazione non vera può avere diverse

---

### Nota:

(12) Sul contenzioso scaturito dall'inosservanza delle norme di comportamento degli intermediari finanziari cfr. la recente monografia di F. Greco, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010. V. inoltre, a titolo esemplificativo, A. Bertolini, *Risparmio tradito: una riflessione tra teoria generale del contratto e disciplina dei mercati*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 337 ss.; M. Cossu, *Gestione di portafogli*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, 197 ss.; G. Cottino, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario*, in *Giur. it.*, 2010, 607 ss.; I. Della Vedova, *Sulla forma degli ordini di borsa*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 161 ss.; A. Di Majo, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in questa *Rivista*, 2005, 1282 ss.; P. Fiorio, *Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate*, in *Giur. it.*, 2010, 343 ss.; F. Greco, *Obbligazioni Cirio e violazione dell'obbligo di informazione: un ulteriore tassello sul tavolo della roulette della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2010, 428 ss.; S. Guadagno, *Inadeguatezza e nullità virtuale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, I, 460 ss.; S. Guadagno, *Mancato adeguamento del contratto quadro tra "nullità sopravvenuta parziale" e "inefficacia"*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, I, 610 ss.; S. Guadagno, *Violazione degli obblighi di condotta da parte dell'intermediario finanziario: lo stato dell'arte dopo le sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 293 ss.; R. Lener, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, cit., 351 ss.; V. Mariconda, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in questa *Rivista*, 2008, 2, 230 ss.; V. Mariconda, *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti: la criticabile ordinanza di rimessione della questione alle sezioni unite*, in questa *Rivista*, 2007, 5, 635 ss.; R. Natoli, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio"*, in *Contratti*, 2010, 67 ss.; D. I. Pace, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, II, 118 ss.; A. Pepe, *La giurisprudenza sulla responsabilità degli intermediari finanziari*, in questa *Rivista*, 2008, 1, 123 ss.; A. Russo, *La responsabilità in tema di intermediazione finanziaria*, in *Dir. giur.*, 2010, 140 ss.; E. Sabatelli, *Validità del prodotto finanziario My Way e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, II, 356 ss.; F. Sartori, *Violazione delle regole informative e modelli di responsabilità*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, cit., 615 ss.; V. Sangiovanni, *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in questa *Rivista*, 2010, 10, 1385 ss.; V. Sangiovanni, *Inadempimento contrattuale e responsabilità nel caso Lehman Brothers*, in *Corr. mer.*, 2010, 721 ss.; V. Sangiovanni, *Obbligazioni Lehman Brothers e tutele degli investitori*, in *Contratti*, 2010, 221 ss.; D. Tommasini, *Commento all'art. 21 t.u.f.*, in *Commentario breve al diritto dei consumatori*, cit., 1483 ss.

cause, ma le principali si lasciano riassumere in due categorie: l'omissione d'informazioni e/o la presenza d'informazioni contrarie a verità. Il meccanismo che opera nel primo caso è evidente: si omettono nel prospetto delle informazioni negative per l'emittente, in modo da creare l'apparenza che la società abbia un valore maggiore di quello che in realtà ha. Si può fare l'esempio di una casa farmaceutica il cui fatturato si fonda principalmente su di un brevetto, per il quale è pendente una causa; nell'ipotesi in cui la società fosse soccombente, il valore dell'emittente si ridurrebbe drasticamente. L'investitore non adeguatamente informato su tale circostanza potrebbe procedere all'investimento facendo affidamento sulla continuità del fatturato della società, destinato invece a crollare. Il secondo sistema atto a ingannare il pubblico dei risparmiatori consiste nello scrivere nel prospetto circostanze contrarie a verità. Per continuare con l'esempio fatto si può immaginare che si indichi che un importante brevetto ha ancora una durata di molti anni, mentre - in realtà - è imminente la sua scadenza. L'art. 94 comma 8 t.u.f., nello statuire la responsabilità da prospetto, si riferisce proprio a "veridicità" e "completezza" delle informazioni contenute in tale documento.

Quali che siano le modalità con le quali viene creata una rappresentazione non conforme a verità, unico è l'effetto che ne deriva: le azioni poste in vendita mediante il prospetto sono sopravvalutate rispetto al loro valore reale. Chi le acquista (nel caso di specie la società Tessival) paga per esse un prezzo che non corrisponde al loro valore. L'acquirente subisce pertanto un danno consistente nella differenza fra il prezzo pagato per le azioni e il loro valore reale. L'oggetto del giudizio è il risarcimento di tale nocumento.

Nel caso di specie la Corte di cassazione si trova, dapprima, a dover prendere posizione sulla natura della responsabilità da prospetto.

Astrattamente esistono tre tipi di responsabilità che possono venire in considerazione in un contesto del genere: la responsabilità precontrattuale, quella contrattuale e quella extracontrattuale. Ciascuna di queste responsabilità ha una propria base normativa: per la precontrattuale si tratta dell'art. 1337 c.c. (13), per la contrattuale dell'art. 1218 c.c. (14) per la extracontrattuale dell'art. 2043 c.c. (15).

La Corte di cassazione, nella sentenza in commento, esclude che in capo all'emittente sia configurabile una responsabilità precontrattuale. Questa figura di responsabilità si realizza nelle ipotesi in cui vi sia una negoziazione fra le parti e tale trattativa, in caso di sollecitazione all'investimento, non ha luogo. La società emittente si limita a pubblicare un prospetto (e, così

facendo, a informare un pubblico indistinto di potenziali investitori, non un singolo risparmiatore), senza negoziare alcun contratto con il futuro sottoscrittore. Per questa ragione la Corte di cassazione esclude l'applicabilità dell'art. 1337 c.c. al caso di specie.

A mio modesto avviso la conclusione cui giunge la Corte di cassazione non è del tutto convincente. Il procedimento di collocamento delle azioni termina con un contratto di compravendita delle medesime. È vero che prima della conclusione di tale contratto non vi sono, generalmente, trattative fra le parti. Tuttavia mi pare difficilmente negabile che tutta l'attività che precede la conclusione del contratto sia un'attività "precontrattuale", alla quale è corretto applicare l'art. 1337 c.c. Mentre è certo che, fino alla conclusione del contratto, non vi possa essere responsabilità "contrattuale", mi pare più appropriato ascrivere il comportamento delle parti prima della conclusione del contratto alla responsabilità "precontrattuale" piuttosto che a quella "extracontrattuale". Di responsabilità "extracontrattuale" si può parlare quando non sussiste alcun contratto: responsabilità, appunto, da "fatto" e non da "contratto". Questa impostazione mi sembra trovi conferma nella circostanza che l'art. 1337 c.c. si riferisce non solo a "trattative", ma anche - più in generale - alla "formazione" del contratto e la pubblicazione del prospetto altro non è che una fase della formazione del contratto. Si tratta in particolare di quella fase che permette (o dovrebbe permettere), tramite la diffusione d'informazioni, il formarsi di un consenso informato in capo ai potenziali sottoscrittori. Infine non può non essere rilevato, dal punto di vista sistematico, come la responsabilità precontrattuale venga disciplinata nel titolo II del libro IV del codice civile (concernente i "contratti in generale") e non nel titolo IX del medesimo libro IV del codice civile (relativo, invece, ai "fatti illeciti"). Sulla base di queste considerazioni ritengo sia da preferire la qualificazione della responsabilità da prospetto in termini di responsabilità precontrattuale (e non extracontrattuale).

Il problema vero, a rigore di analisi formale, è che

### Note:

(13) L'art. 1337 c.c. prevede che «le parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede».

(14) L'art. 1218 c.c. recita: «il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile».

(15) L'art. 2043 stabilisce che «qualunque fatto doloso o colposo, che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno».

l'art. 1337 c.c. non dice quale sia la sanzione per la violazione del canone di buona fede nella fase che precede la conclusione del contratto. Mi pare tuttavia difficilmente revocabile in dubbio che tale sanzione sia l'obbligo di risarcire il danno così come statuito dall'art. 1218 c.c. Fra le prestazioni dovute dal debitore rientra quella di comportarsi secondo buona fede già prima della conclusione del contratto. Tornando al ragionamento svolto dalla Corte di cassazione, questa ritiene che la responsabilità configurabile in capo all'emittente per un prospetto non corrispondente a verità debba configurarsi come extracontrattuale. Con riferimento all'elemento soggettivo, la Cassazione rileva - correttamente - come la responsabilità da prospetto sussista sia in caso di dolo (e questo è evidente: non fosse altro per i risvolti di tipo penale che ciò comporta) sia in caso di colpa: in applicazione dell'art. 2043 c.c., la responsabilità si fonda su qualsiasi fatto "doloso" o "colposo". Nel primo caso, peraltro, può configurarsi - in aggiunta - una responsabilità di carattere penale ai sensi dell'art. 173-bis t.u.f. (16). In generale il dolo può risultare più difficile da provare rispetto alla colpa. Al riguardo giova rilevare che chi scrive il prospetto ha interesse a rappresentare l'emittente in una situazione migliore di quella nella quale realmente versa. Così facendo, difatti, raggiunge l'obiettivo di sopravvalutare la società e di vendere gli strumenti finanziari a un prezzo più alto del loro valore reale. Vi è dunque un tendenziale incentivo a una rappresentazione particolarmente buona dell'emittente. La legge esige però che tale rappresentazione non oltrepassi il confine della verità, a tutela degli investitori.

### **Danno, nesso di causalità e onere della prova**

Affermata la responsabilità della società emittente per le omissioni del prospetto o per le informazioni non corrispondenti al vero contenute nel prospetto, si tratta di capire quale sia il danno risarcibile.

Il danno consiste nella differenza fra il prezzo pagato per gli strumenti finanziari e il reale valore dei medesimi al momento in cui i titoli sono stati acquistati. Si supponga che le azioni vengano pagate 100 euro ciascuna, ma valgano in realtà 50 euro in quanto l'emittente è sopravvalutato: per ogni azione acquistata vi è un nocumento di 50 euro. La Corte di cassazione, nella sentenza in commento, si avvale di un esempio suggestivo, che consente di capire plasticamente il significato del danno: è come il caso di chi compra una confezione di latte da un litro, per poi scoprire - aprendola - che essa contiene solo mezzo litro di latte (e non un litro come promesso).

Appaiono particolarmente interessanti le statuizioni della sentenza in commento in materia di legame di causalità fra fatto contestato all'emittente e danno subito dagli investitori. Come è noto, affinché si possa condannare una persona a risarcire il danno bisogna che sussista un nesso fra il comportamento di tale soggetto e il nocumento che ne è derivato. Nel caso di responsabilità extracontrattuale, tale legame di causalità risulta dal termine "cagiona" un danno ingiusto usato dall'art. 2043 c.c. Nell'ipotesi, invece, della responsabilità contrattuale (e precontrattuale) la necessità del nesso non è esplicitata dalla legge, in quanto l'art. 1218 c.c. afferma l'obbligo di risarcire il danno per il mero fatto del non esatto adempimento. Ciò nonostante spetta al debitore convenuto in giudizio dimostrare che non vi è tale legame di causalità, provando che "l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile". In altre parole la posizione probatoria è più gravosa per chi chiede i danni in sede extracontrattuale rispetto a chi li chiede in sede contrattuale.

La scelta della Corte di cassazione di qualificare come extracontrattuale la responsabilità da prospetto si riflette anche in materia di legame di causalità e di onere della prova: nella responsabilità aquiliana spetta all'attore provare che è stato proprio il comportamento del convenuto a determinare il danno. Il problema è che, talvolta, la prova del legame di causalità può risultare difficile. Ciò si verifica, in particolar modo, proprio in materia di strumenti finanziari. La quotazione delle azioni dipende da numerosi fattori: alcuni di essi sono legati all'andamento del mercato nel suo complesso oppure del settore produttivo cui appartiene l'emittente (fattori macro-economici), altri sono legati solo al titolo interessato (fattori micro-economici).

L'andamento del mercato nel suo complesso (o del settore di appartenenza) influenza anche l'andamento del singolo strumento finanziario: se, ad esempio, tutto il mercato subisce un ribasso del 10%, anche il titolo Alfa subisce tale ribasso. In un caso del genere non sono però le informazioni contenute nel prospetto la causa del danno subito dall'investitore: il

#### **Nota:**

(16) L'art. 173-bis t.u.f. prevede che «chiunque, allo scopo di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei prospetti richiesti per l'offerta al pubblico di prodotti finanziari o l'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati, ovvero nei documenti da pubblicare in occasione delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, con l'intenzione di ingannare i destinatari del prospetto, espone false informazioni od occulta dati o notizie in modo idoneo a indurre in errore i suddetti destinatari, è punito con la reclusione da uno a cinque anni».

nocumento si produce lo stesso proprio per l'abbassamento delle quotazioni generali di mercato. In altre parole bisogna separare gli eventi che influenzano tutti gli strumenti finanziari da quelli che influenzano lo specifico titolo. Dal punto di vista pratico è chiaro che la fattispecie più ricorrente d'informazioni non corrispondenti al vero contenute nel prospetto riguarda il singolo emittente e i suoi strumenti finanziari. Per l'osservatore esterno è molto più difficile accertare la veridicità di tali informazioni rispetto alla verità delle informazioni concernenti il settore di appartenenza oppure l'intero mercato.

Si deve dunque rilevare che, nella determinazione del prezzo degli strumenti finanziari, concorrono sia elementi macro-economici sia elementi micro-economici. Una volta accertate quali siano le informazioni omesse oppure quelle non vere contenute nel prospetto, si tratta di capire in che misura esattamente tali omissioni/informazioni hanno alterato l'andamento dei prezzi. Provo a esprimere meglio il concetto utilizzando un esempio. Si supponga che le azioni del titolo Alfa abbiano perso 30% del loro valore nei sei mesi successivi alla pubblicazione del prospetto. Si supponga altresì che nel prospetto siano contenute informazioni non corrispondenti al vero. Per capire se tali informazioni sono state determinanti del danno, bisogna identificare tutte le cause che hanno portato alla perdita di valore. In particolare, come si è accennato, non potrà essere imputato all'emittente un calo delle quotazioni dovuto al mero fatto che sono calate le quotazioni del mercato nel suo complesso oppure di tutte le società appartenenti al medesimo settore produttivo. Se, ad esempio, tutti gli emittenti di un certo settore hanno perso il 30% del loro valore, è probabile che tale perdita di valore sia dovuta all'andamento negativo del mercato in quel settore. Nell'ipotesi in cui vi sia però una società di quel settore che ha perso non il 30%, ma il 50%, bisognerà capire perché vi è stata tale perdita maggiore. Laddove si riscontrino informazioni non corrispondenti al vero nel prospetto (informazioni che sono state scoperte), è lecito assumere che proprio tali informazioni abbiano cagionato il danno aggiuntivo del 20%.

Come rileva correttamente la Corte di cassazione nella sentenza in commento è decisivo il momento in cui le falsità vengono scoperte: è in tale momento difatti che il mercato, che fino a quel momento aveva sopravvalutato lo strumento finanziario (quale effetto delle non corrette informazioni), scopre di avere falsamente prezzato il titolo. Ne consegue un brusco ribasso delle quotazioni. In altre parole il prezzo dello strumento finanziario può mantenersi erronea-

mente elevato per lungo tempo, e segnatamente fino a quando le falsità non vengono scoperte.

Sotto questo profilo si può porre un problema aggiuntivo. Può cioè capitare che l'investitore che ha sottoscritto gli strumenti finanziari li rivenda prima che vengano scoperte le falsità. Se così avviene il prezzo di rivendita è probabilmente vicino al prezzo originario di acquisto (e potrebbe perfino essere superiore). Si supponga che le azioni vengano originariamente collocate a 100 euro ciascuna e che vengano vendute un anno dopo allo stesso prezzo di 100 euro; un mese dopo quest'ultima rivendita si scoprono le falsità nel prospetto e il titolo crolla a 50 euro. Al primo acquirente dello strumento finanziario non può essere mossa alcuna contestazione per il fatto di averlo rivenduto, in quanto era ignaro della sopravvalutazione della società emittente (di cui esso stesso è stato, in un primo momento, vittima). Spetterà invece al secondo acquirente, attuale portatore del danno (ha comprato a 100 euro un bene che ne vale 50), valutare se agire in giudizio nei confronti dell'emittente, per le false informazioni contenute nel prospetto che si sono prolungate così a lungo e lo hanno indotto in errore.

Sono infine importanti le considerazioni della Corte di cassazione sull'onere della prova. All'investitore, secondo le regole generali, spetterebbe di provare che il prospetto non veritiero è stata la causa della sua decisione. Nella prassi è però improbabile che il risparmiatore riesca a dare la dimostrazione di avere effettivamente letto il prospetto e di essersi determinato all'acquisto proprio in base alle informazioni non corrette contenute nel medesimo. Per ovviare a questa difficoltà di prova, la Corte di cassazione statuisce un importante principio, consistente nel rovesciamento dell'onere della prova. Si verifica una presunzione, nel senso che - quando il prospetto contiene informazioni non vere - si deve presumere che esso abbia determinato (alterandole) le scelte degli investitori.

A questo ragionamento si deve aggiungere che le omissioni e/o le informazioni non vere sono astrattamente idonee a produrre un danno solo se si tratta di omissioni e/o informazioni rilevanti. L'affidamento degli investitori è direttamente proporzionale alla gravità delle omissioni e/o delle falsità del prospetto. Nella disciplina attuale della responsabilità da prospetto questo requisito trova riscontro in quel passaggio dell'art. 94 comma 8 t.u.f. in cui si dice che l'investitore deve avere fatto "ragionevole" affidamento sulla informazioni omesse dal oppure contenute nel prospetto. L'affidamento è ragionevole quando è idoneo a determinare all'investimento un risparmiatore medio.