

## DECLARATORIA SULLA TESI DI DOTTORATO

Il/la sottoscritto/a

COGNOME | DALMARTELLO |

NOME | ANDREA |

Matr. | 1125731 |

Titolo della tesi:

| LA RIVENDITA DI PRODOTTI FINANZIARI COLLOCATI MEDIANTE "PRIVATE PLACE-  
MENT": FATTISPECIE E DISCIPLINA. |

Dottorato di ricerca in | DIRITTO DELL'IMPRESA |

Ciclo | XXI |

Tutor del dottorando | PROF. PAOLO MONTALENTI |

Anno di discussione | 2010 |

### DICHIARA

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;

2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999 prot. n. 224/1999, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;

3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line

del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);

4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:

- tesi di dottorato LA RIVENDITA DI PRODOTTI FINANZIARI COLLOCATI MEDIANTE "PRIVATE PLACEMENT": FATTISPECIE E DISCIPLINA.;

- di DALMARTELLO ANDREA;

- discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno 2010;

- La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;

5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviolate ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;

6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;

7) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo;

Data 27 gennaio 2010

F.to Andrea Dalmartello

UNIVERSITÀ COMMERCIALE LUIGI BOCCONI  
DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO DELL'IMPRESA  
XXI CICLO

LA RIVENDITA DI PRODOTTI FINANZIARI  
COLLOCATI MEDIANTE "PRIVATE PLACEMENT":  
FATTISPECIE E DISCIPLINA.

Tesi di Dottorato di:  
Andrea Dalmartello  
Matr. n. 1125731

Tutor: Chiar.mo prof. Paolo MONTALENTI

Anno Accademico 2008/2009



## INDICE – SOMMARIO

<i>Introduzione</i> .....	1
---------------------------	---

### CAPITOLO PRIMO IL PROBLEMA

1. Considerazioni introduttive .....	p.	23
2. La raccolta del risparmio da parte delle imprese non finanziarie tra offerta al pubblico e collocamento privato .....	p.	24
3. Il mercato primario e secondario degli eurobonds. Descrizione della prassi di collocamento. Il problema della formazione del prezzo nel mercato secondario .....	p.	27
4. I defaults dei prestiti obbligazionari nel triennio 2000-2002 e la tutela degli investitori. L'assenza di un prezzo informato e la mancanza del prospetto d'emissione .....	p.	35
5. L'offerta al pubblico e la (prevalente) funzione del prospetto: il diritto positivo .....	p.	37
6. L'individuazione della funzione del prospetto informativo e la formazione del prezzo "informato" dei prodotti finanziari. Spunti dalla letteratura in tema di efficienza (informativa) del mercato dei capitali. Distinzione tra efficienza informativa ed efficienza valutativa. Il ruolo (essenziale) degli investitori professionali nel decodificare le informazioni traducendole nel prezzo degli strumenti finanziari .....	p.	43
6.1 segue. Gli investitori individuali come noise traders: un'ulteriore conferma del ruolo essenziale degli investitori professionali .....	p.	54
7. I limiti del modello. La razionalità limitata degli investitori (anche professionali). Implicazioni e aggiustamenti .....	p.	58
8. Il ruolo fondamentale degli investitori professionali e le operazioni di		

private placement. Impostazione del prosieguo dell'indagine .....	p.	62
9. Una prima soluzione (radicale) al problema: abolire il <i>private placement</i> ? Cenni sul dibattito statunitense sulla transizione dal sistema della “ <i>transactional registration</i> ” al sistema della “ <i>company registration</i> ” .....	p.	64
10. Le strategie normative nella disciplina del fenomeno delle «rivendite». I limiti della disciplina volta a proteggere l'investitore. Dal divieto assoluto alla circolazione controllata nel periodo sospetto .....	p.	66

CAPITOLO SECONDO  
 “PRIVATE PLACEMENT” E “RESALES RESTRICTIONS”  
 NEL DIRITTO FEDERALE U.S.A.

1. Cenni sulla disciplina del procedimento di registrazione e del prospetto (sec. 5 SA) .....	p.	75
1.1 Le conseguenze della mancata registrazione: la sec. 12 (a) (1).....	p.	80
2. Il <i>private placement</i> nel <i>Securities Act</i> del 1933: la <i>Section 4(2)</i> .....	p.	82
2.1 Chiarimenti giurisprudenziali sui criteri per individuare l'ambito di applicazione dell'eccezione di cui alla sec 4(2) SA. I criteri estrinseci: a) il numero di destinatari; b)l'ammontare offerto; c) il prezzo delle unità offerte; d) le modalità di offerta .....	p.	85
2.2 I criteri funzionali: a)la capacità degli oblati; b) la disponibilità delle informazioni rilevanti .....	p.	86
3. Le <i>bright rules</i> della SEC: in particolare, la <i>Regulation D</i> .....	p.	89
3.1 Un elemento essenziale ai fini dell'applicazione delle <i>rules 505</i> e <i>506</i> : la nozione di <i>accredited investor</i> .....	p.	92
4. <i>Regulation D</i> e circolazione di <i>securities</i> nel mercato secondario. La disciplina speciale delle « rivendite » .....	p.	94
5. <i>Restricted securities</i> e mercato secondario. Le <i>Sections 4(1),(3)</i> e (4)		

del <i>Securities Act</i> .....	p.	95
5.1 Il concetto di <i>underwriter</i> di cui alla sec. 4(1) nella giurisprudenza. Il proposito di investire tra <i>holding period</i> e <i>change in circumstances</i> .....	p.	98
5.2 Il concetto di <i>underwriter</i> nella regolazione secondaria: la <i>Rule 144</i> . Introduzione, individuazione della fattispecie ed evoluzione della disciplina .....	p.	102
5.2.1 Disciplina della <i>Rule 144</i> relativamente ai <i>non-affiliates</i> : a) gli obblighi informativi .....	p.	104
5.2.2 b) L' <i>holding period</i> (rectius gli <i>holding periods</i> ) .....	p.	106
5.2.3 Critiche (e una possibile risposta alle stesse) alla <i>Rule 144</i> : i costi della regolamentazione e le nuove tendenze verso la <i>deregulation</i> . L'alternativa del mercato: gli accordi di <i>lock-up</i> (cenni) .....	p.	109
5.3 Il "mercato" delle <i>unregistered securities</i> : la <i>Rule 144A</i> . Struttura e funzione della disposizione. Profili oggettivi della fattispecie .....	p.	113
5.3.1. segue. I profili soggettivi: i <i>qualified institutional buyers</i> (QIBs) .....	p.	116
5.3.2. segue. La disciplina. Gli obblighi formali e gli oneri informativi. La diffusione "spontanea" di informazioni sul mercato e l'opportunità di prevedere obblighi informativi in via imperativa. Il problema del divieto di sollecitare .....	p.	119
5.3.3 Profili pratici della <i>Rule 144A</i> : la potenziale diffusione dei mercati per QIB (in particolare PORTAL) .....	p.	122
6. Osservazioni conclusive .....	p.	125

CAPITOLO TERZO  
 LA CIRCOLAZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI SOTTOSCRITTI DA  
 INVESTITORI PROFESSIONALI.  
 LA NOZIONE (SPECIALE) DI «OFFERTA AL PUBBLICO» E IL PRO-  
 BLEMA DELLE «RIVENDITE»: DISCIPLINA GENERALE.

1. Considerazioni preliminari. Esclusione dall'ambito della trattazione della disciplina in tema di servizi d'investimento. Piano dell'indagine .....	p. 130
2. Il « collocamento » privato nella disciplina degli emittenti: la non-applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico. Esame preliminare della rilevanza a fini ricostruttivi della fattispecie «appello al pubblico risparmio». Primi indizi sul persistente rilievo del carattere «pubblico» dell'operazione .....	p. 135
3. La fattispecie « offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita». Rilievi preliminari. ....	p. 139
3.1 Il carattere «pubblico» dell'offerta. Necessità del richiamo alla disciplina codicistica dell'offerta al pubblico. Critica .....	p. 143
3.2 segue. La giurisprudenza della Pretura di Roma .....	p. 145
3.3 segue. Gli orientamenti della Consob in tema di offerta pubblica in opzione .....	p. 148
3.4 segue. Considerazioni critiche su tecnica legislativa e fattispecie della «offerta al pubblico». Il necessario contemperamento tra standards e rules. Emersione di tali istanze nell'attività regolamentare della Consob e a livello europeo .....	p. 152
4. Le ipotesi in cui non trova applicazione la disciplina dell'offerta al pubblico. Dalla normativa comunitaria al Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria .....	p. 157
4.1 Le <i>rules</i> dettate dall'art. 100 del d.lgs. 58/1998. Le offerte ad investitori qualificati .....	p. 159

4.2 Dall'investitore professionale all'investitore qualificato. Il sistema prevalente e il problema dell'operatore qualificato: inadeguatezza della nozione stabilita dalla Consob rispetto alla nozione comunitaria. La nozione attuale: il mantenimento della carattere professionale dell'investitore .....	p.	162
4.3 Le altre ipotesi di inapplicabilità della disciplina: cenni .....	p.	169
5. Gli incerti confini della nozione di offerta al pubblico e il problema delle «rivendite» da parte dei soggetti abilitati: il collocamento privato presso investitori qualificati e la successiva circolazione degli strumenti finanziari nel mercato secondario. La fattispecie generale (di matrice comunitaria) dell'art. 100- <i>bis</i> , I comma, TUIF: incertezze interpretative, spunti sistematici e opportunità di una ricostruzione in chiave storica del significato della norma .....	p.	171
6. Fattispecie e disciplina delle « rivendite » in prospettiva storica. L'orientamento della Consob .....	p.	173
6.1 La tutela del risparmiatore nella giurisprudenza maggioritaria: l'indempimento dell'intermediario- <i>seller</i> alle regole di condotta. Il problema del coinvolgimento degli intermediari coinvolti nelle fasi del processo di emissione anteriori al <i>placament</i> .....	p.	177
6.2 Considerazioni critiche della dottrina. L'indipendenza della disciplina dell'offerta al pubblico rispetto a quella dei servizi d'investimento e la conseguente possibilità di una forza espansiva dello <i>standard</i> .....	p.	181
6.3 Una sentenza del Tribunale di Milano e il problema dei rimedi per la mancata offerta al pubblico. Critica alle tesi volte ravvisare l'operatività di rimedi reali: a) l'illiceità dell'operazione per la violazione delle norme imperative in tema di offerta al pubblico .....	p.	185
6.4 segue. b) la nullità per frode alla legge. Esclusione .....	p.	196
6.5 La nullità per mancanza di forma. Il prospetto come requisito formale del contratto. Critica .....	p.	199
6.6 Un'ipotesi (all'apparenza) particolare: la nullità per illiceità dell'oggetto della negoziazione nel <i>grey market</i> .....	p.	200

7. Conseguenze sull'interpretazione dell'art. 100- <i>bis</i> , I comma, TUIF. Complessità delle fattispecie (e rinvio) e profili di disciplina (esclusione dei rimedi demolitori) .....	p.	202
8. Alcune considerazioni sui rimedi obbligatori. Il problema dell'intermediario responsabile e dell'onere della prova. Il risarcimento del danno e la misura del danno risarcibile .....	p.	207
9. Considerazioni conclusive sulla sussistenza di una lacuna e sulla necessità di un intervento legislativo. Le contrastanti indicazioni in sede comunitaria e alcuni spunti di diritto comparato (con un rinvio) .....	p.	213

#### CAPITOLO QUARTO

#### LA «RIVENDITA» SISTEMATICA DI PRODOTTI FINANZIARI: FATTISPECIE E DISCIPLINA.

1. Introduzione. Genesi dell'art. 100- <i>bis</i> , secondo comma. Dalla risposta al «risparmio tradito» alla disciplina delle «rivendite» .....	p.	217
2. Rapporti tra la fattispecie generale (primo comma) e la fattispecie speciale (secondo comma). Delimitazione della nozione di «rivendita» .....	p.	221
3. La fattispecie di cui al secondo comma dell'art. 100- <i>bis</i> TUIF. Offerte ad investitori qualificati (rinvio). La sistematicità della rivendita: incertezze interpretative e opportunità di una lettura evolutiva .....	p.	226
3.1 Rapporti tra la rivendita sistematica e i casi di inapplicabilità di cui all'art. 100 TUIF e 34- <i>ter</i> Regolamento Emittenti. Tensioni sistematiche ed aspetti problematici .....	p.	234
3.2 Rivendita sistematica e negoziazioni su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione e da parte di internalizzatori sistematici: il rapporto dell'art. 100- <i>bis</i> con l'art. 205 TUIF .....	p.	237
3.3 Rivendita sistematica e servizi d'investimento: precisazioni sull'ambito oggettivo di applicazione .....	p.	242
3.4 Ancora sull'ambito oggettivo di applicazione. Rivendite e circolazione		

dei crediti cartolarizzati .....	p.	252
4. I dodici mesi successivi al collocamento riservato tra <i>holding period</i> e periodo sospetto: spiegazione della strategia normativa e ratio della norma .....	p.	253
4.1 Il problema della necessità di un intervento imperativo da parte del legislatore (limiti di effettività delle <i>selling restrictions</i> contrattuali e <i>market mimicking</i> del legislatore) .....	p.	259
5. L'obbligo di pubblicare il prospetto informativo: il problema del soggetto passivo. Conferme sulla ratio della norma. Art. 100- <i>bis</i> e sanzioni amministrative .....	p.	261
6. La tutela dell'investitore <i>retail</i> nel terzo comma dell'art. 100- <i>bis</i> . Il problema della qualifica soggettiva del legittimato attivo. Critica della tesi che ritiene legittimati anche gli enti: il legittimato è esclusivamente il consumatore persona fisica .....	p.	264
6.1 La tutela speciale dell'investitore non qualificato (che sia anche) consumatore. Il rimedio reale: nullità speciale di protezione o nullità eccezionale deterrente? .....	p.	267
6.2 La tutela dell'investitore- <i>retail</i> (consumatore). Il rimedio obbligatorio: la responsabilità (oggettiva) del soggetto abilitato. Il problema del legittimato passivo. La quantificazione del danno. Rapporti tra rimedio reale e rimedio risarcitorio .....	p.	274
7. La tutela dell'investitore <i>retail</i> -professionista. Rinvio .....	p.	284
8. Questioni preliminari sulla disciplina dell'art. 100- <i>bis</i> , secondo e terzo comma, TUIF. a) Legittimità costituzionale; b) Legittimità comunitaria .....	p.	285
9. Conclusioni. Diritto internazionale privato ed effettività della strategia normativa .....	p.	289
<i>Bibliografia</i> .....	p.	291



## INTRODUZIONE

1. L'oggetto della ricerca è focalizzato sul problema delle « rivendite » di prodotti finanziari collocati mediante *private placement*. Si tratta di un tema quasi inesplorato dalla dottrina italiana, ma che, come si è tentato di dimostrare nella corso del lavoro, costituisce uno snodo sistematico molto interessante attraverso cui studiare l'intervento regolatorio nel mercato mobiliare, sia esso legislativo o inserito in fonti secondarie.

L'approccio metodologico con cui si è condotta la ricerca rappresenta un tentativo, oggi forse imprescindibile, di coniugare l'interpretazione sistematica tradizionale con il più moderno approccio dell'analisi economica del diritto e, quindi, con un approccio ermeneutico orientato alle conseguenze. L'obbiettivo è di fornire un'interpretazione delle norme che, per un verso, sia razionalmente giustificabile e, per l'altro, ottenga tale risultato attraverso risultati efficienti dal punto di vista allocativo (cioè puntino alla massimizzazione del benessere collettivo). Seppure tale approccio metodologico possa sollevare qualche perplessità in alcuni ambiti del diritto (ad es. diritto penale, diritto civile non patrimoniale), appare proficuo in un settore disciplinare quale il diritto dell'economia, ove il benessere collettivo può ben essere assimilato alla massimizzazione della ricchezza che il sistema finanziario riesce a creare. In breve, si è ritenuto possibile controllare i risultati dell'interpretazione funzionale attraverso l'analisi dogmatica della disciplina del mercato mobiliare. Ciò appare ancor più giustificato se si pone a mente la scarsa organicità della legislazione attuale in tema di diritto dei mercati finanziari che è stata a più riprese modificata sia sulla spinta, emergenziale, dell'esigenza (anche solo simbolica) di porre rimedio agli scandali finanziari (v. la l. 262/2005 con riferimento alla quale Guido Rossi ha parlato di degrado della tecnica legislativa), sia sotto l'impulso del legislatore comunitario (attuazione della direttiva prospetti 2003/71/CE e della direttiva MiFID 2004/39/CE e normativa

secondaria).

2. In quest'ottica si è ritenuto opportuno avviare la ricerca prendendo in considerazione le diverse modalità mediante cui le imprese private raccolgono il risparmio presso il pubblico (ottengono cioè finanziamenti accedendo al mercato mobiliare mediante la diffusione di strumenti finanziari). Da una parte, le operazioni di offerta al pubblico (già sollecitazione all'investimento) che il legislatore ha ritenuto di disciplinare imperativamente agli artt. 94 e ss. d.lgs. 58/1998 imponendo, in particolare, obblighi informativi; fornendo cioè informazioni che la società emittente deve compendiare in un prospetto informativo che viene diffuso al pubblico dei risparmiatori e la cui veridicità è "garantita" dall'intervento di intermediari professionali (c.d. *gatekeepers*), quali società di revisione e banche d'investimento, e dal controllo, per quanto ormai di mera legittimità, da parte dell'autorità pubblica di settore (la CONSOB). Dall'altra parte, vi sono le ipotesi di *private placement*, vale a dire le ipotesi in cui l'emittente sceglie di non sollecitare il pubblico dei risparmiatori, offrendo gli strumenti finanziari ad investitori particolarmente qualificati (banche, assicurazioni, fondi etc.), soggetti cioè in grado di ottenere e valutare le informazioni che incidono sul prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente.

È di immediata evidenza come l'utilizzo di questa seconda tecnica di finanziamento si possa prestare a finalità elusive della disciplina della prima. Si può infatti dare il caso in cui, a seguito del *private placement*, i sottoscrittori qualificati degli strumenti finanziari li diffondano tra il pubblico dei risparmiatori attraverso negoziazioni individuali. È esattamente quanto è accaduto negli ormai non più recentissimi scandali finanziari di inizio secolo (in particolare Cirio) in cui i titoli obbligazionari di società emittenti appartenenti a noti gruppi industriali italiani venivano sottoscritti da istituti bancari italiani e poi immediatamente rivenduti (spesso prima ancora dell'emissione attraverso la pratica della rivendita in sede di *gray market*) a risparmiatori.

In ciò pare consistere il problema delle « rivendite »: un problema forse non nuovo, ma che solo in parte ha ricevuto risposta nell'ormai noto intervento giurisprudenziale a difesa del « risparmio tradito ». Si è infatti riscontrato che la dottrina e la

giurisprudenza prevalenti hanno sottovalutato un peculiare aspetto (che è poi il nucleo del problema) nell'analisi delle fattispecie sopra descritte: in particolare, non è stato preso in considerazione il meccanismo di formazione del prezzo in sede di mercato primario dei prodotti finanziari collocati. La giurisprudenza e larga parte della dottrina, infatti, si sono limitate ad analizzare le fattispecie di negoziazione individualmente considerate, nell'ottica della violazione dei doveri dell'intermediario (cioè la banca, la SIM etc.) nella prestazione dei servizi di investimento (art. 21 e ss. d.lgs. n. 58/1998).

Sebbene tale angolo visuale possa fornire una risposta al bisogno di tutela del singolo investitore, è parso necessario considerare pure la dimensione metaindividuale del problema delle rivendite. E ciò in coerenza con l'interpretazione preferibile (seppure, in Italia, ancora minoritaria) della ratio della disciplina dell'offerta al pubblico che ne valorizza la funzione di promozione dell'efficienza informativa del mercato mobiliare. I più recenti studi (in particolare Perrone), in contrasto con la prevalente dottrina, hanno messo in luce come sia frutto di un atteggiamento finzionistico immaginare che il prospetto informativo abbia la sola funzione di informare il pubblico dei risparmiatori: è, ad esempio, la stessa legge a non richiedere che il prospetto sia consegnato ad ogni investitore oblato (vi sono ulteriori indicazioni normative in tal senso che sono specificamente analizzate nella tesi). Ritenere che ogni investitore legga il prospetto (un documento spesso lungo centinaia di pagine) è operazione che rischia di risolversi in un *wishful thinking*.

In realtà, la letteratura economica (e, in particolare, di analisi economica del diritto) hanno chiarito, seppure nel diverso contesto statunitense, come la diffusione di informazioni al mercato (sia nel mercato primario, cioè il mercato delle emissioni, che nel mercato secondario, cioè il mercato borsistico vero e proprio) abbia la funzione di rendere più precisa la formazione del prezzo degli strumenti finanziari e a questa logica sembra rispondere la disciplina italiana dell'offerta al pubblico. La maggiore efficienza informativa del mercato costituisce la preferibile direttiva funzionale cui risponde la disciplina del prospetto per due ordini di ragioni: a) per un verso, prezzi più precisi permettono di selezionare le iniziative imprenditoriali più meritevoli di essere

finanziate con un risultato complessivamente efficiente dal punto di vista allocativo; b) per altro verso, l'efficienza dei prezzi costituisce di per sé una forma di tutela dei risparmiatori che acquistano strumenti finanziari che, alla luce delle informazioni incorporate nel prezzo, non valgono meno di quanto dovrebbero (come è accaduto nei casi Cirio e Parmalat).

Si è ritenuto opportuno poi verificare la tenuta di questa impostazione alla luce dei più recenti studi di *behavioral law and economics*, branca dell'analisi economica che rinuncia alla presunzione di razionalità dei soggetti (in questo caso degli investitori): se infatti i risparmiatori non si comportano razionalmente nelle loro scelte di investimento che senso avrebbe una disciplina che presume il contrario? Orbene, per una serie di ragioni si è ritenuto di poter escludere che il modello dei mercati efficienti possa essere scalzato completamente da tali considerazioni, che suggeriscono piuttosto dei correttivi a protezione dei singoli investitori più sprovveduti (probabilmente da collocare nell'ambito della disciplina dei servizi d'investimento). Da tale analisi emerge, viceversa, un rafforzamento dell'idea che il mercato finanziario funzioni proprio grazie al ruolo in esso svolto dagli investitori professionali (per definizione, in quanto enti organizzati, meno soggetti alle deviazioni dallo schema della razionalità), vero perno cui il legislatore si può affidare (non senza la necessità di alcune cautele volte a prevenire i conflitti di interesse) sia per promuovere l'efficienza del mercato che per perseguire l'obiettivo finale della tutela del risparmio (garantita, seppure in modo forse programmatico, dalla Costituzione, art. 47 Cost.).

Messa a fuoco la funzione (metaindividuale) della disciplina dell'offerta al pubblico, si è dunque escluso che, nell'ipotesi di « rivendite », sia sufficiente la sola disciplina dei servizi d'investimento. Tale conclusione era peraltro stata già ipotizzata (*de jure condendo*) da isolata, ma autorevole, dottrina (Preite) che segnalava l'opportunità di creare uno scalino normativo sufficientemente pronunciato tra offerte pubbliche e offerte private.

3. Prima di dare avvio all'analisi comparatistica e, successivamente, a quella di diritto positivo, si è ritenuto utile esaminare in astratto le varie strategie regolatorie

possibili per il problema delle rivendite, in un'ottica *de jure condendo*. Appare infatti utile verificare quali siano i costi e i benefici delle diverse possibilità che si presentavano al legislatore (e all'interprete) in modo da facilitare l'indicazione della soluzione ottimale.

Anzitutto, si è presa in considerazione l'ipotesi del divieto secco di effettuare *private placements*. Né una tale opzione pare uno sterile esercizio accademico: negli U.S.A., infatti, vi è stato un approfondito ed interessante dibattito al riguardo che ha coinvolto la stessa S.E.C. che ha istituito una apposita commissione di studi per valutare, tra le altre cose, proprio un analogo esito. Pare, pertanto, siano condivisibili i risultati raggiunti al riguardo dalla dottrina americana: è inefficiente vietare le operazioni di collocamento privato, in quanto le stesse, se opportunamente regolate, consentono alle imprese una fonte di risorse finanziarie che può essere, a determinate condizioni, anche molto rilevante. L'offerta pubblica, infatti, è operazione molto costosa che, per volumi limitati, per società di modeste dimensioni, può essere un'opzione esclusa in partenza.

Posta l'utilità del *private placement*, occorre allora concentrarsi sulla disciplina delle rivendite, attraverso un intervento imperativo che ne affronti gli aspetti problematici. Per tali ragioni, non sono parse idonee le discipline che si fondano sul rapporto contrattuale tra rivenditore (intermediario) e investitore: né quella liberale per cui è sufficiente informare il cliente (che è poi l'impostazione di fondo della legislazione comunitaria), né quella più "paternalistica" relativa al controllo di adeguatezza dell'investimento consigliato (che oggi è applicato ai soli servizi di consulenza e di gestione individuale di patrimoni). Non si tratta invero di strategie regolatorie idonee, non solo e non tanto perché ne deriva una incerta tutela dell'investitore (che potrebbe essere raggiunta *ex post* attraverso i rimedi contro l'inadempimento ai doveri dell'intermediario), bensì perché inevitabilmente difettano di quella dimensione collettiva che consente di migliorare, dal punto di vista complessivo, l'efficienza del mercato attraverso la creazione di un netto scalino normativo tra offerte pubbliche e offerte private.

Sono allora ipotizzabili una serie di strategie ulteriori: a) un divieto assoluto di rivendita appare peraltro sproporzionato rispetto alla funzione che deve svolgere, im-

ponendo sugli emittenti un costo (in termini di aggravamento dello sconto di illiquidità degli strumenti finanziari emessi) che ben potrebbe essere altrimenti ridotto; b) divieto soggettivo di alienazione ad investitori *retail*: in cui il sacrificio della liquidità degli strumenti finanziari nel mercato secondario è solo parziale, in quanto tali valori possono continuare a circolare presso investitori professionali (che, come si è detto, si assumono in grado di raccogliere e valutare le informazioni sulla base delle quali stabilire il valore di scambio degli strumenti finanziari). Tale è stata, come si vedrà a breve, la scelta del legislatore americano, preoccupato di conservare la competitività dei propri mercati (anche di quelli destinati ai soli investitori professionali). Ma, a ben vedere, tale è stata pure la scelta del nostro legislatore con riferimento alla circolazione delle quote di fondi riservati (art. 15, comma 4, D.M. 24 maggio 1999, n. 224). L'inconveniente della strategia in esame è, seppure in misura minore, la scarsa liquidità degli strumenti finanziari; c) La garanzia della solvenza in capo al rivenditore: si tratta di una strategia che trasferisce il rischio di insolvenza dell'emittente sul rivenditore professionale e, pertanto, non limita la liquidità dei titoli, ma appare funzionale ai soli strumenti finanziari di debito (*fixed claims*) come dimostra il fatto che il legislatore la abbia adottata per i titoli obbligazionari di società per azioni emessi oltre il limite del doppio del patrimonio netto ex art. 2412 c.c. e per i titoli di debito di s.r.l. ex art. 2483 c.c.; d) i limiti temporali alla circolazione: si tratta di una tecnica volta a mediare tra l'interesse dell'emittente alla liquidità dei propri strumenti finanziari (per ridurre lo sconto di illiquidità in sede di emissione) e la tutela degli investitori in sede di rivendita. Il fatto che gli strumenti finanziari facciano parte per un periodo di tempo ritenuto idoneo del patrimonio di un investitore professionale determina, infatti, in quest'ultimo l'incentivo a svolgere in modo più accurato un'indagine sull'effettivo valore degli stessi sia in sede di mercato primario che rifluirà positivamente in sede di mercato secondario (ciò soprattutto se si svilupperà nel periodo sospetto un mercato secondario cui partecipino altri investitori professionali).

Alla luce di queste considerazioni, è possibile formulare un'ipotesi di lavoro per cui la strategia migliore (sebbene si tratti comunque di un *second best*) sia quella che integra la circolazione tra investitori professionali e i limiti temporali alla circolazione

nel mercato *retail*.

4. Tale ipotesi risulta anzitutto confermata dal dato comparatistico: si è infatti ritenuto opportuno affrontare analiticamente la disciplina federale statunitense in tema di *private placement* e successive rivendite, anche perché manca del tutto nella nostra letteratura un'analisi approfondita di tale aspetto della disciplina americana. L'analisi svolta con metodo microcomparatistico ha messo in luce il ruolo dei diversi formanti (in particolare, come era del resto prevedibile, la S.E.C. e la giurisprudenza) che hanno conferito l'attuale assetto al sistema.

Essendo la disciplina americana particolarmente complessa e articolata, risulta necessario analizzarne tutti i profili, dalla nozione di *public offering* alle varie *private offering exemptions*. La particolare incertezza che la giurisprudenza ha creato negli operatori sull'operatività di queste ultime ha reso poi indispensabile l'emanazione da parte della SEC di un regolamento (la c.d. *Regulation D*) che descrivesse con precisione i requisiti delle operazioni di *private placement*. Alla stessa stregua, si è resa necessaria una disciplina delle *resales* per chiarire quando il rivenditore rientrasse nella ampia e incerta nozione di *underwriter* (soggetto quindi agli obblighi di registrazione e redazione del prospetto informativo): in tal senso la SEC è intervenuta attraverso la *Rule 144* introdotta nel 1972 e poi successivamente modificata in più occasioni (l'ultima a fine del 2007). Attraverso tale regola si è inteso fornire un *safe harbor* agli operatori che intendessero porre in essere una rivendita di *securities* acquistate in un'operazione non registrata: elemento essenziale della strategia normativa è il trascorrere di un *holding period* (più o meno lungo a seconda dei casi) trascorso il quale i valori sono liberamente rivendibili. Tale disciplina è stata aspramente criticata, in un'ottica di analisi economica del diritto, da una recente dottrina, tuttavia le critiche tutte improntate sui supposti limiti che tale disciplina imporrebbe all'attività di *venture capital* non paiono cogliere nel segno dal momento che la scarsa liquidità dei titoli nelle more del *holding period* non sembra danneggiare soggetti come i fondi di *venture capital* che investono nelle società con prospettive imprenditoriali senza quindi interessi di carattere puramente speculativo. Inoltre, una lettura della *Rule 144*

senza considerare la *Rule 144A* appare oggi inammissibile e pertanto l'analisi dovrà tener conto pure di questa seconda regola volta a restituire liquidità alle *unregistered securities*.

Infatti, nel 1990, proprio per ovviare all'illiquidità di cui soffrivano le *unregistered securities* (e quindi favorire le emissioni di società estere nel mercato americano) la SEC ha emanato la *Rule 144A* che è volta a permettere e promuovere la creazione di un mercato secondario per le *securities* non registrate. Tale mercato è imperativamente riservato ad investitori professionali (i c.d. *qualified institutional buyers*) tra i quali vengono annoverati solo quegli investitori realmente in grado di valutare il riflesso sul prezzo delle informazioni sulle imprese emittenti. Orbene, ciò che è rimasto un auspicio della SEC nei primi anni successivi all'emanazione della *Rule*, è oggi invece una realtà in crescita e, anzi, si è assistito, in particolare nel 2007, ad una serie di importanti operazioni di quotazione (non registrate presso la SEC) nel principale mercato riservato ad investitori professionali (PORTAL). Inoltre, molti emittenti stranieri utilizzano tale sistema di scambi per collocare i propri titoli obbligazionari. In realtà, il successo di questa piattaforma è probabilmente da ricondurre ai costi della quotazione introdotti dal Sarbanes Oxley Act nel 2002 che ad una maggiore efficienza delle offerte private rispetto alle offerte pubbliche, ma è comunque da sottolineare il dato relativo al successo di una simile iniziativa.

5. Individuato il problema e identificate le risposte che allo stesso sono state date in uno degli ordinamenti più importanti (soprattutto per quanto riguarda la disciplina giuridica del mercato mobiliare), è stato possibile affrontare la disciplina positiva che si è ritenuto opportuno analizzare innanzitutto in chiave storica per una migliore comprensione dell'attuale complesso normativo. In particolare, si è analizzato il problema delle rivendite nell'ottica dell'ampiezza della fattispecie della sollecitazione del pubblico risparmio (art. 1/18 l. 214/1974) nell'ordinamento previgente. Pur riscontrando la potenziale elasticità di tale fattispecie, idonea a ricomprendere anche operazioni di *private placement* seguite da rivendite ad opera dei sottoscrittori, la dottrina e la giurisprudenza hanno in larga parte ignorato tale problematica: si è, viceversa,

manifestata una tendenza diametralmente opposta giacché sono state introdotte, prima dalla CONSOB e poi a livello legislativo nell'art. 100 d.lgs. 58/1998 delle *rules* che, alla stessa stregua del diritto americano definissero con sufficiente precisione il confine tra offerta pubblica e offerta privata. In tale contesto, la CONSOB, la dottrina e la giurisprudenza non hanno manifestato particolare sensibilità rispetto al problema delle rivendite: anzitutto, la CONSOB ha adottato in una Comunicazione del 1997 (atto non vincolante, ma come noto dotato di notevole efficacia persuasiva) un orientamento che non è stato poi smentito se non da una isolata sentenza del Tribunale di Milano del 2006. In particolare, rispondendo ad uno specifico quesito circa la necessità di effettuare un'offerta al pubblico per un intermediario che avrebbe sottoscritto integralmente i titoli di debito emessi da un Comune per poi inserirli nel proprio paniere, la CONSOB distingueva tra collocamento e negoziazione per conto proprio e, con riferimento a questa seconda ipotesi escludeva la necessità di procedere ad un'offerta al pubblico. Di qui, la supposta ammissibilità della prassi sopra cennata delle emissioni di obbligazioni sull'euromercato, magari collocate direttamente nel *gray market* (prassi, va detto incidentalmente, con riferimento alla quale la CONSOB non si era espressa in modo esplicito). Tale ammissibilità era contestata dalla dottrina minoritaria (influenzata proprio dalle idee di Preite, che si sono sviluppate nel corso del lavoro) e dalla già citata giurisprudenza del Tribunale di Milano; quest'ultima tuttavia pur offrendo un'interessante (e forse corretta) interpretazione della fattispecie in termini di offerta al pubblico indiretta, era in realtà soprattutto animata dall'intento di recuperare il rimedio reale (cioè la nullità virtuale) a tutela del risparmiatore, la cui operatività nell'ambito della disciplina dei servizi d'investimento era allora già negato da una sentenza della Corte di Cassazione (oggi, tale orientamento è ormai cristallizzato dalle sentenze delle Sezioni Unite del 2007). Ma ad una più meditata analisi, pare doversi concludere nel senso della preferibilità del rimedio risarcitorio anche in relazione alla peculiare fattispecie della mancata pubblicazione del prospetto (non sembra infatti vi siano significative differenze tra la violazione degli artt. 21 e ss. TUIF e gli artt. 94 e ss. TUIF sotto questo specifico profilo). E ciò, in ossequio alle direttive metodologiche sopra esplicitate, sia per ragioni dogmatiche (non essendo ravvisabile

né la nullità funzionale per illiceità della causa, né tanto meno la nullità virtuale), che per ragioni funzionali (il rimedio risarcitorio si adatta meglio alla fattispecie considerata costituendo alla stessa stregua della nullità, al contempo, un deterrente efficace e un efficiente strumento di riparazione del danno subito dai risparmiatori, evitando altresì ingiustificati arricchimenti da parte di questi ultimi).

6. L'analisi svolta risulta di grande utilità per interpretare la disposizione che reca, oggi, la disciplina delle vendite di prodotti finanziari collocati mediante *private placement*, al cui chiarimento è volta la presente ricerca.

In particolare, l'art. 100 *bis* si compone di due alinea il cui coordinamento è particolarmente complesso. Inoltre, la stessa disposizione è stata tacciata di irrazionalità da parte della dottrina e, da un isolato autore, addirittura di incostituzionalità oltre che di illegittimità dal punto di vista comunitario (in particolare per violazione del così detto divieto di *gold plating*). Scopo della ricerca è dunque di individuare un percorso di razionalizzazione della norma che ne consenta, da una parte, un'applicazione pratica priva (per quanto possibile) di incertezze, dall'altra, un sicuro riparo dagli attacchi alla legittimità della stessa. Non si tratta, infatti, di una disposizione illegittima e irrazionale, bensì, come si tenterà di dimostrare nel corso del lavoro, a dispetto di una formulazione letterale forse non del tutto perspicua, è possibile individuare un insieme di precetti volti ad introdurre nel nostro ordinamento una delle strategie regolatorie che sopra in astratto si sono delineate; in altri termini, una norma di chiusura volta a garantire, attraverso una forte deterrenza ottenuta attraverso i rimedi privatistici, la presenza di uno scalino normativo sufficientemente alto tale da separare nettamente le offerte pubbliche da quelle private.

Punto di partenza dell'analisi è inevitabilmente il primo comma dell'art. 100 *bis* che, con una formulazione che a prima lettura potrebbe apparire tautologica, sancisce che alle vendite che integrano un'offerta al pubblico (ai sensi dell'art. 1.1 lett. t) si applica la disciplina degli art. 94 e ss. d.lgs. 58/1998 (cioè proprio la disciplina dell'offerta al pubblico). Si è ritenuto di dover respingere la tesi del carattere tautologico della norma, attraverso un percorso ermeneutico che ne valorizzi la portata in-

novativa. Due sono, invero, i principi introdotti dalla disciplina del primo comma dell'art. 100 *bis*: a) in primo luogo, è possibile sostenere che tale norma ammetta l'operatività della disciplina dell'offerta al pubblico anche con riferimento ad operazioni svolte nel mercato secondario. A tale conclusione si giunge in base ad una serie di rilievi sistematici: i) sono oggi considerate rilevanti le operazioni di rivendita ad opera degli intermediari; ii) la definizione di offerta al pubblico (art. 1.1 lett t d.lgs. 58/1998) è sufficientemente ampia da costituire uno *standard*; *standard* che, come si è rilevato dall'interpretazione storica precedentemente svolta, può essere esteso sulla base della ratio della norma anche laddove abbiano operato alcune *rules* (in questo caso l'art. 100 lett a. d.lgs. 58/1998); iii) la base giuridica comunitaria che contiene la definizione di offerta al pubblico contiene un inciso che non è stato attuato dal nostro legislatore, ma che appare sufficientemente dettagliato da essere direttamente applicabile (o, in alternativa, la disciplina interna va interpretata in coerenza con il dettato comunitario): l'art. 3.2 Direttiva 2003/71/CE infatti afferma che nel caso di collocamento presso intermediari non vi è offerta al pubblico solo se tale collocamento è *definitivo*. In tale espressione, è riscontrabile l'idea che le rivendite da parte degli intermediari possono essere considerate, anche se intervengono al di fuori del servizio di collocamento, come parte di un più ampio disegno volto a mascherare, mediante la successione tra un *private placement* e le conseguenti negoziazioni individuali, un'offerta al pubblico. b) in secondo luogo, come peraltro è stato già chiarito dalla dottrina, il primo comma della disposizione in esame introduce quello che può ben essere definito il *principio di autonomia* delle offerte: con ciò intendendosi che le offerte al pubblico, effettuate dagli investitori qualificati che hanno sottoscritto i prodotti finanziari collocati ai sensi dell'art. 100 d.lgs. 58/1998, si ritengono autonome rispetto al precedente collocamento privato e, pertanto, l'emittente non è obbligato (se non è previsto diversamente da clausole contrattuali, pur diffuse nella prassi internazionale) a redigere alcun prospetto informativo. Tale obbligo sussiste viceversa in capo all'intermediario che decida di sollecitare il pubblico risparmio. Il principio di autonomia è volto ad impedire anche che possa essere invocata la transitività delle esenzioni di cui gode un offerta in sede di mercato primario: in altri termini, i caratteri di ogni offerta an-

dranno valutati in modo autonomo, con un'impostazione che, per certi versi, avvicina il nostro ordinamento a quello americano.

Quanto si è affermato sub a) ha delle dirette conseguenze sul piano della disciplina applicabile: qualora infatti gli investitori abbiano acquistato strumenti finanziari nell'ambito di un'operazione architettata in modo da mascherare la reale natura e riescano a provare in giudizio tale disegno (allegando e provando una collaborazione tra emittente e intermediari sottoscrittori che sono al tempo stesso collocatori) potranno invocare rimedi di carattere civilistico a tutela delle proprie ragioni in quanto risulterebbe violato l'obbligo di pubblicare un prospetto (e di seguire, più in generale, la disciplina degli artt. 94 e ss.). Si pone dunque il problema dell'individuazione del rimedio preferibile: rimedio reale (nullità) o rimedio obbligatorio (risarcimento del danno)? A tal fine, valgono i risultati di quanto si è stabilito nell'ambito della ricostruzione storica della disciplina: in caso di violazione della disciplina dell'offerta al pubblico, il rimedio più corretto da un punto di vista dogmatico e più idoneo da un punto di vista funzionale è quello risarcitorio.

In relazione a tale rimedio si pongono due problemi principali di cui si da conto nel corso della trattazione: a) la definizione del perimetro dell'onere probatorio che grava sull'attore; b) il problema della quantificazione del danno.

7. Chiarita l'interpretazione preferibile del primo comma dell'art. 100-*bis* (che delimita la fattispecie generale delle rivendite), è stato possibile concentrarsi sulla disciplina speciale delle rivendite dettata dal secondo e dal terzo comma dello stesso articolo. Si tratta di norme che sono state emanate (seppure non da un punto di vista strettamente cronologico dato che l'introduzione di tale norma risale al 2005, mentre i *defaults* al 2001), nel tentativo di porre rimedio alla crisi di fiducia (elemento essenziale per il funzionamento del segmento *retail* del mercato mobiliare, come dimostrano gli studi di L. Stout e di altri autori) che ha colpito i risparmiatori a seguito dei crack finanziari che hanno dato luogo al fenomeno del c.d. "risparmio tradito". In tal senso si poteva spiegare la prima formulazione della norma che utilizzava la strategia regolatoria della garanzia della solvenza (che, come si è visto, si adatta principalmente

alla circolazione di prodotti finanziari che rappresentano *fixed claims*, vale a dire proprio dei titoli obbligazionari che erano stati alla base del tradimento della fiducia dei risparmiatori, anche perché spesso presentati come titoli a basso rischio).

Il testo della norma oggi prevede che siano considerate alla stregua di un'offerta al pubblico le rivendite sistematiche che avvengono nell'anno successivo all'emissione in assenza di prospetto informativo. La nuova formulazione testuale della disposizione ne permette tuttavia, come si è accennato, una lettura evolutiva: non si tratta semplicemente di fornire ai risparmiatori una "norma-manifesto" che infonda il loro nuova fiducia (del resto, non sembra che il risparmiatore nelle scelte d'investimento si orienti in base al contenuto delle norme che disciplinano il mercato mobiliare), ma di colmare in modo meno equivoco di quanto faccia il primo comma la lacuna (forse solo apparente) relativa alla disciplina delle rivendite nel nostro ordinamento.

Volendo individuare con precisione i profili della fattispecie presa in considerazione dalla norma, occorrerebbe preliminarmente occuparsi dell'offerta ad investitori professionali ex art. 100 lett. a) d.lgs. 58/1998: ma tale aspetto è già stato trattato quando si è ricostruita in chiave storica la fattispecie del *private placement* e pertanto a quanto detto in quella sede si può far rinvio.

7.1 Il primo elemento su cui occorre concentrarsi è proprio la nozione di « rivendita » che, volutamente, si era lasciata sullo sfondo della trattazione precedente. Si tratta di una nozione atecnica, almeno dal punto di vista civilistico. Ma la natura di diritto secondo (Castronovo) del diritto del mercato mobiliare, suggerisce un tentativo di rigorosa delimitazione dei suoi caratteri speciali in tale settore dell'ordinamento.

Anzitutto, bisogna immediatamente chiarire che non vi è coincidenza, ma solo continenza tra rivendita e trasferimento: la prima è infatti più ampia del secondo (per ragioni storiche e funzionali).

Inoltre, vi sono due caratteri della rivendita che possono essere isolati: a) si tratta di un'*attività* in senso tecnico (Auletta) e non di un semplice atto: vale a dire una pluralità di atti (anche solo programmata) considerata unitariamente come fattispecie in quanto diretta ad uno scopo; b) tale attività consiste necessariamente nel collega-

mento strutturale tra un'operazione di collocamento privato e un successivo coinvolgimento del risparmio *retail*.

In base a queste considerazioni è possibile stabilire i rapporti tra primo e secondo comma dell'art. 100-*bis*: poiché il contenuto normativo espresso del primo comma è, come si è visto, solo il c.d. principio di autonomia, non pare condivisibile l'opinione, da più parti espressa in dottrina, per cui il secondo comma costituirebbe una presunzione assoluta di offerta al pubblico. In realtà, pare preferibile concludere che le due norme si situino su piani differenti e, di conseguenza, leggere il secondo comma come una specificazione del principio sotteso all'art. 100-*bis* così come integrato dalla disciplina comunitaria. Ci si trova, pertanto, al cospetto di un chiarimento (sulla falsariga della *Rule 144* nel diritto americano) dell'operatività del divieto di rivendita, sia dal punto di vista temporale (e ciò è esplicito) che dal punto di vista soggettivo (e ciò, come si vedrà a breve, risulta dall'interpretazione sistematica della norma). La strategia regolatoria è del tutto peculiare, perché invece di coinvolgere nella catena della responsabilità tutti i soggetti (in particolare emittente e intermediari responsabili del collocamento) la legge si affida, alla stregua di un *protective gatekeeper* (Giudici), all'intermediario-*seller*, cioè, all'ultimo anello della catena dell'investimento qualificato, il soggetto che ha diretti rapporti con l'investitore *retail*.

7.2 Il secondo profilo della fattispecie che necessita un chiarimento è il carattere sistematico che, secondo il testo della legge, deve avere la rivendita. A tale proposito, si sono manifestate le maggiori incertezze della dottrina. Più precisamente, la dottrina, pur nella diversità di soluzioni cui perviene, muove da un comune punto di partenza: la natura quantitativa degli elementi da cui si deve desumere la sistematicità delle rivendite. È infatti comune il rilievo che per aversi rivendita sistematica vi deve essere a) una pluralità di rivendite (termine che viene sostanzialmente assimilato al trasferimento); b) una determinata frequenza sotto il profilo temporale delle stesse. A queste costanti vengono poi aggiunte alcune variabili quali la dimensione dell'intermediario o la tipologia della clientela. In sostanza, si tratta di un approccio casistico che privilegia la funzione creativa della giurisprudenza e sul quale ci si può interroga-

re sul ruolo dell'autorità di settore (CONSOB), posto che una competenza regolamentare di quest'ultima a tale riguardo è quanto meno dubbia. Altra parte della dottrina, per evitare l'evidente inconveniente (in termine di certezza del diritto) di un approccio casistico ha proposto di utilizzare *rules of thumb* che appaiono tuttavia del tutto arbitrarie (ad es. la distribuzione presso il pubblico del 50% più uno di un'emissione renderebbe così la rivendita sistematica).

Tali indicazioni non risultano appaganti: non solo perché risultano eccessivamente discrezionali o arbitrarie. Basti pensare alla configurazione dell'onere della prova che, in quell'ordine di idee, graverebbe sull'investitore non qualificato: costui dovrebbe infatti a dover dimostrare circostanze di fatto che vanno ben al di là del rapporto che ha determinato l'acquisto dei prodotti finanziari a circolazione limitata. E ciò in un ordinamento in cui mancano meccanismi generalizzati di *discovery*. Il che equivale a rendere la norma in questione, di fatto, inoperante. Inoltre, la dottrina non ha chiarito se l'attività di rivendita rilevante è solo quella dell'investitore qualificato legittimato passivo ovvero possano essere considerate rilevanti vendite effettuate anche da altri investitori qualificati. Infine, dal momento che la rivendita sistematica infrannuale determina il sorgere dell'obbligo di redigere un prospetto, la lettura quantitativa produce una sostanziale incertezza sul momento in cui tale obbligo diviene effettivo.

Da un esame lessicale dell'aggettivo "sistematico" emerge inoltre che a prevalere siano elementi qualitativi (relativi alle modalità con cui avvengono le vendite) piuttosto che quantitativi. Di qui, l'opportunità di una lettura evolutiva della norma che, valorizzando la natura di attività della vendita sopra indicata e lo spunto (forse solo suggestivo) che indica la definizione di internalizzatore sistematico di cui all'art. 1.5-ter d.lgs. 58/1998 (da cui si desume l'assenza dei profili quantitativi dalla caratterizzazione in senso sistematico di un'attività), delimiti la fattispecie rilevante alle sole ipotesi di vendita effettuate da soggetti abilitati (gli intermediari professionali come banche, SIM etc.) che pongano in essere (anche solo programandola) l'attività di vendita in modo sistematico e, dunque, professionale. La principale conseguenza pratica di una lettura in senso qualitativo è di ritenere rilevante ai fini della norma an-

che un singolo atto che si possa inserire in tale attività professionale (e quindi svolta da tali soggetti). Con ciò risolvendo gli inconvenienti della lettura quantitativa attraverso la considerazione di elementi valutabili *ex ante* e non solamente *ex post*. Tale lettura appare inoltre coerente con gli obiettivi funzionali sopra indicati e con il dato comparatistico (v. *Rule 144*).

Ove tale lettura apparisse troppo “ingessante” (e tale potrebbe essere il plausibile giudizio della *financial industry*) è possibile ammettere, a parziale correttivo, la possibilità per l'intermediario di provare che il singolo atto di rivendita non risulta inserito in un più ampio programma di distribuzione.

7.3 La delimitazione della fattispecie implica inoltre la necessità di sciogliere i rapporti sistematici tra la rivendita sistematica e i casi di inapplicabilità della disciplina dell'offerta al pubblico previsti dall'art. 100 d.lgs. 58/1998 e dall'art. 34 *ter* del regolamento emittenti emanato dalla CONSOB. Non sembra così certo che tutte le ipotesi di inapplicabilità possano operare nel contesto delle rivendite. È significativo, da un punto di vista funzionale, che non vi siano ostacoli all'operatività della lett. a (circolazione presso investitori qualificati) poiché in base a tale rilievo pare possibile anche nel nostro paese lo sviluppo di mercati destinati ai soli investitori professionali alla stessa stregua di quelli analizzati sopra nel contesto statunitense (*Rule 144A*).

Altre cause di inapplicabilità della disciplina dell'offerta al pubblico sono quelle previste dall'art. 205 d.lgs. 58/1998 (attuato dall'art. 2 Reg. Emit.) che riguardano: a) la quotazione in mercati regolamentati dei prodotti finanziari: in tal caso l'art. 100 *bis* risulta senz'altro non applicabile (e ciò risulta confermato dalla tendenziale efficienza di tali mercati); b) la quotazione in *multilateral trading facilities*: in tal caso è possibile escludere l'applicabilità dell'art. 100 *bis* solo nel caso in cui siano previsti obblighi informativi in capo agli emittenti assimilabili a quelli previsti dall'art. 114 d.lgs. 58/1998; c) la quotazione nell'ambito di internalizzatori sistematici: in tal caso l'art. 100 *bis* è sempre applicabile (costituendo tale sistema di scambi, che si pone a metà strada tra il mercato e la negoziazione in conto proprio da parte dell'intermediario, l'ipotesi paradigmatica di applicazione dell'art. 100-*bis*).

Il quadro relativo alla fattispecie si chiude con l'esame di due profili sistematici rilevanti soprattutto da un punto di vista applicativo: a) da una parte, la risposta agli interrogativi in merito alla operatività dell'art. 100 *bis* in relazione a ciascun servizio di investimento (collocamento, negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini, mediazione, gestione individuale) volto a dare conto della maggiore ampiezza della fattispecie « rivendita » rispetto al semplice trasferimento e, pertanto, a coinvolgere anche gli intermediari che soltanto collaborino all'operazione; b) dall'altra, l'esame della compatibilità dell'art. 100 *bis* con la disciplina della circolazione dei crediti cartolarizzati (c.d. *Asset Backed Securities*) espressamente disciplinate dalla l. n. 130/1999.

8. Pare opportuno dare avvio all'esame della disciplina concentrandosi su uno dei punti più controversi che, tuttavia, nell'ottica con cui si è condotto il presente lavoro, risulta molto utile per chiarire la ratio della strategia normativa adottata.

La legge infatti considera lecita la rivendita di prodotti finanziari che abbia luogo trascorso un anno dall'emissione, anche senza la pubblicazione di un prospetto informativo. Tale periodo temporale richiama le previsioni statunitensi in tema di *holding period*, ma, a ben vedere, si tratta di una strategia normativa diversa che, in un certo senso, integra quanto previsto dalla *Rule 144 (holding period)* con quanto previsto dalla *Rule 144A* (libera circolazione tra *Qualified institutional buyers*). Tale differenza strutturale, tale per cui è forse meglio parlare di “periodo sospetto” (Costi parla di anno di quarantena) rispetto a “obbligo a termine di detenzione in portafoglio”, non impedisce un'assimilazione, da un punto di vista funzionale, delle norme interne a quelle previste dalla SEC. È stato sostenuto che si tratterebbe di una previsione facilmente eludibile, in quanto sarebbe sufficiente attendere un anno. Ma è a ben vedere proprio quest'attesa a costituire il deterrente, ritenuto dal legislatore idoneo a creare quello scalino normativo tra offerte pubbliche e offerte private che è uno degli obbiettivi della norma. Inoltre, occorre ricordare che nel corso del periodo sospetto gli strumenti finanziari possono circolare tra investitori professionali, dunque tra soggetti idonei a permettere la formazione, nel mercato secondario, di un prezzo

sufficientemente affidabile, per poi, trascorso l'anno, coinvolgere anche il risparmio più inconsapevole. Il tutto attraverso una strategia normativa che impone obblighi sui soggetti che intrattengono rapporti con i soggetti che maggiormente necessitano di tutela. Con il che il legislatore pare aver cercato un punto di equilibrio tra efficienza del mercato e protezione dell'investitore.

Alla luce di queste considerazioni risulta agevole la soluzione di alcuni problemi applicativi: non è infatti consentito agli investitori trasferire il rischio dell'investimento attraverso prodotti derivati (ad esempio opzioni *put* ma analogo discorso vale per le vendite allo scoperto) e quindi il momento da cui decorre il periodo sospetto è quello in cui l'investitore professionale si assume il rischio tipico dello strumento finanziario in portafoglio: dunque inizia a decorrere solo se c'è un'effettiva assunzione del rischio e se il corrispettivo è stato effettivamente pagato.

8.1 Altro aspetto rilevante della disciplina è l'identificazione del soggetto passivo su cui incombe l'obbligo di prospetto: ragioni di carattere funzionale suggeriscono di considerare tale l'intermediario che procede alla rivendita anche se il soggetto meglio in grado di redigere il prospetto informativo è l'emittente. È la strategia normativa utilizzata dal legislatore a suggerire questa impostazione: l'imposizione di un simile obbligo pone infatti sui soggetti professionali un effetto deterrente tale da imporre su costoro una funzione selettiva delle emissioni più meritevoli, con un probabile effetto efficiente dal punto di vista allocativo (vengono finanziate le iniziative imprenditoriali migliori).

La violazione di tale obbligo comporta l'applicazione di sanzioni amministrative (per la mancata pubblicazione del prospetto) che però appaiono poco incisive e, pertanto, è al *private enforcement* che il legislatore si affida per l'effettivo funzionamento della strategia normativa.

8.2 La tutela dell'investitore *retail* è architettata in modo affatto peculiare. Infatti il terzo comma prevede l'operatività concorrente di due rimedi che non si trovano spesso accomunati: la nullità e il risarcimento del danno. Il legislatore ha però (in-

spiegabilmente) deciso di complicare la disciplina riservando tali rimedi all'investitore *retail* (che non sia investitore qualificato) che sia anche consumatore (vale a dire che agisca per scopi estranei alla propria professione).

Si pone dunque il problema della tutela dell'investitore *retail* che non sia consumatore: pur trattandosi forse di casi marginali, è possibile individuare una soluzione in quanto si è detto circa i rimedi applicabili nell'ipotesi di violazione del primo comma dell'art. 100 *bis*.

Quanto alla definizione di consumatore utilizzata, per ragioni sistematiche, si è ritenuto di poter escludere l'estensione di tale speciale legittimazione attiva alle persone giuridiche, pur non espressamente escluse dalla lettera della legge.

8.3 La previsione del rimedio reale si inserisce in quel fenomeno di fuga dal rimedio risarcitorio rilevato quasi trent'anni fa da autorevole dottrina civilistica (Irti) (e che si pone in contrapposizione all'opposta tendenza cui si assiste da un ventennio nel diritto societario). Si tratta di un'ipotesi di nullità eccezionale relativamente alla quale non si sono rilevati gli stessi caratteri delle nullità di protezione previste in altre parti dell'ordinamento a tutela del consumatore (non deve dunque ingannare il profilo della legittimazione attiva). Infatti, da un punto di vista funzionale, la nullità ha lo scopo principale di garantire al risparmiatore le restituzioni, piuttosto che per negare rilevanza all'atto di autonomia privata (spesso infatti le nullità di protezione sono nullità parziali). Inserendo tale ipotesi di nullità nel più ampio discorso fin qui condotto, pare possibile concludere che la tutela dell'interesse dell'investitore stia più nell'effetto deterrente che dall'attivazione di tale rimedio scaturisce, che dalla operatività in se del rimedio, facendo sì che si possa parlare addirittura di un rimedio indirettamente collettivo (rimesso all'iniziativa individuale ma la cui giustificazione è riscontrabile negli effetti metaindividuali che l'operatività di un simile rimedio sembra avere). Così si è ritenuto preferibile parlare di nullità-deterrente piuttosto che di nullità di protezione.

Da tali considerazioni di vertice discendono una serie di conseguenze di carattere applicativo: la disciplina di tale ipotesi di nullità dovrà essere ricostruita sulla base delle norme codicistiche (in quanto applicabili) piuttosto che attraverso il richiamo

alla teorica (ormai maggioritaria nella dottrina civilistica più moderna) delle nullità di protezione e ciò nonostante la legittimazione riservata all'investitore *retail*-consumatore.

8.4 Data la concorrenza con le restituzioni (conseguenti alla declaratoria di nullità), lo spazio riservato al rimedio obbligatorio è necessariamente limitato. Anche se la circolazione successiva tra investitori *retail* di prodotti sottoposti a rivendita infrannuale potrebbe suggerire una serie di ipotesi in cui può operare il solo rimedio risarcitorio. Inoltre vi possono essere ipotesi in cui, in base a quanto si è detto precedentemente, l'applicabilità della disciplina speciale delle rivendite opera in assenza di un trasferimento vero e proprio e pertanto si giustifica il coinvolgimento in termini di responsabilità dell'intermediario che ha agevolato tale trasferimento nell'ambito della prestazione di un servizio d'investimento.

Delimitato il possibile spazio del rimedio risarcitorio, occorre chiedersi quale sia il fondamento. La dottrina ha ricondotto tale rimedio all'art. 1338 c.c., ma tale opinione non appare condivisibile: anzitutto l'art. 100 *bis* non richiede che il cliente ignori senza colpa la causa di invalidità (come fa l'art. 1338 c.c.), né l'applicazione di un simile requisito pare essere utile nel caso in esame; inoltre, pare incongruo permettere all'intermediario di liberarsi dalla responsabilità semplicemente comunicando la causa di invalidità al cliente. Parimenti incongruo pare il riferimento all'illecito aquiliano, che pare inadeguato da un punto di vista funzionale (per gli oneri probatori troppo gravosi in capo all'attore) e dogmatico (essendo controversa la risarcibilità di un danno puramente patrimoniale).

La soluzione preferibile è allora quella di una responsabilità oggettiva (di natura *latu sensu* contrattuale) per violazione di obbligo legale (trovandosi così un parallelismo con l'ipotesi precedentemente analizzata di responsabilità per violazione del primo comma dell'art. 100 *bis*) volta a tradurre in termini di responsabilità il particolare status che nella prassi e nell'ordinamento rivestono gli investitori professionali.

Da tale conclusione discende la soluzione di alcuni problemi di carattere applicativo: ad esempio, si può così spiegare l'uso del plurale nel testo della norma. Sono

infatti responsabili oggettivamente tutti gli investitori professionali presso cui ha circolato nel periodo sospetto il prodotto finanziario (in modo da evitare che siano usati intermediari poco solidi per compiere le operazioni di rivendita): ma, dal punto di vista dei rapporti interni ai condebitori in solido, gli intermediari saranno titolari di un'azione di regresso (per l'intero) verso l'intermediario rivenditore (e ci si potrebbe interrogare pure sull'opportunità di coinvolgere anche i sottoscrittori cioè i soggetti meglio in grado di valutare il merito dell'investimento oltre che di strutturare il mercato destinato ad investitori professionali degli strumenti finanziari).

Sono infine oggetto di analisi alcune questioni inerenti la quantificazione del danno che risulta un aspetto particolarmente delicato nello specifico campo del mercato mobiliare. Senza entrare in questa sede nelle specifiche questioni, occorre trovare un punto di equilibrio tra la corretta individuazione degli elementi di danno (in particolare del lucro cessante), il principio di autoresponsabilità dell'investitore e il principio per l'azione risarcitoria non può arricchire il danneggiato, ma solo reintegrarlo nella situazione patrimoniale precedente all'azione dannosa.

9. Alla luce delle considerazioni svolte, pare possibile escludere i dubbi di legittimità sollevati dalla dottrina. La strategia regolatoria pare infatti del tutto ragionevole (art. 3 Cost.): i servizi d'investimento sono tutti presi in considerazione al di là che vi sia un trasferimento da parte dell'intermediario o non; né è possibile ravvisare un limite improprio alla libertà di iniziativa economica (art. 41 Cost.): infatti le limitazioni imposte dal legislatore nell'ambito del periodo sospetto sono tutte giustificabili in relazione al principio dell'utilità sociale (perseguendo la tutela dell'investitore e l'efficienza del mercato dei capitali).

Anche i profili di illegittimità dal punto di vista comunitario non paiono cogliere nel segno: non vi è infatti *gold plating* (vale a dire violazione delle regole della direttiva prospetti che pongono quella che si definisce comunemente come armonizzazione totale: in altri termini non sarebbe consentito agli Stati membri porre una disciplina più gravosa di quella prevista dal legislatore comunitario) poiché l'art. 100 *bis* può ben essere considerato come una specificazione dell'art. 3.2 direttiva

2003/71/CE laddove considera offerta al pubblico quella sottoscritta da investitori professionali presso i quali il collocamento non possa essere considerato definitivo (principio che probabilmente va ricollegato al tema tradizionalmente studiato dalla nostra dottrina e volutamente lasciato all'interpretazione degli operatori anche dal legislatore comunitario del carattere pubblico dell'offerta).

10. Le ulteriori prospettive della presente ricerca sono molteplici. Da una parte, occorre considerare come il problema delle rivendite sia affrontato in Europa (in particolare nel Regno Unito dove sta avendo particolare successo l'*Alternative Investment Market*, mercato destinato alle quotazioni di titoli destinati ad investitori professionali). Infatti, in sede Europea si sta discutendo sull'opportunità di una disciplina europea del *private placement* e se, nell'ambito di questa, sia necessario armonizzare anche la disciplina delle rivendite al di là (e in modo più specifico) rispetto a quanto affermato nel secondo periodo dell'art. 3.2 Direttiva 2003/71/CE. Manca in Europa uno studio analogo a quello che si è tentato di condurre e, pertanto, la legislazione europea potrebbe essere influenzata dagli interessi della *financial industry*. A tale proposito, si può, ad esempio, menzionare che nel progetto di riforma della più volte citata direttiva prospetti è in corso di discussione l'abolizione dell'art. 3.2

Altro aspetto che non andrà sottovalutato con lo scopo di verificare l'effettività della norma è quello della legge applicabile alle operazioni transnazionali.

Da un punto di vista teorico, appare possibile un ulteriore filone di ricerca che approfondisca la peculiare strategia di *gatekeeping* utilizzata dal legislatore in questo contesto: si sanziona infatti un soggetto terzo rispetto alla fase ove si ha avuto origine il danno (il prezzo che non corrisponde alle informazioni sull'emittente) per l'investitore (il mercato primario); soggetto che è comunque nella capacità di evitarlo poiché intrattiene un rapporto con il danneggiato. Tale pare essere una strategia utilizzata in altri settori del diritto del mercato mobiliare come ad esempio alcuni profili della disciplina dei servizi d'investimento.

## CAPITOLO PRIMO

### IL PROBLEMA

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive. - 2. La raccolta del risparmio da parte delle imprese non finanziarie tra offerta al pubblico e collocamento privato. - 3. Il mercato primario e secondario degli eurobonds. Descrizione della prassi di collocamento. Il problema della formazione del prezzo nel mercato secondario. - 4. I *defaults* dei prestiti obbligazionari nel triennio 2000-2002 e la tutela degli investitori. L'assenza di un prezzo informato e la mancanza del prospetto d'emissione. - 5. L'offerta al pubblico e la (prevalente) funzione del prospetto: il diritto positivo. - 6. L'individuazione della funzione del prospetto informativo e la formazione del prezzo "informato" dei prodotti finanziari. Spunti dalla letteratura in tema di efficienza (informativa) del mercato dei capitali. Distinzione tra efficienza informativa ed efficienza valutativa. Il ruolo (essenziale) degli investitori professionali nel decodificare le informazioni traducendole nel prezzo degli strumenti finanziari. - 6.1 segue. Gli investitori individuali come *noise traders*: un'ulteriore conferma del ruolo essenziale degli investitori professionali. - 7. I limiti del modello. La razionalità limitata degli investitori (anche professionali). Implicazioni e aggiustamenti. - 8. Il ruolo fondamentale degli investitori professionali e le operazioni di *private placement*. Impostazione del prosieguo dell'indagine. - 9. Una prima soluzione (radicale) al problema: abolire il *private placement*? Cenni sul dibattito statunitense sulla transizione dal sistema della "*transactional registration*" al sistema della "*company registration*". - 10. Le strategie normative nella disciplina del fenomeno delle «rivendite». I limiti della disciplina volta a proteggere l'investitore. Dal divieto assoluto alla circolazione controllata nel periodo sospetto.

#### 1. Considerazioni introduttive.

La presente ricerca è animata da un duplice obiettivo: per un verso, un'analisi retrospettiva delle vicende che hanno caratterizzato alcuni segmenti del mercato finanziario nei primi anni del secolo appena cominciato, significativamente definite da alcuni commentatori, mal celando un certo trasporto per i fatti, «risparmio tradito» <sup>(1)</sup>: a tal proposito, pare necessario approfondire quali siano state le «reazioni», tanto dell'autorità pubblica (amministrativa e giudiziaria), quanto della dottrina che, nel delicato periodo successivo alla crisi <sup>(2)</sup>, si sono confrontate sul tema della tutela dei risparmiatori. Per altro verso, e ciò costituisce il principale obiettivo dell'indagine,

---

<sup>1</sup> ONADO (2003), 500 parla di risparmio tradito anche con riferimento agli azionisti della Cirio. Per una visione più disincantata degli scandali finanziari e della successiva ondata di contenzioso tra i risparmiatori (asseritamente) traditi e i soggetti abilitati alla prestazione di servizi d'investimento v. DENOZZA (2004), 331 s.; PERRONE, *Gli obblighi d'informazione* (2005), 372 s.

<sup>2</sup> Si fa naturalmente riferimento alla crisi che si è verificata in quegli anni. La crisi finanziaria attuale, di portata ben maggiore, e i suoi inevitabili riflessi sugli aspetti giuridici che saranno affrontati nella presente ricerca sarà oggetto di analisi nella parte conclusiva del presente lavoro.

saranno oggetto di analisi le disposizioni con cui il legislatore ha inteso innovare l'ordinamento per impedire alcune condotte che le norme previgenti, così come applicate nel diritto vivente, non hanno saputo prevenire.

Onde evitare il rischio di banalizzare la ricerca e, di conseguenza, i risultati raggiunti, ci si soffermerà, laddove utile per chiarire alcuni aspetti dell'indagine, su alcuni presupposti teorici essenziali per una visione moderna, scevra da tinte retoriche, del mercato mobiliare. Pare inoltre opportuna l'analisi giuscomparatistica che prenda in particolare considerazione la disciplina stabilita nell'ordinamento in cui è nato, ormai quasi ottant'anni fa, il diritto del mercato mobiliare (la c.d. *securities regulation*) come autonomo e speciale settore dell'ordinamento: gli U.S.A. (ed in particolare il diritto federale). Dal confronto con la teoria economica e con il dato comparatistico scaturisce un duplice beneficio per il prosieguo dell'indagine, consentendo un approccio più solido (in quanto meno influenzato dal contingente) alle problematiche sollevate dalla prassi che a breve si descriverà e, di conseguenza, di individuare la *ratio* delle norme oggetto di esame senza l'urgenza di dover rispondere alle “grida di dolore” lanciate dai risparmiatori delusi dall'andamento di alcuni titoli acquistati nelle particolari circostanze che saranno chiarite.

Non indugiando oltre nelle considerazioni introduttive, la ricerca prenderà avvio proprio con l'esame della prassi di collocamento di titoli obbligazionari che ha destato particolare attenzione, in dottrina e giurisprudenza, e preoccupazione, nell'opinione pubblica. Vale infine la pena chiarire sin dall'inizio che l'oggetto della ricerca non si limita ai soli titoli di debito in quanto la disposizione su cui ci si concentrerà principalmente è l'art. 100-*bis* TUIF che risulta applicabile alla circolazione in genere di prodotti finanziari.

## *2. La raccolta del risparmio da parte delle imprese non finanziarie tra offerta al pubblico e collocamento privato.*

Le imprese hanno un bisogno continuo di reperire fondi per lo svolgimento

dell'attività d'impresa (<sup>3</sup>). A tal proposito, le alternative che si presentano all'imprenditore sono svariate e si collocano in uno spettro che va dall'impiego di fondi propri accantonati (i c.d. utili portati a nuovo) al collocamento nel mercato di strumenti finanziari, passando naturalmente per il finanziamento bancario.

L'accesso al mercato mobiliare da parte delle imprese, ed in particolare di quelle organizzate in forma di società per azioni, è essenziale nella prospettiva dello sviluppo complessivo del sistema economico e, pertanto, è interesse di ogni paese fornire un insieme di regole che consenta la crescita di tale fonte di approvvigionamento di finanza da parte di tutte le imprese: non solo le più grandi, ma anche le c.d. PMI.

È peraltro evidente che l'accesso al mercato finanziario risulta più agevole per imprese che sono già in grado di sostenere i costi della trasparenza che tale accesso impone. Ed è proprio con riferimento alle grandi imprese che il mercato dei titoli di debito si pone come un'alternativa valida al tradizionale canale del finanziamento bancario (<sup>4</sup>).

Da un opposto angolo visuale, tuttavia, la disciplina del mercato mobiliare deve essere anche in grado di attirare il risparmio sia direttamente (mediante l'investimento negli strumenti finanziari emessi dalle imprese) che indirettamente (mediante l'investimento in soggetti professionali che poi si occuperanno di investire al meglio i fondi nelle imprese più redditizie): tale funzione trova attuazione nella predisposizione di regole volte a tutelare il risparmiatore mediante la diffusione sul mercato di un adeguato ammontare di informazioni standardizzate (e quindi facilmente confrontabili) sull'emittente, in modo da favorire una scelta il più possibile consapevole da parte di chi decide di investire nelle imprese; tale consapevolezza sarà in realtà raggiunta dall'investitore *retail*, (che si assume) inesperto di mercati finanziari, attra-

---

<sup>3</sup> Si tratta degli operatori in disavanzo finanziario (imprese e pubblica amministrazione in genere) che per svolgere la propria attività necessitano di risorse finanziarie superiori a quelle generate attraverso la gestione ordinaria. L'accesso al mercato finanziario e quindi alle risorse finanziarie provenienti dagli operatori in avanzo finanziario (le famiglie) è dunque essenziale per lo sviluppo economico: tale accesso seppur immaginabile in modo diretto, non è di fatto possibile senza l'intervento degli intermediari, che come si vedrà svolgono un ruolo essenziale per il funzionamento del mercato mobiliare. Cfr. BANFI (2004), 6 e, nella letteratura giuridica, l'ottima introduzione di BESSONE (2002), 1 s.

<sup>4</sup> Cfr. PINARDI (2003), 4-5.

verso la prestazione da parte di imprese, allo scopo specificamente autorizzate dalla Consob, di servizi d'investimento nell'interesse del cliente (cfr. art. 21 TUIF).

Il legislatore, per bilanciare queste opposte esigenze (facilità di reperire fondi per le imprese e tutela degli investitori), non si è limitato a prevedere una sola ipotesi di offerta degli strumenti finanziari, quella cioè destinata al pubblico dei risparmiatori: si possono infatti verificare casi in cui i costi che l'emittente deve sostenere per accedere a tale mercato siano eccessivi (il senso di questa affermazione sarà chiarito *infra*), giustificandosi così la possibilità per l'emittente di collocare titoli senza l'applicazione della disciplina imperativa dell'informazione al mercato. Si vuole fare riferimento alla pratica sempre più diffusa del *private placement*, vale a dire il collocamento di strumenti finanziari senza che vi sia applicazione della disciplina imperativa prevista per le ipotesi di offerta al pubblico.

Appare quindi utile prendere le mosse dalla disciplina dell'offerta al pubblico, dal momento che solo attraverso un studio preliminare dei caratteri funzionali di tale disciplina si potranno mettere in luce gli interessi tutelati e le eventuali lacune che la prassi ha mostrato esservi in alcune pratiche di collocamento (almeno formalmente) privato.

Per tale ragione, dopo aver descritto i profili problematici sorti dalla prassi di collocamento degli *eurobonds*, si soffermerà l'attenzione sulla disciplina dell'offerta al pubblico ed, in particolare, sulla funzione del prospetto informativo; il che costituirà anche occasione per individuare alcuni aspetti teorici sottostanti alla disciplina del mercato mobiliare. Di qui, si sposterà l'obiettivo dell'indagine sui soggetti cui la disciplina demanda la garanzia di funzionamento del mercato in quanto soggetti in grado di offrire servizi dotati di un alto grado di professionalità.

Sarà così possibile comprendere quale sia il ruolo di tali soggetti nel mercato del *private placement*: giova a questo punto fornire un esame della prassi volto a migliorare la comprensione del possibile effetto che le norme potrebbero avere sui comportamenti dei soggetti coinvolti

### 3. Il mercato primario e secondario degli eurobonds. Descrizione della prassi di collocamento. Il problema della formazione del prezzo nel mercato secondario.

Com'è noto, la s.p.a. può reperire fondi nel mercato mobiliare attraverso l'emissione di strumenti finanziari di debito o di capitale. I primi hanno svolto negli ultimi decenni del secolo trascorso un ruolo sempre più importante per il finanziamento delle attività imprenditoriali del nostro paese (<sup>5</sup>).

Una molteplicità di ragioni hanno spinto le imprese italiane ad emettere titoli obbligazionari e, in particolare, a compiere tali operazioni nell'euromercato (<sup>6</sup>), soprattutto a partire dalla seconda metà degli anni '90 del secolo appena trascorso (<sup>7</sup>).

Sotto il primo profilo, è venuta meno la concorrenza dello Stato (<sup>8</sup>) che negli anni precedenti (in particolare durante gli anni '80 e la prima metà degli anni '90) aveva fatto ricorso al mercato monetario in modo massiccio con emissioni a breve termine, data l'incidenza di elevati tassi di interesse che imponevano un continuo rifinanziamento del debito mediante strumenti a breve termine. Inoltre, vi è sempre stata nelle imprese italiane una certa diffidenza a ricorrere all'*equity* come mezzo ordinario di finanziamento: soprattutto le medie imprese hanno una struttura proprietaria fortemente concentrata, che rende poco appetibile la quotazione dei propri titoli. Non va poi sottovalutato – e ciò riveste qui particolare interesse – che le emissioni di titoli di debito avveniva in tale periodo (1995-2003) mediante emissioni private, senza dunque l'impiego del meccanismo della sollecitazione all'investimento.

Il finanziamento mediante l'emissione di obbligazioni si è dimostrato competitivo

---

<sup>5</sup> Per un quadro sulle dimensioni della domanda e dell'offerta di strumenti finanziari nel nostro paese oltre ai Bollettini Economici e alle relazioni annuali della Banca d'Italia v. DI PASQUALI (2004), 312 in cui attraverso una tabella si mette in luce la scarsa incidenza (rispetto ad altri paesi) dei titoli azionari nella raccolta del risparmio da ricondurre alla concentrazione degli assetti proprietari cui va ricondotta la scarsa propensione delle imprese nazionali a quotarsi anche per la scarsa appetibilità che sul mercato hanno società che fanno parte di gruppi piramidali in cui il prezzo dei titoli deve scontare i benefici privati estratti dal socio di controllo.

Ulteriori dati si trovano in PINARDI (2003), 2-9.

<sup>6</sup> Si v. però GERANIO-ZANOTTI (2003), 240 per l'indicazione che in tempi recenti vi è stato un incremento anche delle emissioni interne da parte di emittenti di minori dimensioni rispetto a quelli che normalmente fanno appello all'euromercato.

<sup>7</sup> Per i dati sul numero di emissioni e sul volume delle stesso v. Banca d'Italia (2003), 4 e tabelle in appendice; BANFI - DI PASQUALI (2002), 4.

<sup>8</sup> V. la tabella 10.4 in DI PASQUALI (2004), 316 e Banca d'Italia (2003), 1.

anche rispetto al canale tradizionale del finanziamento bancario per diverse ragioni segnalate dalla dottrina aziendalistica <sup>(9)</sup>: l'emittente infatti può ottenere nuova finanzia senza dover necessariamente presentare un progetto di investimento specifico; le stesse condizioni del prestito possono essere strutturate in modo più flessibile e senza la necessità di fornire garanzie reali al portatore dei titoli; infine, la diffusione dei titoli nel mercato secondario, anche *retail* (anche se crea i problemi che saranno infra segnalati), permette all'impresa di sondare la fiducia del mercato in vista di ulteriori emissioni o di un progetto di quotazione dell'*equity*.

Se nel mercato interno l'emissione di titoli diversi da quelli emessi dal Tesoro è stata (ed è) appannaggio delle imprese bancarie, le imprese non finanziarie hanno in prevalenza scelto di emettere obbligazioni sull'euromercato e quindi – almeno formalmente – all'estero, vuoi per sfruttare la facilità con cui si riusciva ad organizzare il consorzio di collocamento, vuoi per evitare i limiti troppo angusti all'emissione di obbligazioni posti dal codice civile alle s.p.a.: in un paese come il nostro, dove le imprese sono caratterizzate da frequenti fenomeni di sottocapitalizzazione (tanto nominale quanto materiale), il limite del capitale effettivamente versato più le riserve non consentiva alle imprese di perseguire la leva finanziaria di cui avevano bisogno per crescere, ad esempio, mediante una politica di acquisizioni finanziate mediante debito.

Ulteriore dato che non può essere sottovalutato per spiegare il più assiduo accesso al mercato obbligazionario europeo da parte delle imprese italiane è stata anche l'introduzione della moneta unica: è infatti venuto meno il rischio di cambio, da un lato, mentre, dall'altro, si sono abbassati i tassi d'interesse <sup>(10)</sup>.

Invero, si è assistito ad emissioni di *eurobonds* ben prima dell'introduzione della moneta unica: nella letteratura di finanza internazionale si menziona l'euromercato

---

<sup>9</sup> (DI PASQUALI) – ZUCHELLI (2004), 137; ma v. già EAD, *Il mercato primario* (2002), 78-79; PINARDI (2003), 21 s.

<sup>10</sup> Il dato è ben messo in luce dall'importante documento della Banca d'Italia (2003), 1 s. che sottolinea anche l'importanza del fattore fiscale. A questo riguardo, giova segnalare che le euroobbligazioni sono in linea di massima titoli al portatore non soggetti alla ritenuta d'acconto se detenuti da soggetti non residenti nel paese d'emissione.

V. inoltre, BANFI – DI PASQUALI (2002), 5 e 25; ZUCHELLI, *Il mercato primario* (2002), 73. Cfr. inoltre PINARDI (2003), 5 in cui si mette in luce come la moneta unica e il conseguente venir meno del rischio di cambio abbia incrementato la liquidità del mercato secondario.

ogniquale volta vi sia un'emissione che abbia caratteri di transnazionalità che riguardino la valuta di emissione, la nazionalità delle banche che partecipano al consorzio di collocamento e gli investitori oblati <sup>(11)</sup>.

Tale nozione è stata poi, anche se solo da un punto di vista giuridico (e solo nell'ordinamento comunitario), cristallizzata dalla Direttiva 89/298/CEE che contiene un'esplicita menzione degli eurovalori mobiliari all'art. 3 lett. f) definiti come « *valori mobiliari che debbono essere assunti a fermo e distribuiti da un sindacato di cui almeno due membri abbiano sede in Stati diversi e che sono offerti in maniera significativa in uno o più Stati diversi da quello in cui ha sede l'emittente e che possono essere sottoscritti o inizialmente acquistati tramite un ente creditizio o un altro ente finanziario* ». Tale definizione è finalizzata all'applicazione di un'esenzione dall'ambito di applicazione dell'obbligo di prospetto prevista all'art. 2.2 lett. I) (su cui v. *infra* Capitolo III).

La norma appena citata costituisce un'ulteriore ragione che ha spinto i professionisti delle emissioni di *eurobonds* ad utilizzare la tecnica del *private placement* invece di un'offerta diretta al pubblico.

I benefici dell'emissione privata sono molti, ma, con specifico riferimento alle emissioni obbligazionarie, è stata probabilmente decisiva la possibilità di effettuare emissioni in tempi molto rapidi e certi <sup>(12)</sup>. L'adozione di una procedura semplificata era anche giustificata dalla tipologia degli emittenti, società dei paesi OCSE con *rating* generalmente alto e con un nome che garantiva la possibilità di rivendere i titoli ad investitori "*name conscious*" <sup>(13)</sup>, vale a dire anche gli investitori meno avveduti (che magari sono consumatori dei prodotti delle società emittenti). Tale giustificazione viene tuttavia messa in crisi dalla tendenza, manifestatasi a partire dal 1998, di

---

<sup>11</sup> Cfr. SCOTT (2008), 520-521 per la definizione di *eurobond* e per l'indicazione che la prima emissione nell'euromercato è avvenuta nel 1963, quando negli Stati Uniti fu introdotta una tassa che scoraggiava l'emissione di titoli da parte di emittenti non residenti sul mercato statunitense. È forse superfluo sottolineare che il mercato degli eurobond sopravvisse e prosperò anche dopo l'abolizione della *interest equalization tax* nel 1974.

Per una diversa indicazione che il primo *eurobond* è stato emesso dalla società belga Petrofina nel 1957 v. CESARI-RUSCONI (2003), 39.

<sup>12</sup> Tre mesi sono sufficienti per l'esecuzione dell'operazione come scrive Banca IMI nella tavola 3.10 in ZUCCHELLI, *Il mercato primario* (2002), 99.

<sup>13</sup> L'espressione è di SCOTT (2008), 521.

effettuare emissioni nell'euromercato di *euro junk bonds* che garantivano remunerazioni più elevate, richieste dagli investitori a fronte del noto calo del saggio degli interessi di quegli anni <sup>(14)</sup>.

Nella ormai consolidata prassi internazionale <sup>(15)</sup>, le emissioni (tra le quali, hanno rivestito un ruolo per certi versi paradigmatico le emissioni di alcune società facenti capo al gruppo Cirio) <sup>(16)</sup> vengono ideate (c.d. *origination*) da una (in alcuni casi le banche possono essere più d'una) banca d'investimento che, d'accordo con l'emittente, studia le modalità di lancio dell'operazione (tra cui anche l'opportunità di effettuare un'emissione pubblica o non), si occupa della redazione di una *credit opinion* <sup>(17)</sup>, del *premarketing* (fase nella quale si inizia a fissare una forchetta di valori entro cui contenere il prezzo di emissione degli strumenti finanziari). È chiaro dunque come la banca che coadiuva l'emittente nella fase dell'*origination* dell'emissione (il c.d. *lead manager*) ha una elevata conoscenza dei valori fondamentali dell'emittente, dal momento che effettuerà una *due diligence* con il principale obiettivo di verificare la stabilità del *cash flow* e la volatilità del *business* <sup>(18)</sup>.

Nella fase successiva (c.d. *underwriting*) <sup>(19)</sup>, si assiste al lancio vero e proprio dell'operazione, previa definizione delle condizioni economiche e giuridiche dell'emissione; in pratica, i valori mobiliari vengono sottoscritti da un *lead manager* <sup>(20)</sup> e dagli altri membri di un consorzio internazionale i collocamento <sup>(21)</sup>. In questa fase si

<sup>14</sup> V. ancora SCOTT (2008), 521; ZUCHELLI, *Il mercato primario* (2002), 73-74.

<sup>15</sup> Per la descrizione della prassi v. PICARDI (2005), 709-713; PAGNONI (2005), 160; PISANI MAS-SAMORMILE (2005), 781-785; SCOTT (2008), 524-526 ...

<sup>16</sup> Il caso Cirio è per certi versi paradigmatico di alcune disfunzioni del sistema, ma è altresì caratterizzato da alcune specificità che potrebbero far pensare ad un caso limite. Per un'accurata descrizione dell'accaduto cfr. ONADO (2003), 499 s. e in particolare per le emissioni obbligazionarie p. 517 s.

<sup>17</sup> La *credit opinion* costituisce un documento in cui il *lead manager* effettua una valutazione della capacità finanziaria dell'emittente. Documento in cui viene espresso un rating dell'emittente con una funzione, però, diversa rispetto al *rating* che viene, di norma, richiesto alle società specializzate, in quanto non destinato al mercato.

<sup>18</sup> Così, distinguendo dalla *due diligence* nel caso di *equity offering*, v. ZUCHELLI, *Il mercato primario* (2002), 101. Va tuttavia precisato che il rigore della *due diligence* cambia nell'ipotesi in cui vi sia o non la richiesta di *rating* per il prestito obbligazionario.

<sup>19</sup> Fase che nelle emissioni private avviene poche settimane dall'*origination*.

<sup>20</sup> Si trattava in prevalenza di banche d'investimento estere ed in particolare anglosassoni v. Banca d'Italia (2003), 5.

<sup>21</sup> Tra l'emittente e il *lead manager* intercorre un rapporto di mandato avente ad oggetto l'organizzazione dell'operazione di emissione. Il *lead manager* si impegna a predisporre un consorzio di

forma il prezzo di emissione <sup>(22)</sup> nel mercato primario e l'emittente acquisisce le risorse finanziarie di cui necessita. A questo punto, la struttura dell'operazione si può dividere a seconda del ruolo che intendono rivestire i membri del consorzio di collocamento (c.d. *managers*). Nelle emissioni pubbliche (in cui ha luogo un'offerta al pubblico vera e propria), i membri del consorzio distribuiscono gli strumenti finanziari tra il pubblico e tale fase costituisce a tutti gli effetti mercato primario: il prezzo rimane quello fissato dall'emittente (e dagli intermediari incaricati) nel corso delle fasi precedenti. Nelle emissioni private, viceversa, i membri del consorzio, possono alternativamente agire quali investitori in conto proprio e quindi mantenere i titoli in portafoglio o quali negozianti e distribuire tra il pubblico i titoli, attraverso negoziazioni in (quello che appare un) mercato secondario <sup>(23)</sup>. Ed è questo uno dei momenti in cui si sono manifestate le più aspre criticità <sup>(24)</sup>, come si chiarirà tra poco.

Conclude il procedimento la fase vera e propria di collocamento dei titoli (c.d. *placement*) – da collocare concettualmente nel mercato secondario - che dai membri

collocamento composto da altre banche d'investimento o investitori professionali che sottoscrivono a fermo gli strumenti finanziari. La dottrina italiana non ha dedicato grande attenzione ai rapporti interni al consorzio di collocamento e ai rapporti tra il consorzio e l'emittente e tra il consorzio e gli investitori a valle v. il pionieristico studio di uno studioso di finanza aziendale CESARINI (1975), 496 s. e successivamente DI PASQUALI (1985), 13 s.; SCORZA (1978), 1127 s.; EROLI (1989), *passim*; BUONOMO (1993), 129 s.

Diversamente è accaduto nella dottrina tedesca: v. per tutti in lingua italiana HOPT (1995), 15

s.  
<sup>22</sup>

Il prezzo di emissione si può formare attraverso due differenti tecniche: a) Il c.d. *bookbuilding* in cui l'emittente effettua il lancio dell'operazione sulla base di condizioni d'offerta non definitive per sondare l'interesse del mercato all'emissione (è di fatto ciò che avviene nel c.d. *grey market* su cui v. *infra*). In questo modo, se vengono contattati solo investitori con una reputazione elevata e interessati all'emissione l'emittente dovrebbe riuscire a ridurre il fenomeno del *underpricing* tipico delle IPO's. L'emittente, prima di aver formato l'elenco degli investitori e aver contrattato con essi le condizioni d'offerta, si assume il rischio che si modifichino le condizioni di mercato. Il prezzo pagato dagli *underwriters* include uno sconto che costituisce la remunerazione delle banche d'investimento per i servizi offerti nella predisposizione dell'operazione. b) *Bought deals*: attraverso questa seconda tecnica il lead manager si impegna a sottoscrivere l'emissione ad un prezzo già fissato per riuscire ad effettuare l'operazione in un periodo più breve rispetto al *bookbuilding*. Sul punto v. SCOTT (2008), 524-525; ZUCCHELLI, *Il mercato primario* (2002), 98 e 99.

<sup>23</sup> Per l'indicazione che negli ultimi anni il ruolo degli intermediari si è spostato da *position takers*, tal che gli stessi mantenevano i titoli in portafoglio per un periodo di tempo, a distributori immediati degli strumenti finanziari al fine di effettuare operazioni ben distribuite (*well placed*) v. ZUCCHELLI, *Il mercato primario* (2002), 91-92.

<sup>24</sup> Il fatto che gli scambi avvenissero in sistemi di scambi organizzati diminuisce l'efficienza dei meccanismi di formazione del prezzo come messo in luce, seppure con riferimento alle obbligazioni bancarie, da Consob, Relazione per l'anno 1998, 12 aprile 1999, 40.

del consorzio transitano <sup>(25)</sup>, anche dopo poche ore, presso una serie di investitori professionali-intermediari (c.d. *selling group*), e, ottenuta la quotazione – già possibile in sede di emissione - presso la Borsa di Lussemburgo <sup>(26)</sup> che impone requisiti di ammissione alle negoziazioni e di trasparenza inferiori rispetto ad altri mercati regolamentati europei, vengono distribuiti presso la clientela *retail* di questi ultimi intermediari.

Da un punto di vista giuridico, scartata la possibilità di un'offerta al pubblico a causa degli elevati costi, gli operatori preferivano accedere al mercato primario (cioè l'emissione) mediante un collocamento privato da parte di una società veicolo di diritto straniero (quindi non soggetta ai vincoli all'emissione di obbligazioni che poneva e pone ancor oggi, sia pur in misura minore, l'ordinamento interno) che coinvolgeva solo investitori professionali i quali, nella fase delle trattative, assumevano informazioni dall'emittente e dai membri del consorzio di collocamento attraverso l'*offering circular* (o *information memorandum*) <sup>(27)</sup>, documento redatto in lingua inglese mediante l'impiego di un linguaggio tecnico che conteneva sì le essenziali informazioni sull'emittente e sull'eventuale garante dei titoli (in genere la *holding* industriale italiana), ma la cui analiticità non è certo paragonabile a quella di un prospetto informativo di offerta pubblica. Il diritto applicabile all'operazione scelto dall'emittente e dal consorzio di collocamento, come risulta dalle *offering circulars*, è quello inglese <sup>(28)</sup>: l'*International Primary Market Association* ha aiutato gli operatori a definire tale prassi in modo omogeneo mediante l'emanazione di raccomandazioni ai membri della *financial industry* <sup>(29)</sup>.

---

<sup>25</sup> È interessante notare che le rivendite avvengono al prezzo di emissione fino a che “the lead manager is satisfied that most of the bonds have been placed with end investors”. Così SCOTT (2008), 525.

<sup>26</sup> La disciplina dell'ammissione alla quotazione alla Borsa del Lussemburgo si trova sul sito [www.bourse.lu](http://www.bourse.lu) (mancano tuttavia concrete indicazioni sulla prassi operativa della società di gestione del mercato).

La percentuale delle emissioni di imprese italiane (ma anche di altri paesi) quotate alla Borsa di Lussemburgo rispetto al totale è molto elevata. V. Banca d'Italia (2003), 6.e tabella a p. 7; BANFI – DI PASQUALI (2002), 9-10.

<sup>27</sup> Sul contenuto dell'*offering circular* v. ZUCHELLI, *Il mercato primario* (2002), 127 s.

<sup>28</sup> Per la struttura delle operazioni nel caso Cirio v. ONADO (2003), 520-523.

<sup>29</sup> Il punto è segnalato da Banca d'Italia (2003), 12.

Gli strumenti finanziari così collocati erano immediatamente scambiati nel mercato secondario <sup>(30)</sup>: gli investitori che avevano sottoscritto tali titoli (i *managers*) trasferivano immediatamente il rischio sottostante ai valori mobiliari ad intermediari che, a loro volta, inserivano nel paniere dei titoli da consigliare ai clienti *retail* proprio gli *eurobonds* da poco acquistati, di fatto, in qualità di *dealers*. Com'è noto, la clientela rivolse un certo interesse per tali strumenti finanziari dal momento che gli stessi non apparivano rischiosi quanto ad es. le azioni di società, ma nel contempo garantivano rendimenti che i titoli di stato, una volta frenata la spirale inflazionistica con l'ingresso nella moneta unica, non erano più in grado di assicurare.

Ma il mercato secondario, se tale può essere definito, si fermava lì. Una volta che il titolo giungeva al risparmiatore non si può dire che vi fosse un mercato liquido tale da garantire in ogni momento la possibilità di disinvestire e la formazione di un prezzo sufficientemente informato (sul punto v. infra), e ciò accadeva nonostante la quotazione in borsa <sup>(31)</sup>.

Va infatti detto che gli intermediari laddove non operavano in contropartita diretta, in qualità di *dealers*, reperivano gli *eurobonds* mediante l'accesso a sistemi di scambi organizzati *over the counter*, poiché non sussisteva nella Borsa di Lussemburgo alcun obbligo di concentrare le transazioni nel mercato regolamentato. L'impiego di *trading venues* alternative comportava dunque un'incertezza ancora maggiore sull'effettiva significatività del prezzo pagato per tali strumenti finanziari nel mercato secondario <sup>(32)</sup>.

---

<sup>30</sup> Tale segmento di mercato è definito *highly institutional* in quanto vi partecipano in genere solo investitori professionali. Gli scambi avvengono su strutture *over the counter* e solo di recente, almeno negli USA, si è imposta un adeguato livello di trasparenza sulle negoziazioni attraverso raccomandazioni del NASD del 2002. In questo senso v. SCOTT (2008), 526. Costituisce invece oggetto della presente indagine la verifica dei meccanismi di trasparenza delle negoziazioni presenti nell'ordinamento italiano.

<sup>31</sup> Cfr. BANFI – DI PASQUALI (2002), 12 e 27 in cui: « l'Euromercato sembrerebbe operare, di fatto, prevalentemente come mercato del primo collocamento, nel quale alla forma della quotazione non fa seguito la sostanza degli scambi sul mercato secondario ».

Ma v. quanto afferma Banca d'Italia (2003), 3; SCOTT (2008), 522 in cui viene messo in luce come vi sia un mercato secondario principalmente *over the counter* nonostante la quotazione degli *eurobonds* nelle borse di Lussemburgo e Londra dovute all'impossibilità di coinvolgere alcuni investitori istituzionali in assenza di una quotazione in un mercato borsistico. Cfr. anche ZUCHELLI, *Il mercato secondario* (2002), 155.

<sup>32</sup> V. BANFI – DI PASQUALI (2002), 26; ZUCHELLI, *Il mercato secondario* (2002), 156 per l'esame

Addirittura, in molti casi la circolazione dei titoli poteva avvenire nel c.d. mercato grigio <sup>(33)</sup> (*grauer Kapitalmarkt* o *grey market*), cioè nelle settimane precedenti all'emissione e alla quotazione dei titoli. Anche in tale ipotesi la circolazione dei titoli avveniva attraverso l'accesso a sistemi di scambio alternativi ai mercati regolamentati in cui non era possibile riscontrare, riguardo al modo in cui si formava il prezzo, un livello di trasparenza idoneo a consentire, senza riscontrare un difetto di tutela, l'accesso ad investitori *retail*. In sostanza, si verificava una macroscopica contraddizione tra teoria e pratica: da una parte, veniva evidenziato il ruolo determinante del *grey market* al fine di garantire un *pricing* più accurato nella fase di mercato primario; dall'altra, viceversa, consentendo l'accesso a tale fase di negoziazione ai risparmiatori *retail*, si faceva gravare su di essi il rischio dell'operazione diminuendo, se non facendo venir meno del tutto, gli incentivi in capo a ciascun membro della filiera di investitori professionali a determinare un prezzo dei valori mobiliari effettivamente significativo <sup>(34)</sup>.

---

del meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato secondario; SANTILLAN – BAYLE – THYGESEN (2000), 48-49.

<sup>33</sup> Dal punto di vista tecnico per *grey market* si intende quel lasso di tempo che intercorre tra l'annuncio dell'emissione (*launch day*) e il *closing day* (cioè il giorno di regolamento dei titoli e di contestuale versamento del ricavato all'emittente) giorno in cui, come si è visto, avviene la prima quotazione nei mercati regolamentati (come la Borsa di Lussemburgo) che lo permettono: periodo che nella norma va dalle due alle quattro settimane. L'utilità del mercato grigio dovrebbe essere principalmente quella di rendere ancora più significativo il prezzo di emissione poiché l'offerta coinvolge un numero maggiore di investitori qualificati che possono negoziare gli strumenti finanziari (*rectius* un'aspettativa sugli strumenti finanziari di futura emissione) su circuiti specialistici (i.e. Le pagine di Bloomberg o di Reuters) a prezzi diversi da quello di emissione, che spesso in quella fase non è nemmeno noto. È abbastanza evidente che si tratta di una pratica difficilmente compatibile con il coinvolgimento del risparmio *retail*. Ma sul punto si dovrà naturalmente tornare.

Sulla pratica del collocamento nel mercato grigio v. ONADO (2003), 532; Banca d'Italia (2003), 16; PISANI MASSAMORMILE (2005), 796-797.

<sup>34</sup> In giurisprudenza il tema della negoziazione nel mercato grigio è stato affrontato *ex professo* da numerose sentenze in cui non si è dubitato della legittimità civilistica dell'operazione: il nostro ordinamento ammette infatti pacificamente la vendita di cosa futura (art. 1472 c.c.). Si è preferito piuttosto inasprire gli obblighi di comportamento che gravano sugli intermediari, invece di riflettere sulla struttura di tale mercato e sulla inadeguatezza di negoziazioni che coinvolgessero su tale piattaforma i risparmiatori *retail*. Si v. Trib. Roma, 8 ottobre 2004, p. 702-703; Trib. Milano, 9 novembre 2005, in *ilcaso.it*, I, 213; Trib. Bergamo, 26 giugno 2006, in *www.ilcaso.it*, 6; Trib. Torre Annunziata, 27 giugno 2007 (data pronuncia), in *ilcaso.it*, I, 986; Trib. Modena, 10 gennaio 2008, in *www.ilcaso.it*, p. 3; Trib. Milano, 3 giugno 2008, in *www.ilcaso.it*, 4.

Un'eccezione è costituita da Trib. Milano, 2 marzo 2006, in *ilcaso.it*, I, 259 in cui il giudice, con motivazione a dir poco apodittica, ha dichiarato la nullità per illiceità dell'oggetto della negoziazione nel *grey market* con la clientela *retail*: ma a ben vedere la succinta motivazione era giustificata dall'assolu-

Sotto questo profilo, va anche aggiunto che il *lead manager*, nell'ipotesi di un *private placement* diretto all'investimento *retail* è solito svolgere un ruolo di stabilizzazione del prezzo dell'emissione <sup>(35)</sup>, conferendo alle negoziazioni nel mercato secondario condizioni standardizzate per quanto concerne la prestazione dell'investitore.

#### 4. I defaults dei prestiti obbligazionari nel triennio 2000-2002 e la tutela degli investitori. L'assenza di un prezzo informato e la mancanza del prospetto d'emissione.

È noto che nel corso dei primi anni del nuovo millennio, proprio in concomitanza con il più frequente impiego delle emissioni obbligazionarie e la loro maggiore diffusione presso i risparmiatori, si sono verificati alcuni clamorosi *defaults* che hanno, di lì a poco, aperto la strada delle procedure concorsuali per alcuni degli emittenti che non hanno soddisfatto le aspettative dei risparmiatori (e degli altri creditori).

Benché nella maggior parte dei casi le crisi delle singole società fossero riconducibili all'incidenza di fattori macroeconomici o comunque di carattere straordinario (gli attacchi terroristici del settembre 2001 o la sfiducia che le gravi irregolarità contabili di Enron e Worldcom e altre società statunitensi aveva determinato negli operatori del mercato), in alcuni casi, come ad es. Cirio, il *default* è riconducibile a scriteriate politiche gestionali delle società appartenenti al gruppo <sup>(36)</sup>. In ogni caso, durante il

---

ta peculiarità della vicenda in cui le obbligazioni erano state oggetto di negoziazione sul *grey market* non solo prima di essere state sottoscritte (quindi prima del contratto di rilascio con i membri del consorzio di collocamento), ma anche prima che fosse stata deliberata l'emissione da parte degli organi della società emittente. V. inoltre Trib. Parma, 7 marzo 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), p. 1213

<sup>35</sup> Cfr. ZUCHELLI, *Il mercato primario* (2002), 140 ove si segnala che tale pratica è dovuta ai tempi più lunghi richiesti dalla distribuzione presso una clientela più ampia rispetto a quella istituzionale. Cfr. inoltre GERANIO – ZANOTTI (2003), 248.

<sup>36</sup> Una descrizione del caso Cirio nel già citato articolo di ONADO (2003), 501-516. Il caso Parmalat è successivo di un anno rispetto all'esplosione della vicenda Cirio e ha messo in luce tanto le disfunzioni tanto nella gestione di gruppi a proprietà concentrata, quanto nei controlli interni ed esterni. Per una valutazione critica degli insegnamenti, anche *de jure condendo* da trarre dal caso Parmalat v. PARDOLESI – A.M.P. - PORTOLANO (2004), 193 s. e in particolare per quanto riguarda la *securities industry* vedi pagg. 208-212 dove, pur criticando l'adagio che le banche non potevano non sapere, si mette in luce il ruolo essenziale e troppo spesso sottovalutato della consulenza nella prestazione dei servizi d'investimento. La direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID) parrebbe aver modificato radicalmente tale impostazione anche se forse come si vedrà non è solo nella disciplina dei servizi d'investimento che si può trovare una soluzione a fenomeni di serial bond (ma la stessa cosa vale per altri

2002 si sono verificate, a livello europeo, numerose dichiarazioni di *default* di prestiti obbligazionari che hanno determinato una contrazione molto significativa di un mercato – quello degli *eurobonds* – diventato, negli anni precedenti, florido.

I dati conducono a chiedersi se la capillare diffusione tra il pubblico di questi titoli, divenuti ormai quasi privi di valore, fosse compatibile con un fisiologico funzionamento del mercato <sup>(37)</sup>.

Come si è accennato, gli strumenti finanziari in questione pervenivano ai risparmiatori mediante una filiera di rapporti che coinvolgeva numerosi investitori professionali (come si è visto almeno tre livelli). La circolazione dei titoli, che avveniva in modo fluido da mercato primario a mercato secondario, e il connesso trasferimento immediato dei rischi economici dell'operazione da investitore professionale ad altro investitore professionale, fece venire meno il fondamentale interesse da parte di questi ultimi di attribuire alle obbligazioni un prezzo <sup>(38)</sup> che potesse incorporare realmente tutte le informazioni sull'emittente. Il che suscita il sospetto che, se si fosse seguita la procedura fisiologica che consente la diffusione tra il pubblico dei valori mobiliari, gli intermediari e l'emittente non avrebbero conseguito le stesse somme (che nel caso di titoli obbligazionari significa, nel mercato primario, un tasso di interesse maggiore e, nel mercato secondario, un prezzo inferiore al valore nominale).

Ma se sia (anche) la corretta formazione del prezzo <sup>(39)</sup> degli strumenti finanzia-

---

strumenti finanziari) *issuers*.

<sup>37</sup> Nella letteratura aziendalistica è significativo che si spieghi il successo delle emissioni di *bond* mediante il duplice rilievo (da aggiungere al mercato unico creato dall'euro) che vi fosse « una ridotta propensione delle banche a effettuare prestiti poco remunerativi e al tempo stesso molto costosi dal punto di vista della rischiosità » accompagnata da « una forte domanda da parte degli investitori desiderosi di diversificare i portafogli obbligazionari » così STANCA (2003), 131.

<sup>38</sup> Afferma che le obbligazioni furono acquistate dai risparmiatori ad un prezzo eccessivo PISANI MASSAMORMILE (2005), 788.

Il rilievo dell'inadeguatezza del prezzo è presente anche nella dottrina aziendalistica v. PINARDI (2003), 9.

<sup>39</sup> La corretta formazione del prezzo, come si vedrà, non dipende solo dalla quantità di informazioni che riguardano l'emittente, ma anche dalla dimensione dell'emissione che se non supera una certa soglia, difficilmente potrà essere dotata di una sufficiente liquidità del mercato secondario. Il punto è pacifico nella dottrina economica e pertanto sul punto basti il riferimento a PINARDI (2003), 7 ove l'indicazione dei gruppi italiani che hanno superato (fino al 2003) la soglia dei 500 milioni di euro.

Del resto, è stato messo in luce che « non vi siano schemi/metodi universali per il *pricing* dei *corporate bond*, e non si possa quindi parlare di « *right pricing* » e che tale situazione permette comportamenti scorretti da parte degli intermediari v. ZUCHELLI, *Il mercato primario* (2002), 137.

ri il nucleo del problema <sup>(40)</sup> che qui si vuole affrontare potrà essere chiarito solo stabilendo se effettivamente tale sia la funzione della disciplina imperativa dell'offerta al pubblico <sup>(41)</sup> ed, in particolare, dell'obbligo di redigere un analitico prospetto d'offerta in cui la veridicità e completezza delle informazioni è, per certi versi, “garantita” da una serie di soggetti professionali (come, ad es., intermediari, società di revisione, Consob).

Per tali ragioni si ritiene opportuno analizzare, con l'ausilio del metodo giuseconomico, quale sia la funzione di tale disciplina, perché, ove si dovesse aderire all'opinione tradizionale che, in una prospettiva marcatamente bilaterale, vede nel prospetto d'offerta uno strumento per fornire tutte le informazioni essenziali all'investitore obblato, allora non si comprenderebbe in che modo tale disciplina si differenzi da alcuni obblighi cui l'intermediario deve ottemperare nella prestazione di servizi d'investimento; e ciò soprattutto se si fosse dell'idea che l'obbligo d'offerta debba essere ascritto sugli intermediari che operano nelle fasi finali della “filiera produttiva”.

##### 5. L'offerta al pubblico e la (prevalente) funzione del prospetto: il diritto positivo.

Come è noto, il mercato mobiliare si caratterizza, più di altri mercati, per una strutturale asimmetria informativa nel rapporto che intercorre tra l'emittente (*rectius* gli uffici che gestiscono l'impresa, vale a dire, genericamente, i *managers*) e il pubblico degli investitori <sup>(42)</sup>: è, del resto, lo stesso contenuto economico degli strumenti finanziari – un'aspettativa riguardante flussi di cassa futuri – a rendere palese la diffi-

<sup>40</sup> È questa la prospettiva con cui viene condotto uno degli studi fondamentali sulla tutela degli investitori nel mercato finanziario: cfr. PERRONE (2003), 10-11 e 78-79.

<sup>41</sup> Parzialmente difforme è l'autorevole opinione di MINERVINI, *Un decalogo per rendere più trasparenti le Opv*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 gennaio 2000, 35 cit. da BUCCELLATO (2004), 18 nt. 21 secondo il quale i risparmiatori, anche nelle offerte pubbliche di vendita, comprerebbero a scatola chiusa, essendo il prezzo di fatto determinato dagli intermediari incaricati del collocamento. Tale posizione, seppur reca con sé un fondo di verità, non può essere accettata in quanto rifiutare l'idea che gli intermediari possano promuovere l'efficienza dei mercati finanziari significa rigettare in toto l'approccio del legislatore comunitario e di quello interno. Vi sono poi alcune ragioni teoriche che spingono gli intermediari a comportarsi bene e ciò sarà oggetto di approfondimento infra.

Il rilievo di Minervini si scontra inoltre con il dato empirico in cui si rileva la frequenza con cui i fenomeni di *mispricing* si concretano più spesso nell'*underpricing* piuttosto che nel suo contrario.

<sup>42</sup> Per una trattazione particolarmente accurata e per ulteriori riferimenti v. PERRONE (2003), 2 s.

coltà per l'investitore di compiere scelte di investimento appropriate. Tale disparità è particolarmente accentuata in sede di emissione di titoli, o, in altri termini, di mercato primario (<sup>43</sup>). Ciò non è privo di conseguenze sotto il profilo tanto economico quanto giuridico.

Per quanto concerne il primo angolo visuale, è difficile negare la sussistenza del costo di transazione della selezione avversa (*adverse selection*) (<sup>44</sup>); dal che, in una prospettiva di politica del diritto, dovrebbe discendere la necessità di un intervento del legislatore volto ad imporre la diffusione sul mercato delle informazioni indispensabili per ridurre tale costo. In questo senso, è appunto diretto l'impegno del legislatore (comunitario e interno) che ha regolato in modo analitico le informazioni che l'emittente deve fornire nell'eventualità in cui intenda rivolgersi al pubblico dei risparmiatori mediante un collocamento di prodotti finanziari. In particolare, nelle ipotesi di offerta al pubblico (<sup>45</sup>) l'emittente può procedere all'operazione solo nella misura in

---

<sup>43</sup> Secondo un modello razionale infatti la decisione del se investire [v. i cenni in CHOI-PRITCHARD (2005), 17 s.] dovrebbe essere condotta, semplificando al massimo, sulla base di informazioni sui flussi di cassa attesi di un determinato emittente. È evidente che nel mercato primario ove l'offerta viene effettuata dallo stesso emittente o da rilevanti *blockholders* (e quindi di fatto *insiders*) vi sia una disparità di cui il legislatore non può non tenere conto.

Anche nel mercato secondario può, nondimeno, darsi che tra venditore e compratore non vi sia un livello di informazioni identico (e se così fosse forse non sarebbero immaginabili gli incentivi a scambiarsi gli strumenti finanziari!) ma non vi è un'istituzionale disparità tra le parti come nell'ipotesi di mercato primario.

<sup>44</sup> Può giovare riassumere il meccanismo attraverso cui tale costo si diffonde sul mercato: in un mercato ove non sia facile per i diversi operatori distinguere la qualità dei beni offerti (difficile è infatti riconoscere il contenuto economico di uno strumento finanziario), i compratori, che si postula essere soggetti razionali, non offriranno per quei beni più del valore dei beni di scarsa qualità, indipendentemente dalle informazioni ricevute dal venditore: il giudizio dei potenziali compratori sulla qualità dei beni sarà infatti basato su informazioni aggregate. Va da sé che i venditori che offrono beni di alta qualità, il cui costo di produzione è più elevato, sono spinti ad uscire dal mercato dal meccanismo descritto in quanto non riescono a coprire i costi coi ricavi: il che comporta una perdita sociale netta non desiderata, dal momento che rimangono sul mercato solo i venditori di beni di scarsa qualità e il mercato inevitabilmente subisce una contrazione.

È ormai banale (ma obbligato) il riferimento al saggio del premio nobel AKERLOF (1970), 488 s.; per una spiegazione in lingua italiana v. ONADO (2000), 209-214. Per l'inquadramento della selezione avversa nella categoria dei costi di transazione v. DENOZZA (2002), 38. Nella dottrina americana v. *ex multis* BLACK (2001), 786 s. e EASTERBROOK-FISHEL (1991), 280-283.

Un adattamento del modello di AKERLOF ai mercati finanziari è offerto nella letteratura economica da MYERS-MAJULF (1984), 187-188 ripreso nella nostra dottrina giuridica da PERRONE (2003), 3; da ultimo cfr. GIUDICI (2008), 217 s..

<sup>45</sup> Così oggi viene definita l'operazione che in passato era chiamata "sollecitazione all'investimento" ponendo l'accento sulla modalità di svolgimento dell'offerta. Ma sulla storia della disciplina, anche se nella prospettiva delle esenzioni dall'applicazione degli obblighi informativi v. infra il

cui le informazioni rilevanti sull'impresa e sugli strumenti finanziari offerti siano compendiate in un (o più, a seconda dei casi, cfr. art. 94.4 TUIF) documento, il prospetto (art. 94 TUIF). Tale documento, che deve essere pubblicato prima del lancio dell'offerta, è altresì sottoposto al vaglio preventivo della CONSOB (art. 94.1 TUIF).

Alla luce delle problematiche che si sono delineate precedentemente, occorre immediatamente affrontare il problema concernente l'individuazione della funzione, della *ratio*, della disciplina del prospetto informativo: ci si chiede, più precisamente, se l'imposizione di obblighi informativi nel mercato primario svolga una funzione di protezione del consumatore-risparmiatore (*securities law* come *consumer protection law*) ovvero sia possibile ravvisare una diversa *ratio* in qualche misura concorrente, o, forse, addirittura sostitutiva.

Ad una prima lettura della disciplina dell'art. 94 TUIF, parrebbe trovare fondamento la prima ipotesi: il contenuto del documento informativo deve infatti essere "*facilmente analizzabile e comprensibile*" tale da consentire agli investitori di "*pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente (...), nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti*" (<sup>46</sup>).

Ma a ben vedere la prospettiva di una protezione del risparmiatore alla stregua di un consumatore, tipica delle origini della *securities regulation* (<sup>47</sup>), non è declinata, nello testo stesso delle nostre leggi, con la coerenza che sarebbe lecito attendersi, facendo apparire alcune norme alla stregua di declamazioni senza una chiara portata precettiva. Secondo parte della dottrina, la prospettiva andrebbe mutata, almeno limitatamente al più circoscritto ambito della «disciplina degli emittenti» (<sup>48</sup>), a causa di una differenza strutturale che caratterizza le operazioni qui in esame: a ben vedere,

---

Capitolo Terzo.

<sup>46</sup> Si tratta del resto di un'impostazione che risente dell'influenza della direttiva 2001/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003: v. considerando n. 19; 20 e art. 5.1.

<sup>47</sup> V. SEC. v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953).

<sup>48</sup> Le stesse conclusioni non possono essere agevolmente riportate anche nella disciplina dei servizi di investimento in cui il risparmiatore si rivolge ad un intermediario professionale per effettuare operazioni nel mercato finanziario. In quell'ipotesi infatti il rapporto è tipicamente bilaterale e con un evidente squilibrio a favore del soggetto professionale, peraltro pacificamente riconosciuto dalla legge: cfr. artt. 21 e ss. TUIF.

non ci si trova al cospetto di uno scambio bilaterale in cui l'informazione obbligatoria ha lo scopo di dare equilibrio ad un'operazione in cui una parte si potrebbe approfittare della debolezza dell'altra. Viceversa, l'offerta al pubblico è, per definizione, un'operazione di massa in cui l'informazione si inserisce in un contesto affatto differente in quanto caratterizzato dalla « dimensione "pubblica" »<sup>(49)</sup>.

Proseguendo l'analisi e limitandola, per ora, al solo dato testuale, si può mettere in dubbio che la prospettiva della protezione del consumatore-risparmiatore debba

---

<sup>49</sup> Così già, seppur incidentalmente, FERRARINI (1986), 93 (per il quale il prospetto sostituisce le trattative individuali tra emittente ed investitori impossibili in una contrattazione di massa) e v. inoltre CERRAI-MAZZONI (1993), 16 s (che parlano di cesura tra la ratio storica e la funzione attuale della *disclosure philosophy*: l'informazione non è dunque più – cfr. a p. 18 – uno “strumento di tutela perequativa”, bensì un meccanismo “utile al corretto funzionamento del mercato in quanto tale”); VESPERINI (1993), 95; ANGELICI (1998), 251; ANNUNZIATA, *sub art. 94* (1999), 92-93 (che parla di); PERRONE (2003), 11 (il quale ritiene “sostanzialmente superata” l'idea propria della legislazione americana degli anni '30 del secolo scorso in base alla quale l'informazione obbligatoria avrebbe permesso agli investitori *retail* di identificare i migliori prodotti collocati sul mercato”); PAGNONI-PROVIDENTI (2005), 625, e, da ultimo, riportando il pensiero di Ferrarini v. GIUDICI (2008), 217.

Va però segnalato come altra parte della dottrina italiana si pone su posizioni più misurate: v. COSTI-ENRIQUES (2004), 74 laddove rilevano che “*nel valutare l'adeguatezza dell'informazione fornita dal prospetto, è necessario tener presente che dello stesso sono destinatari i « comuni » investitori, sia pure mediamente avveduti, e non i soli « esperti » del mercato mobiliare (...)*” ma ammettono anche che “*Ciò non significa, peraltro, che il prospetto non debba contenere anche informazioni che solo un investitore qualificato sia in grado di comprendere ed elaborare al fine di formare un adeguato giudizio sull'operazione*”. Per quanto autorevolmente espressa, tale opinione non risulta condivisibile in quanto contraddittoria: delle due, infatti, l'una: o l'informazione è in grado di permettere l'estrapolazione di un prezzo efficiente (v. *infra* in che senso) senza il necessario intervento degli investitori professionali oppure si perpetua l'artificio retorico dell'informazione come difesa del risparmiatore, con la consapevolezza però che la decodificazione delle informazioni e la conseguente formazione del prezzo è riconducibile alla sola attività degli investitori qualificati. Uno dei due autori sopra citati giunge a conclusioni più radicali quando ritiene inadeguata l'informazione contenuta in un prospetto che non risulti comprensibile per un comune investitore cfr. COSTI (2008), 54.

Pur ammettendo che ci si trovi al cospetto di un “*mito dell'investitore medio « informato », e di per ciò stesso « consapevole »*” rimane fedele all'impostazione che parrebbe imporre la lettera della legge ANNUNZIATA, cit. (1999), 92-93 e, soprattutto, ANNUNZIATA (2008), 330-331 in cui più netta pare la presa di posizione a favore dell'investitore non professionale.

Continuano a mantenere maggiore fedeltà alle declamazioni del legislatore interno e comunitario, pur parlando di investitore non del tutto sprovvisto, SCIMEMI (2005), 397, JANNARELLI (1998), 901-902 (il quale valorizza l'assenza nell'art. 94.2 del riferimento al consulente dell'investitore, che rimane però, come si è sottolineato, un momento decisivo per l'esplicarsi delle scelte di investimento); MIOLA (2002), 802-803 (il quale ponendosi sulla scia di JANNARELLI valorizza anche la presenza dell'esenzione dall'obbligo di prospetto nelle ipotesi di collocamento presso investitori professionali, che sarà oggetto di analisi nel terzo capitolo). Manteneva una posizione influenzata dal pensiero tradizionale lo stesso Guido Rossi in Rossi (1991), 964: «*Insomma, la legislazione che disciplina i valori mobiliari, come ha esattamente rilevato il Pennington, è diretta a proteggere i diritti dei singoli investitori e non a garantire l'evoluzione o le strutture dei mercati piuttosto che la loro ideale efficienza (...)*».

essere - ed in effetti sia - la principale preoccupazione del legislatore. In primo luogo, si ammette testualmente che il “*fondato giudizio*” sia un esito solo eventuale della lettura del prospetto (“*possano pervenire*”) da parte degli investitori. Inoltre, la stessa lettura del prospetto non è più postulata dal legislatore secondario (la CONSOB) che impone agli intermediari di consegnare il prospetto informativo solo ove vi sia un’espressa richiesta [cfr. art. 13.2 lett. a) Reg. Emittenti] <sup>(50)</sup>.

Nella stessa ottica, la necessaria presenza di un documento di sintesi <sup>(51)</sup> fa pensare ad una realistica accettazione <sup>(52)</sup> da parte del legislatore dell’idea che il risparmiatore non esamini il prospetto informativo, e, quindi, che non sia a questo documento che possa essere legata la tutela (individuale) dei risparmiatori.

Particolare attenzione sul prospetto come elemento attraverso cui si individua il prezzo “informato” degli strumenti finanziari è versata dall’art. 95-*bis* TUIF, laddove è prevista la facoltà di revoca (*rectius* recesso) dell’accettazione nell’ipotesi in cui il prospetto « non indichi le condizioni o i criteri in base ai quali il prezzo di offerta defi-

---

<sup>50</sup> La Consob ha peraltro seguito, generalizzandola, l’impostazione del legislatore comunitario il quale nel definire le modalità di pubblicazione del prospetto permette agli intermediari di non consegnare il prospetto pubblicato sul web a meno che non vi sia un’espressa richiesta da parte dell’investitore (cfr. art. 14.7 Direttiva 2003/71/CE)

<sup>51</sup> La nota di sintesi deve essere redatta, ai sensi dell’art. 5.3 Reg. Emittenti, “in linguaggio non tecnico” e contiene un breve resoconto dei “rischi e delle caratteristiche essenziali connessi (sic!) all’emittente (...) agli strumenti finanziari” e “contiene un’avvertenza secondo cui: a) va letta come un’introduzione al prospetto; b) qualsiasi decisione di investire negli strumenti finanziari dovrebbe (l’uso del condizionale è assai significativo) basarsi sull’esame del da parte dell’investitore del prospetto completo; (...)”. Si tenga inoltre presente che, nell’ipotesi di offerta al pubblico effettuata da parte di un emittente di altro Stato membro la nota di sintesi è l’unico documento che dovrà essere redatto in lingua italiana: anche qui si trova conferma dell’impostazione non sempre coerente del legislatore comunitario.

L’ambiguità in merito alla funzione del prospetto e al linguaggio con cui deve essere redatto è presente anche nella regolamentazione statunitense in cui in tempi non lontani si è posto l’accento sulla necessità di utilizzare un *plain english*. Per una prima informazione sulla Rule 421 v. CHOI-PRITCHARD (2005), 422 (i quali mettono in dubbio l’utilità della riforma sulla base della circostanza rilevata nel testo che i destinatari del prospetto non sono i risparmiatori e della considerazione che l’utilizzo di un linguaggio specialistico permette un’informazione più precisa); e, in lingua italiana, TONELLO (2000), 176 s e il cenno in PERRONE (2003), 13 nt. 30.

<sup>52</sup> Confermata, come rileva PERRONE (2003), 14 dal rilievo che l’attività di consulenza ha nell’ambito dei servizi di investimento (cfr. art. 1.5 septies TUIF così come modificato in attuazione della direttiva MIFiD dall’art. 1 d.lgs. n. 164 del 17 settembre 2007) che dimostra l’opportunità di un ulteriore strumento di protezione oltre alla semplice informazione contenuta nel prospetto. Tale rilievo è sottolineato da COSTI-ENRIQUES (2004), 3 i quali mettono in luce come l’attività di consulenza sia indispensabile affinché i risparmiatori meno avveduti acquisiscano “*informazioni sul valore « corretto » dei valori mobiliari in circolazione*”.

nitivo (...) [è] determinat[o] » <sup>(53)</sup>. Meccanismo che, coerentemente, opera anche nell'ipotesi di supplemento al prospetto (art. 95-bis.2 TUIF) <sup>(54)</sup>.

Ulteriore aspetto su cui occorre interrogarsi è la differente disciplina che, in sede europea <sup>(55)</sup>, si sta discutendo per le ipotesi di emissioni di emittenti alla prima emissione rispetto alla disciplina dei *seasoned issuers* <sup>(56)</sup>, in cui il prospetto diventerebbe un documento molto più snello in quanto l'emittente già quotato può fare riferimento alle informazioni già diffuse ai sensi dell'art. 114 TUIF e, nel caso di emissione di titoli analoghi a quelli già quotati, ad un prezzo idoneo a tutelare di per sé il risparmiatore in quanto prodotto dagli scambi nel mercato secondario.

Ma allora viene spontaneo chiedersi perché si imponga la pubblicazione di un documento così costoso (in termini di tempo e risorse) da redigere e a chi (=a quale interesse) giovi la diffusione di queste informazioni.

Sebbene in grado di sollevare la problematica, gli argomenti letterali individuati dalla dottrina non appaiono risolutivi: l'obiettivo di fornire una risposta al quesito può essere raggiunto facendo un passo indietro e dando conto, in sintesi, del complesso dibattito sull'efficienza dei mercati e, soprattutto, sui meccanismi di formazione dei prezzi dei prodotti finanziari. Come si tenterà di dimostrare, la funzione del prospetto potrà essere individuata con sufficiente chiarezza sulla base dei risultati di tale dibat-

<sup>53</sup> Su tale norma v. ANNUNZIATA (2008), 334.

<sup>54</sup> Supplemento che può essere richiesto dalla Consob per tutelare gli investitori (art. 95.5) o dovuto nel caso vi siano fatti nuovi, errori o imprecisioni in grado di incidere sulla « valutazione dei prodotti finanziari » (art. 95.7 TUIF e art. 11 Reg. Emittenti).

<sup>55</sup> V. Commissione CE, Consultation on a draft proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, January 2009, in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/prospectus\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/prospectus_en.htm), 9 ; Commissione CE, Background Document Review of Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Prospectus Directive), January 2009, in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/prospectus\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/prospectus_en.htm), 8 in cui si discute l'opportunità di abolire art. 10 della direttiva 2003/71/CE alla luce di quanto è previsto nella direttiva transparency 2004/109/CE.

<sup>56</sup> Negli Stati Uniti, infatti, la differenza disciplina tra emittenti ordinari e i c.d. Well Known Seasoned Issuers (WKSIs) [per un inquadramento sintetico ed aggiornato della Form S-3 v. CHOI – PRITCHARD (2008), 197 e 240 s; è oggetto di attenta riflessione da parte della dottrina cfr. da ultimo FOX (2009), 237 s.

tito scientifico <sup>(57)</sup>.

*6. L'individuazione della funzione del prospetto informativo e la formazione del prezzo "informato" dei prodotti finanziari. Spunti dalla letteratura in tema di efficienza (informativa) del mercato dei capitali. Distinzione tra efficienza informativa ed efficienza valutativa. Il ruolo (essenziale) degli investitori professionali nel decodificare le informazioni traducendole nel prezzo degli strumenti finanziari.*

Nel paragrafo precedente si è tentato di dimostrare come l'individuazione della tutela del singolo risparmiatore come obiettivo principale della disciplina dell'informazione al mercato determini una visione solo parziale del dato legislativo che rischia di travalicare in una vera e propria finzione: è del resto evidente che « *investors do not even want to inspect; they seek to be passive recipients of an income stream, not to be private investigators* » <sup>(58)</sup>.

Del resto che l'investitore sia l'effettivo destinatario del flusso di informazioni proveniente dall'emittente e compendiato nel prospetto è affermazione messa in dubbio da tempo <sup>(59)</sup>. Tuttavia, tale affermazione rischia di risultare una petizione di principio fondata su un'impressione (sia pure piuttosto ovvia), ove non risultasse coerente con i presupposti teorici alla base della regolazione del mercato finanziario.

È pertanto opportuno volgere lo sguardo all'economia, ed in particolare agli studi di finanza, per comprendere quale possa essere l'interesse realmente perseguito - ancorché in modo non del tutto consapevole - dal legislatore: solo dopo aver indivi-

---

<sup>57</sup> ( ) Ciò non vuol dire che la funzione del prospetto come strumento di informazione del singolo investitore non abbia alcun pregio. L'argomento storico, infatti, orienta in quest'ultimo senso. Tuttavia, in un diritto legato in modo così stretto alla scienza economica come il diritto del mercato mobiliare, appare frutto di miopia il considerare sullo stesso piano l'argomento storico e l'argomento teleologico di carattere giuseconomico. In questo senso si spiega il titolo del paragrafo che parla di funzione prevalente del prospetto.

<sup>58</sup> L'efficace espressione è di EASTERBROOK-FISCHEL (1991), 281.

<sup>59</sup> DOUGLAS (1933), 508 : "even though an investor has neither the time, money, nor intelligence to assimilate the mass of information in the registration statement, there will be those who can and who will do so, whenever there is a broad market. The judgment of those experts will be reflected in the market price. Through them investors who seek advice will be able to obtain it. And so during the early months of the life of a security the registration statement will serve as a healthy conditioner of the market".

duato tale interesse sarà possibile affrontare il dato positivo con l'aiuto di un fondamentale strumento teorico.

Punto di partenza <sup>(60)</sup> per l'approfondimento della funzione economica della disciplina imperativa del prospetto informativo è la c.d. *efficient capital market hypothesis* <sup>(61)</sup> (c.d. ECMH), vale a dire la teoria che asserisce la capacità del mercato finanziario - a determinate condizioni - di indicare un prezzo degli strumenti finanziari che incorpori, non appena disponibili, tutte le informazioni (vere o false) sull'emittente. Il che, da diverso angolo visuale, equivale ad asserire l'impossibilità che, in un mercato efficiente, un operatore possa trarre profitto dalla ricerca di strumenti finanziari sottovalutati <sup>(62)</sup> in base a informazioni già diffuse tra il pubblico degli investitori, poiché il

---

<sup>60</sup> V., per un'analoga impostazione del discorso, EASTERBROOK-FISCHEL (1991), 297-298 ove riguardo alla pretesa protezione che l'informazione al mercato dovrebbe offrire al singolo risparmiatore viene icasticamente osservato: " *This argument is uninformed as the traders it is supposed to protect. It disregards the role of markets in impounding information in prices*".

Del resto, come efficacemente ricorda LANGEVOORT (2002), 135 si tratta di una « *staple of contemporary legal analysis* ».

<sup>61</sup> La letteratura sul punto è vastissima, sarebbe vano il tentativo di darne conto con pretese di completezza. Ci si può dunque limitare al classico riferimento all'articolo di Eugene Fama v. FAMA (1970), 383 s. (il quale attribuisce l'idea ad un working paper inedito di Roberts) e alle declinazioni più importanti che tale ipotesi scientifica ha conosciuto nella letteratura di law and economics [per un'introduzione v. COFFEE JR.-KLEIN (2004), 409 s.; fondamentali gli studi di GORDON-KORNHAUSER (1985), 761 s.; GILSON-KRAAKMAN (1983), 554 s.]. Il dibattito in campo giuridico si è concentrato soprattutto sull'adozione da parte della U.S. Supreme Court della c.d. *Fraud on the market theory* nel noto caso Basic v. Levinson (1988), 246-247; AYRES (1991), 945 s.; MACEY-MILLER (1990), 1059 s.

Nella letteratura italiana si v. PERRONE (2003), 5-10; ONADO (2000), 363 s.

<sup>62</sup> La definizione in questo senso dell'efficienza informativa del mercato si deve a BEAVER (1981), 35, una differente formulazione in LATHAM (1986), 40; in Italia cfr. ONADO (2000), 364. Anche se immediatamente è bene rilevare come tale ipotesi si ponga in contrasto con il dato di esperienza per cui " *securities trade in the secondary market in large part because the trading parties believe that the securities are either undervalued or overvalued*". Così COFFEE JR.-KLEIN (2004), 409..

Ed è proprio in base alla tipologia delle informazioni che vengono immediatamente riflesse nel prezzo che si suole, ormai quasi tralaticciamente (da Fama in poi), distinguere tre livelli di intensità della ECMH: a) efficienza in senso debole, quando il prezzo incorpora le informazioni relative ai prezzi e alle quantità precedentemente scambiate (il che è plausibile oltre che empiricamente verificato dal momento che si tratta di informazioni ormai facilmente reperibili su internet): di qui la comune constatazione che l'andamento dei prezzi delle azioni è una *random walk*); b) efficienza in senso semi-forte: è l'accezione utilizzata nel testo, facendo riferimento al fatto che i prezzi rispecchiano tutte le informazioni disponibili, vuoi sulle variabili economiche generali, vuoi sulla singola impresa [ma il punto merita una precisazione su cui v. *infra*, dal momento che se questo livello di efficienza fosse sempre verificato gli investitori professionali non riuscirebbero per definizione a "battere il mercato" secondo quello che è stato definito il paradosso di Grossman-Stiglitz, su cui v. GROSSMAN-STIGLITZ (1980), 393 s]. La letteratura empirica che ha verificato la tenuta di questa ipotesi ha dato risultati contrastanti: se è vero che eventi di rilievo fondamentale nella vita della società (es. fusioni, dividendi straordinari, acquisizioni) vengono riflessi immediatamente nel prezzo, va però detto che nell'ipotesi di informazioni meno

mercato si comporta come se tutti gli investitori (anche i meno avveduti) le conoscessero.

Nella prospettiva in cui ci si sta muovendo, è interessante stabilire se l'informazione contenuta nel prospetto sia in qualche misura funzionale alla promozione dell'efficienza del mercato, ovvero se lo stesso flusso di notizie si inserisca solo nella dialettica bilaterale tra emittente e investitore consentendo a quest'ultimo di investire in modo informato. Non va poi sottovalutato che dall'esame delle teorie sull'efficienza del mercato dei capitali si potranno trarre utili insegnamenti sul funzionamento del mercato stesso.

Ma facendo un passo indietro, la complessità del tema esige che siano ben definite le premesse da cui l'indagine muove ed, in particolare, la stessa nozione di efficienza che si intende adottare: al fine di delimitare il significato del sintagma "efficienza informativa" può essere utile il confronto con il concetto di efficienza valutativa (o fondamentale) <sup>(63)</sup>: ciò è opportuno, non solo, in quanto l'accostamento di questi due modi di intendere l'efficienza potrebbe determinare (ed in effetti ha determinato) confusione, ma soprattutto perché anche l'efficienza valutativa riveste un ruolo determinante per comprendere le modalità di funzionamento del mercato mobiliare. L'efficienza valutativa, infatti, non ha solo a che vedere con la capacità di incorporare nel prezzo tutte le informazioni (vere o false che siano), ma si tratta di qualcosa in più

---

eclatanti, ma comunque di un certo rilievo le mutazioni di prezzo sono più lente (ad esempio l'annuncio di un ridimensionamento degli utili attesi viene "digerito" in qualche mese); c) efficienza in senso forte: in questo caso i prezzi sarebbero in grado di riflettere non solo tutte le informazioni pubbliche ma anche quelle di cui possono disporre i soli insider dell'emittente. Cfr., *ex multis*, COFFEE JR.-KLEIN (2004), 409-411.

<sup>63</sup> La distinzione, non chiara nel dibattito iniziale sulla ECMH, è al centro dell'importante saggio di AYRES (1991), 965 s. (il quale, pur affermando che si tratta di una distinzione spesso ignorata, la attribuisce a J.M. Keynes, cfr. p. 968-969) e di GORDON-KORNHAUSER (1985), 762 s. ed è ormai saldamente presente nei *case books* v., ad esempio, CHOI-PRITCHARD (2005), 36 (in cui una chiara spiegazione delle conseguenze normative del postulare l'efficienza valutativa dei mercati: la *deregulation*). Si veda inoltre il tentativo di superare il dibattito in sede teorica attraverso la raccolta di dati empirici in FOX et al. (2004), 344 s. Nella letteratura italiana v. PERRONE (2003), 5-6 (il quale distingue, ma non è forse necessario in quanto si tratta di angolazioni intuitivamente differenti, anche l'efficienza allocativa) che in ONADO (2000), 359-360 (il quale parla anche di efficienza di completezza nel senso di Arrow-Debreu e di efficienza operativa in quanto si occupa dell'efficienza complessiva del sistema finanziario). Sembrano fare riferimento alla sola efficienza valutativa COSTI-ENRIQUES (2004), 2.

<sup>(64)</sup>, vale a dire la capacità del mercato di esprimere il valore intrinseco degli strumenti finanziari [i.e. la valutazione attualizzata dei flussi di cassa attesi scaturenti da quel determinato valore mobiliare <sup>(65)</sup>] <sup>(66)</sup>, caratteristica che, intuitivamente, i mercati hanno solo laddove fossero diffuse unicamente informazioni complete e veritiere e si riuscisse a verificare empiricamente che il prezzo degli strumenti finanziari è funzione unicamente dei valori fondamentali dell'impresa emittente e che tali valori siano per ogni investitore gli stessi <sup>(67)</sup>: ogni variazione di prezzo corrisponderebbe ad una variazione del *total mix* di informazioni sull'emittente e sullo strumento finanziario in questione. Dal punto di vista terminologico quando si intende affermare l'efficienza valutativa (o fondamentale) di un prezzo si parla di *accuracy* <sup>(68)</sup>, o, si potrebbe dire, precisione.

---

<sup>64</sup> Sebbene intuitivo, il fatto che vi sia un rapporto di continenza tra efficienza valutativa ed efficienza informativa è autorevolmente confermato da ONADO (2000), 367, ove anche un cenno alle ricerche empiriche in tema di efficienza valutativa dei mercati.

<sup>65</sup> La considerazione è il basilare postulato della valutazione degli strumenti finanziari secondo il dettame della finanza aziendale. Cfr. per una prima informazione ONADO (2000), 194 s., ma con particolare chiarezza v. COFFEE JR.-KLEIN (2004), 316 s.

È condivisibile, da un punto di vista fattuale, che il valore delle azioni sia funzione anche della loro liquidità (anche se tale caratteristica non ha nulla a che vedere con i fondamentali di riferimento quanto piuttosto con fattori estrinseci), dal momento che è spesso applicato uno sconto per l'illiquidità dei titoli emessi: cfr. SCIMEMI (2005), 397. Sulla liquidità v. comunque infra nel testo.

<sup>66</sup> È dunque l'efficienza valutativa il postulato di alcune recenti norme di diritto societario che utilizzano i prezzi di mercato (peraltro la media ponderata degli stessi per evitare i fenomeni di noise trading su cui v. infra) come parametro essenziale per la valutazione delle azioni di una s.p.a. (v. artt. 2437 ter in tema di recesso e 2441, quarto comma, c.c. in tema di esclusione del diritto di opzione).

<sup>67</sup> V. STOUT (2003), 639-650 per l'esame della letteratura che ha dimostrato come non sia ipotizzabile che la valutazione degli *asset* possa essere effettuata in modo realistico assumendo che tutti gli investitori dispongano delle stesse aspettative sui rendimenti attesi (*expected return*) e sul rischio sistematico non diversificabile (*market risk*): vale a dire, sulla debolezza di una delle premesse del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (su cui in generale v. GORDON-KORNHAUSER (1985), 775 s.). Non è inutile a questo punto ricordare come la dimostrazione dell'erroneità dell'assunto delle aspettative omogenee non deriva solo da un'ovvia considerazione empirica (le persone non sempre sono d'accordo), ma è conseguenza di studi empirici che hanno dimostrato come la curva della domanda di strumenti finanziari sia discendente: all'aumentare del prezzo diminuisce la quantità richiesta sul mercato. Solo chi ha previsioni molto ottimistiche sul futuro di un emittente ne continua a comprare i titoli a prezzi alti. Il che è in palese contrasto con gli assunti della CAPM per cui ogni strumento finanziario è valutato in modo preciso dal mercato, con conseguente impossibilità di guadagnare sul mercato sfruttando titoli sottovalutati e una curva della domanda perfettamente piatta.

<sup>68</sup> Cfr. FOX ET. AL. (2004), 345-346 i quali a p. 350 distinguono il prezzo preciso dal "prezzo informato" (*share price informedness*) per fare riferimento al prezzo che incorpora più informazioni fondamentali possibili.

Non si può tuttavia ignorare l'autorevole opinione <sup>(69)</sup> che ha messo in dubbio, anche se solo da un punto di vista logico e fattuale, la distinzione stessa: nell'affermare che vi è una distanza tra prezzo "informato" e valori fondamentali di una società è implicita l'idea che vi sia qualcuno in grado di valutare gli strumenti finanziari meglio del mercato e nessuno, fin ora, è riuscito a soddisfare questo diabolico onere probatorio, denunciando così la natura di *Nirvana fallacy* della distinzione <sup>(70)</sup>. In altri termini, in quest'ottica, non vi sarebbe un prezzo più preciso di quello offerto da un mercato efficiente <sup>(71)</sup>.

Non essendo in questa sede possibile raggiungere una conclusione definitiva sul punto <sup>(72)</sup>, ci si dovrà accontentare di ipotizzare una *tendenziale*, e quindi solo *relativa*, efficienza informativa (a seconda della velocità con cui le informazioni pubbliche vengono incorporate nel prezzo) e valutativa (a seconda della quantità e della qualità delle informazioni diffuse sul mercato oltre che dei fenomeni di *noise trading* in esso presenti) del mercato mobiliare <sup>(73)</sup>. Fermo restando che una distinzione tra

---

<sup>69</sup> GILSON-KRAAKMAN (2003), 716 nt. 4; in questo senso parrebbe anche COFFEE JR.-KLEIN (2004), 409; LANGEVOORT (2002), 140 nt. 18 laddove mette in luce come la distinzione sia dovuta soprattutto alla difficoltà empirica di misurare l'efficienza fondamentale: tutte le ricerche riguardano infatti la sola efficienza informativa (=la velocità cui i prezzi si adattano alle nuove informazioni pubbliche). E v. già GORDON-KORNHAUSER (1985), 767-768 ove si pone decisamente l'accento sull'*accuracy* dei prezzi ai fini dell'efficienza speculativa del mercato.

V. però, per un'impostazione più ortodossa e fedele ai dettami della ECMH, ROMANO (1998), 2373 s. ove declinando in modo coerente la teoria si afferma che il prezzo espresso in un mercato efficiente è di per sé il migliore, non essendo possibile renderlo più accurato (se non con la diffusione di nuove informazioni. Di conseguenza, dato un certo set di notizie su un emittente, non si può ritenere ingiusto un prezzo che le abbia pienamente incorporate oltre alla circostanza (peraltro decisiva) secondo cui un prezzo più accurato permetterebbe all'investitore semplicemente di ridurre il rischio specifico (non sistematico) legato all'investimento in un determinato emittente: rischio che può essere agevolmente eliminato mediante la diversificazione del portfolio. V. oltre testo e note per critiche, si ritiene convincenti, alle tesi che maggiormente si affidano ai postulati classici della finanza.

<sup>70</sup> ( ) V. però l'icastica affermazione di STOUT (2003), 650 per cui: « Fundamental value efficiency is a theoretical rabbit pulled out of a hypothetical hat ».

<sup>71</sup> Se non quello che possono indicare gli *insiders*, i quali, per definizione, non sono contemplati nella versione semi-forte dell'ECMH. Ritiene infatti che la distinzione tra efficienza fondamentale e efficienza informativa non sussista nel caso dell'ipotesi di *strong efficiency* (in base alla quale, come noto, tutte le informazioni, pubbliche e private, sono incorporate nel prezzo) potendo invece residuare nelle altre ipotesi LANGEVOORT (2002), 182.

<sup>72</sup> È del resto facilmente riscontrabile come i corsi azionari non siano soggetti solo a oscillazioni dovute unicamente alla modificazione di qualche determinante essenziale al fine della valutazione finanziaria della società.

<sup>73</sup> Parla di «market efficiency as an imperfect and incremental process» STOUT (2003), 656.

le due forme di efficienza è dimostrabile quantomeno dal punto di vista teorico come ha dimostrato la dottrina che ha messo in luce i limiti (teorici ed empirici) del *Capital Asset Pricing Model*, vale a dire il modello di valutazione delle imprese più accreditato che funge da (necessario) anello di congiunzione (oltre che termine di verifica dei test di efficienza valutativa del mercato) tra efficienza informativa e valutativa (<sup>74</sup>); in particolare, dalle inesattezze del CAPM consegue che le stime offerte da un mercato efficiente soltanto dal punto di vista informativo non corrisponderebbero alle stime migliori (o a quelle medie), bensì alle stime degli investitori ottimisti (con aspettative più ottimistiche degli altri) che, al margine, hanno deciso di non vendere gli strumenti finanziari ad un determinato prezzo (<sup>75</sup>).

Fatta chiarezza, per quanto in questa sede possibile, su cosa si intenda per efficienza informativa, occorre volgere l'attenzione al profilo che qui più preme sottolineare e, cioè, le condizioni essenziali (<sup>76</sup>) affinché si possa parlare di efficienza informativa relativamente al mercato di un determinato prodotto finanziario.

Il primo fattore essenziale è la necessità che si tratti di titoli ampiamente seguiti e scambiati nella comunità finanziaria (<sup>77</sup>): la ragione è semplice, ove non vi fosse mercato per tali strumenti finanziari non sarebbe ipotizzabile un immediato - o quantomeno rapido - adattamento del prezzo alle informazioni disponibili.

In secondo luogo, occorre individuare quali siano i meccanismi attraverso cui, in un mercato sufficientemente liquido, le informazioni si traducono (rapidamente) nel prezzo (<sup>78</sup>), ed è a questo proposito che entra in gioco un attore fondamentale del mercato mobiliare, il cui ruolo sarà oggetto della presente ricerca: l'investitore professionale (<sup>79</sup>). È infatti grazie all'attività di tali soggetti (<sup>80</sup>) che i prezzi tendono a ri-

---

<sup>74</sup> V., di recente, COFFEE JR.-KLEIN (2004), 410 e 416; STOUT (2003), 639 s.; e, già, GORDON-KORNHAUSER (1985), 781 nt 49 (ove la critica all'assunto delle aspettative omogenee tra gli investitori) oltre a pagg. 782-786.

<sup>75</sup> In questi termini COFFEE JR.-KLEIN (2004), 416.

<sup>76</sup> Sul punto si veda, tra i molti, GILSON-KRAAKMAN (1984), 565 s.

<sup>77</sup> Cfr. CHOI-PRITCHARD (2005), 33.

<sup>78</sup> Il che, detto in termini più formali, consiste nel passaggio da uno stato di equilibrio in cui il prezzo riflette tutte le informazioni disponibili ad altro stato di equilibrio in cui nel set di informazioni vi è anche l'informazione nuova: v. GILSON-KRAAKMAN (1984), 565.

<sup>79</sup> In Italia v. CERRAI-MAZZONI (1993), 18

<sup>80</sup> La circostanza è evidenziata originariamente da GILSON-KRAAKMAN (1984), 569-572 e da ulti-

flettere tutte le informazioni su di un determinato emittente (o, si potrebbe dire, tendono ad una efficienza di tipo informativo). Si tratta, è bene precisarlo sebbene sia un'ovvietà, di un'attività costosa e, dunque, rischiosa, per lo svolgimento della quale sono necessari ingenti investimenti ed in relazione alla quale vi possono ben essere conflitti di interesse o altri meccanismi idonei a limitarne l'efficacia (<sup>81</sup>).

Una tipica obiezione alla ricostruzione qui seguita discende da una rigorosa applicazione dei postulati di partenza: come si può, infatti, conciliare l'impossibilità trarre profitto dalle informazioni diffuse sul mercato (corollario fondamentale della ECMH) con la necessità per gli investitori professionali di sostenere i costi della ricerca e della valutazione delle notizie? Non è chi non veda come una simile ipotesi risulti paradossale (oltre che irrealistica). A ciò si dovrebbe, poi, aggiungere che alcuni investitori istituzionali (es. *index funds*) e individuali (mediante la diversificazione del *portfolio*) hanno rinunciato al tentativo di "battere il mercato" dimostrando così di dare credito alla teoria. È, ciononostante, evidente come tale obiezione non colga nel segno, essenzialmente perché non è in grado di spiegare la complessità del reale in cui non vi sono solo investitori "diversificati" ma è alquanto frequente per certe tipologie di investitori l'attività di ricerca delle informazioni.

In ogni caso, però, si tratta di obiezione utile perché la sua confutazione permette di chiarire alcuni aspetti essenziali dell'angolo visuale qui adottato. Ponendo a mente gli incentivi cui risponde l'agire degli investitori professionali, risulterà chiaro che non si potrà dare il caso in cui l'efficienza informativa si produca in un equilibrio

---

mo, con particolare enfasi, da GOSHEN-PARCHOMOVSKI (2006), 721 s.

<sup>81</sup> È infatti oggi piuttosto anacronistico mantenere un atteggiamento fideistico verso le capacità del mercato (i.e. degli investitori professionali) di garantire la precisione dei prezzi. I casi Enron, Parmalat e simili hanno dimostrato come il mercato perda, talvolta in modo macroscopico, la capacità di discernere in modo appropriato quali siano i buoni investimenti. Ciononostante, una tesi "nichilista" volta a sovvertire completamente i meccanismi attualmente in opera avrebbe l'onere della prova, forse insostenibile, di indicare una strada alternativa. Ad oggi, a meno di ritorni verso un passato di cui forse ci si è dimenticata l'asprezza, non sembra possibile immaginare l'impiego massiccio di alternative al mercato finanziario. Sarebbe piuttosto auspicabile una maggiore attenzione da parte dei governi e delle autorità di controllo dei mercati finanziari nell'applicare in modo efficace e corretto le regole già stabilite ovvero di migliori e di più facile (=meno costosa) applicazione.

Sull'incidenza delle crisi sulla plausibilità delle ipotesi di efficienza del mercato v. in generale COFFEE JR.-KLEIN (2004), 413; per una trattazione specifica v. PARTNOY (2000), 741 s.

in cui manchi la spinta verso la ricerca di nuove informazioni <sup>(82)</sup>: sussisterà in definitiva un “*equilibrium level of disequilibrium*” <sup>(83)</sup>. In capo agli investitori professionali sussisterà, in altri termini, uno stimolo costante a migliorare l’ammontare di informazioni di cui essi sono in possesso mediante non solo l’attività di ricerca <sup>(84)</sup> (fino a che, al margine, il costo dell’informazione non superi i guadagni che possono essere conseguiti sul mercato), ma anche attraverso lo studio delle informazioni già in loro possesso con lo scopo, vuoi di modificare le previsioni sul valore di determinati strumenti finanziari, vuoi di verificare la precisione delle stime stesse <sup>(85)</sup>.

Una volta chiariti i peculiari meccanismi attraverso cui il mercato mobiliare tende verso quella pur relativa efficienza informativa, è il caso di precisare come, ove il ruolo degli investitori professionali fosse soltanto quello di determinare l’efficienza *informativa* <sup>(86)</sup> dei mercati, ciò non risulterebbe di particolare utilità <sup>(87)</sup> sotto un profilo dell’efficienza *allocativa* <sup>(88)</sup> del sistema. È, infatti, l’efficienza *valutativa* ad essere in-

---

<sup>82</sup> Cfr. per un modello di game theory in base al quale « “no research” is not a dominant strategy » né una decisione in grado di garantire un equilibrio di Nash GORDON-KORNHAUSER (1985), 791 e ss. e in part nt. 76 pag. 792 e pag 793.

<sup>83</sup> GROSSMAN-STIGLITZ (1980), 393; la descrizione del paradosso di GROSSMAN-STIGLITZ permette a GILSON-KRAAKMAN (1984), 622-623 di confermare la loro tesi (che rimane di fatto insuperata, anche perché, almeno sotto questo profilo, piuttosto generica e quindi adatta al discorso giuridico che non esige formalizzazioni e modelli matematici) di efficienza solo relativa del mercato; cfr. inoltre GORDON-KORNHAUSER (1985), ...

<sup>84</sup> Le informazioni che possono essere ricavate dall’emittente o da altre fonti possono riguardare lo stesso emittente o altri fattori che comunque incidono sul prezzo degli strumenti finanziari (ad es. tassi di interesse, andamento dei concorrenti, preferenze dei consumatori). Sottolinea quest’ultimo aspetto dell’attività degli investitori professionali (e, in particolare, degli analisti) COFFEE jr. (1984), 723-724 il quale evidenzia poi (a p. 725 e ss.) come le informazioni raccolte da fonti diverse dall’emittente abbiano una natura di bene pubblico tale da determinare un fallimento del mercato (che giustifica la previsione di disposizioni imperative).

<sup>85</sup> Per questa descrizione delle possibili azioni volte a ridurre l’incertezza sul valore delle securities v. GILSON-KRAAKMAN (1984), 564.

<sup>86</sup> Cioè, sostanzialmente, l’impossibilità di profitti dovuti ad operazioni di arbitraggio.

<sup>87</sup> Anzi porrebbe dei serissimi problemi di policy come rilevavano già GORDON-KORNHAUSER (1985), 781: mercati che non allocano in modo efficiente le risorse sono mercati inutili e probabilmente dannosi. Del resto, la circostanza che le risorse possano essere efficacemente allocate anche in assenza di un mercato mobiliare efficiente è dimostrato dalla storia dello sviluppo del capitalismo nell’Europa continentale ove non vi è stato un profondo collegamento con il mercato finanziario alla stregua dei paesi anglosassoni.

<sup>88</sup> O, nella terminologia di GORDON-KORNHAUSER (1985), 766 s., sarebbe più corretto parlare di efficienza speculativa, facendo così riferimento all’ottimale allocazione del risparmio (=decisioni degli investitori di rinviare la decisione di consumare) in relazione ai rendimenti offerti dagli strumenti finanziari (financial returns). Per gli Aa. citati infatti l’efficienza allocativa (che non sempre coincide con l’efficienza speculativa) attiene all’ottimale attribuzione degli investimenti nei progetti che le imprese

timamente collegata con quella complessiva del sistema (<sup>89</sup>), facendo sì che gli investimenti nel mercato mobiliare giungano ai progetti imprenditoriali più promettenti (almeno in potenza).

Ecco allora che, sotto il profilo dell'efficienza valutativa (pur sempre tendenziale e relativa), il ruolo degli investitori professionali risulta essere (ancor più) essenziale (<sup>90</sup>), dal momento che solo grazie all'opera di costoro si può auspicare che i prezzi dei prodotti finanziari tendano alla precisione (<sup>91</sup>). Non è infatti solo l'opera di raccolta delle informazioni a rilevare: è indispensabile che queste informazioni vengano interpretate onde rifletterne il significato sul prezzo (si parla di *privately produced information*): è dunque chiaro come un siffatto compito possa essere alla portata del solo investitore-imprenditore.

---

intendono perseguire: non sono dunque i rendimenti finanziari ad essere presi in considerazione ma gli utili delle imprese. Si comprende allora che l'ECMH per Gordon e Kornhauser possa condurre solo ad un'efficienza speculativa e non ad un'efficienza allocativa del mercato (EI, *op. cit.*, 771), con il che si inserisce un ulteriore passaggio tra l'efficacia dei meccanismi di mercato e l'efficienza complessiva del sistema.

<sup>89</sup> Da un punto di vista teorico il nesso tra precisione ed efficienza allocativa è al centro dell'importante contributo di KAHAN (1992), 979 e in part. 1005 e s. in cui sono analizzate le diverse ipotesi di imprecisione (*inaccuracy*) dei prezzi e gli effetti delle stesse sull'efficienza complessiva del sistema. In particolare, l'*inaccuracy* può essere dovuta a) sotto il profilo causale: a mancanza di informazioni sull'emittente, a errori nella valutazione delle informazioni disponibili, alla presenza di speculatori sul mercato e alla presenza di una crisi di liquidità sul mercato; b) sotto il profilo fenomenico: vi possono essere errori di valutazione dovuti a orizzonti di investimento troppo brevi, alla complessiva volatilità del mercato, a sconti applicati in modo sistematico a singoli settori o all'intero listino; c) sotto il profilo della dimensione: occorre distinguere la durata dell'imprecisione dalla sua entità e dalla diffusione della stessa sul mercato.

Da un punto di vista empirico è interessante l'analisi di dati empirici effettuata in tempi più recenti da FOX ET. AL. (2003), 366 attraverso una metodologia che indirettamente permette di comprendere la precisione dei prezzi dei titoli in un determinato mercato.

Viceversa, una posizione di profondo scetticismo sui collegamenti tra mercati finanziari ed economia reale è quella espressa da STOUT (1988), 645-647; una tesi analoga, ma con motivazioni aggiornate all'attuale crisi finanziaria è stata espressa da MITCHELL (2008), 24-25 seppure con la precisazione che vi è un collegamento tra l'investimento nelle azioni di società finanziarie e la crescita del settore finanziario.

<sup>90</sup> Sul punto si è in buona misura debitori dei risultati raggiunti da GOSHEN-PARCHOMOVKY (2006), 721 s. i quali peraltro si limitano ad esplicitare una teoria che poteva ritenersi sottesa a molti altri autori.

<sup>91</sup> A ben vedere, tuttavia, l'obiettivo dell'efficienza fondamentale del mercato deve essere raggiunto in meno occasioni di quel che si potrebbe pensare: KAHN (1992), 1012-1016 ha infatti sottolineato come sia essenziale che i prezzi siano precisi solo laddove la società emetta nuova finanza sul mercato (sia direttamente che attraverso un firm commitment underwriting). Diverso è invece l'effetto che l'*inaccuracy* dei prezzi può avere sul mercato secondario e, dunque, sulla liquidità dello stesso. Sarà la minore liquidità a determinare la perdita allocativa del sistema (cfr. ID, *op. cit.*, 1020)

Volendo schematizzare ulteriormente il meccanismo di funzionamento del mercato occorre fare affidamento principalmente all'opera di alcuni investitori professionali [i c.d. *information traders* (<sup>92</sup>)] la cui attività consiste nel reperire le informazioni sul mercato (ovviamente si tratta di informazioni non ancora diffuse e, quindi, incorporate nei prezzi) (<sup>93</sup>) con lo scopo di verificarle (ed in questo si manifesta un compito ulteriore rispetto alla semplice promozione dell'efficienza informativa del mercato) e poi tradurle nel prezzo attraverso l'attività di *trading* (intesa sia in modo diretto, attraverso acquisti e vendite, anche allo scoperto (<sup>94</sup>), che indiretto, attraverso la consulenza prestata ad altri investitori) (<sup>95</sup>). Ed è dunque all'attività di questa categoria di investitori che si può fare affidamento nel predicare l'efficienza allocativa del sistema di finanziamento attraverso il mercato mobiliare: sono in definitiva gli *information traders* che promuovono la tendenziale efficienza informativa del mercato (<sup>96</sup>), ma anche la (altrettanto tendenziale) precisione dei prezzi (<sup>97</sup>).

Assume pertanto maggiore chiarezza quale possa essere lo scopo principale della disciplina del mercato mobiliare, in generale, e, in particolare, del prospetto informativo: si tratta infatti di consentire l'attività di alcuni investitori professionali (*information traders*) riducendone laddove possibile i costi (<sup>98</sup>), in modo da rendere (an-

---

<sup>92</sup> Si intende fare riferimento alla tassonomia proposta da GOSHEN-PARCHOMOVSKY (2006), 714 in cui vengono distinte quattro categorie di investitori tra le quali il legislatore potrebbe scegliere gli interessi protetti dalla disciplina giuridica del mercato mobiliare: *information traders*, *liquidity traders*, *insiders* e *noise traders*.

Gli stessi Aa. (a p. 723) specificano che occorre distinguere due tipologie di *information traders*: da una parte vi sono i *professional sophisticated investors* (cioè alcune tipologie di investitori istituzionali), mentre dall'altra gli analisti (*sell-side*; *buy-side* e indipendenti).

Per una diversa tassonomia v. WINTER (1988), 883-888.

<sup>93</sup> Di qui l'utilità di norme che impongano agli emittenti di diffondere le informazioni sul mercato.

<sup>94</sup> Il punto è oggi particolarmente controverso alla luce dei recenti divieti di effettuare *short sales*, ma si tratta di una tecnica ritenuta essenziale al fine di raggiungere un adeguato livello di efficienza del mercato.

<sup>95</sup> Per tale modello di mercato v. GOSHEN-PARCHOMOVSKY (2006), 726 s.

<sup>96</sup> I *liquidity traders* infatti negoziano solo in base a scelte relative ad una maggiore minore liquidità del portafoglio investito. I *noise traders*, al contrario, effettuano scelte di investimento in modo irrazionale. Per tale ragione il prezzo espresso dal mercato non è mai corrispondente al valore reale dello strumento finanziario, ma è sempre necessaria l'opera degli *information traders* che guadagnano sulle informazioni che reperiscono scambiando i titoli il cui prezzo non è abbastanza preciso.

<sup>97</sup> Per recenti indagini empiriche sulla precisione dei prezzi v. FOX et. al. (2003), 344 s.

<sup>98</sup> Come precisato già da GILSON-KRAAKMAN (1984), 594 e 597-609 gli *informed traders* sostengono costi che possono essere ridotti da economie di scala e scopo nelle diverse fasi attraverso cui l'informazione entra a far parte del prezzo di uno strumento finanziario, vale a dire la fase di acquisi-

che solo in via tendenziale) più efficace l'attività di investimento da parte di questa categoria che, come si è accennato, determina la produzione di esternalità positive hanno un effetto virtuoso sull'efficienza complessiva del sistema (<sup>99</sup>).

Sono dunque evidenti le conseguenze che un simile punto di partenza può determinare in punto di interpretazione delle norme di diritto positivo: è, infatti, da condividere la icastica affermazione che il diritto del mercato mobiliare non è un *consumer protection law* (<sup>100</sup>). Il risparmiatore non è infatti il soggetto *direttamente* tutelato dall'intervento del legislatore, ma ciò non significa che l'interesse di quest'ultimo non possa essere *indirettamente* considerato dal legislatore (<sup>101</sup>), anzitutto nella creazione dei presupposti funzionali alla produzione di esternalità positive allo stesso dirette (<sup>102</sup>), prestando tuttavia la dovuta attenzione al contemperare i vari interessi coinvolti, mantenendo così l'impostazione storica della disciplina (tutelare il risparmiatore) (<sup>103</sup>) con la nuova esigenza di garantire la fluidità dei meccanismi di efficienza del mercato.

---

zione delle le informazioni, quella di elaborazione e quella di verificaione.

<sup>99</sup> Il punto è esplicitamente affrontato da GOSHEN-PARCHOMOVSKY (2006), 764-765.

<sup>100</sup> Così GOSHEN-PARCHOMOVSKY (2006), 713-714, ma v. già Winter (1988), 883 il quale conclude la provocatoria analisi (che peraltro non verte esclusivamente sul ruolo della *securities regulation*, comprendendo più in generale temi di diritto societario) affermando che l'*ordinary investor* è il soggetto "*least in need of more legal protection*". Definiscono la disciplina degli emittenti alla stregua di un "*close cousin of consumer protection law*" HERTIG-KRAAKMAN-ROCK, *Issuers and investor protection*, in KRAAKMAN ET AL. (2004), 193, ma non si tratta di una prospettiva che si pone in necessario contrasto con quella adottata dagli autori citati supra: in coerenza con l'impostazione di fondo del volume collettaneo il principale interesse degli autori consiste nell'evidenziare le strategie normative volte a ridurre l'*agency problem* tra *insiders* e *outsiders* e, quindi, si giustifica in quest'ottica il sottolineare la protezione degli investitori come obiettivo dell'intervento del legislatore. Gli stessi autori sono del resto ben consapevoli che sarà attraverso la formazione di un prezzo "informato" che tale tutela risulterà efficace.

V. inoltre HU (2000), 777 il quale ha evidenziato come lo sbandierato obiettivo di proteggere l'investitore retail potrebbe anche avere l'effetto indesiderato (?) di promuovere l'investimento nel mercato mobiliare rispetto ad altri impieghi del risparmio.

<sup>101</sup> Evidente l'analogia con la tutela di interessi di terzi ed in particolare dei creditori sociali nell'ambito del diritto societario.

<sup>102</sup> Si tratta in altri termini di abbandonare un'impostazione volta a considerare il giusto prezzo un mezzo con cui garantire la finalità di protezione del risparmiatore per approdare ad altra ipotesi per cui i meccanismi di mercato permettono di ottenere un prezzo sufficientemente preciso e tale da garantire di per sé il fatto che almeno *ex ante* l'investitore acquisti uno strumento finanziario il cui prezzo non sia il frutto di manipolazione ma solo di informazione. Dopodiché, ove vi dovessero essere informazioni nefaste successive, ciò non dovrebbe preoccupare l'investitore sufficientemente "diversificato".

<sup>103</sup> Parla di *myth-story* che il Congresso e la SEC non vogliono realmente impegnarsi a smentire LANGEVOORT (2002), 173.

A questo punto l'approfondimento dei presupposti economici della ricerca potrebbe ritenersi concluso, poiché si sono già messi in luce alcuni aspetti essenziali che risulteranno molto utili nel prosieguo della trattazione. Cionondimeno non sarebbe corretto ignorare le ulteriori complicazioni che, in tempi recenti, hanno condotto gli studiosi di *finance* a mettere in dubbio la correttezza del modello assunto qui alla stregua di punto di partenza dell'analisi. È pertanto utile cercare di comprendere se si possa ancora affermare che l'ECMH sia il (solo) contesto in cui può avvenire la discussione sul diritto del mercato mobiliare <sup>(104)</sup>, ovvero sia più prudente l'impostazione seguita all'inizio del presente paragrafo in cui si è definita l'EMCH alla stregua di un punto di partenza (per l'indagine di un contesto ben più complesso) <sup>(105)</sup>.

Nel seguire questo tracciato nel prossimo paragrafo si affronterà il tema specifico del ruolo dell'investitore individuale nel mercato (contrapposto al c.d. *smart money*), e, successivamente, si darà conto delle più radicali critiche al modello di mercato che si è sviluppato a partire dalla ECMH. Come si vedrà, l'importanza che rivestono gli *informed traders*, lungi dall'essere indebolita, risulterà ancor più rafforzata dalle correzioni critiche al modello che saranno prese in considerazione.

### *6.1 segue. Gli investitori individuali come noise traders: un'ulteriore conferma del ruolo essenziale degli investitori professionali.*

Non è evidentemente questa la sede per trarre conclusioni di vertice sul ruolo che sul mercato rivestono le diverse categorie di investitori. Cionondimeno, l'idea di porre un accento particolare sul ruolo degli investitori professionali (ed in particolare sugli *informed traders*) in relazione al tema specifico oggetto della presente ricerca (la circolazione di prodotti finanziari collocati presso investitori qualificati) spingono a chiedersi se e - in caso di risposta positiva - quale ruolo rivestano i risparmiatori (uti-

---

<sup>104</sup> Così un quarto di secolo fa si esprimevano GILSON-KRAAKMAN (1984), 550; v. inoltre COFFEE JR. (1984), 719 per la constatazione che (all'epoca) l'ECMH è "at the least, the best generalization by which to summarize the available empirical evidence".

<sup>105</sup> In questo secondo senso pare ormai orientata la migliore dottrina americana come testimonia l'approccio critico alla ECMH nei *leading casebooks*: cfr. CHOI-PRITCHARD (2005), 35-37.

lizzando questo termine non si intendono escludere gli speculatori) nella promozione dell'efficienza (informativa e valutativa) del mercato mobiliare. Ove infatti il loro ruolo fosse determinante, poco senso avrebbe escluderli da un segmento del mercato; viceversa, si potrebbe leggere come un tentativo di raggiungere un qualche livello di efficienza il limitare l'accesso al mercato solo a chi sia in grado di tenere comportamenti conformi al modello.

In quest'ottica, sembrerebbe potersi affermare che la protezione degli investitori *retail*, quale fine ultimo della disciplina dei meccanismi del mercato mobiliare, non risulta giustificata se non dall'ormai superato rilievo storico che ha rivestito (<sup>106</sup>): l'attività di investimento del risparmiatore è, infatti, nella migliore delle ipotesi ininfluente, ma più spesso dannosa. Si intende così fare riferimento alla caratterizzazione degli investitori individuali alla stregua di *noise* (<sup>107</sup>) *traders* (<sup>108</sup>), di soggetti cioè che, effettuando operazioni sul mercato mobiliare senza tenere un comportamento razionalmente giustificabile, non solo non aggiungono nulla alle informazioni contenute nel prezzo, ma contribuiscono alla deviazione del mercato dall'efficienza informativa.

In particolare, si tratterebbe di negoziazioni poste in essere senza valutare ciò che dovrebbe interessare ai fini della decisione del se investire, cioè le determinanti del valore atteso dei flussi di cassa di un'impresa (i c.d. *fundamentals*) (<sup>109</sup>), i singoli investitori dovrebbero sopportare costi per acquisire, elaborare e verificare le infor-

---

<sup>106</sup> Tale constatazione è piuttosto ovvia come del resto già riconosceva COFFEE JR. (1984), 723: "Easy as it is today to criticize the original premise of the federal securities laws (...) – ammonendo però che – such criticism does not take us very far because its target has shifted".

<sup>107</sup> *Noise* in quanto la negoziazione distacca la valutazione di uno strumento finanziario dai suoi *fundamentals* poiché è influenzato da *modes*, *rumors* o altre informazioni poco attendibili.

<sup>108</sup> Parlavano di *uninformed trading* GILSON-KRAAKMAN (1984), 579 s., facendo riferimento ad un fenomeno in sostanza analogo.

<sup>109</sup> L'affermazione non è a ben vedere del tutto corretta se si assume che l'obiettivo di ogni investitore individuale debba essere la diversificazione del proprio portafoglio di strumenti finanziari: in questa ipotesi infatti all'investitore non dovrebbe infatti interessare l'alpha (i rischi specifici legati ad un titolo) in quanto si tratta di una componente di rischio eliminabile mediante la diversificazione; non si può dire lo stesso del beta (la volatilità di uno strumento finanziario rispetto alle performance del mercato) il complesso dei quali dovrebbe corrispondere alla propensione al rischio dell'investitore. V. però COFFEE JR. (1984), 748-749 per la puntualizzazione in base alla quale bisognerebbe considerare l'adeguatezza di un portafoglio di investimento complessivamente considerato (comprendendo dunque immobili, polizze assicurative e altre forme di investimento non finanziario) per verificare in quale direzione debba dirigersi la diversificazione ottenuta mediante gli strumenti finanziari.

mazioni troppo elevati per giustificare la scelta di investire (<sup>110</sup>); al contrario, le operazioni rispondono a stimoli cui si può dare spiegazione solo attraverso la considerazione di scostamenti dell'investitore *retail* dal paradigma di razionalità, ormai ben note alla letteratura economica (<sup>111</sup>).

È però importante osservare che, affinché il *noise trading* possa effettivamente incidere sul prezzo, devono verificarsi due condizioni: da una parte, gli investitori individuali dovranno rispondere agli stimoli in modo analogo, determinando un effettivo spostamento del prezzo, mentre, dall'altra, l'attività di arbitraggio (o di consulenza in sede di prestazione dei servizi di investimento) degli *informed traders* dovrà essere in qualche modo ostacolata (il punto, molto importante, è approfondito *infra*). A tal proposito, occorre, nondimeno, sottolineare che autorevole dottrina (<sup>112</sup>) ha messo in dubbio la capacità dei *noise traders* di influire, in situazioni normali (<sup>113</sup>), sull'attività degli investitori professionali volta a riportare il prezzo ai fondamentali: si è rilevato come la sussistenza dei *biases*, pur in astratto verosimile, venga di rado analitica-

---

<sup>110</sup> Il tema dei costi nel mercato dell'informazione è approfondito da GILSON-KRAAKMAN (1984), 598 s. in cui si giunge alla conclusione che l'efficienza di un mercato è funzione del costo attraverso cui gli investitori (professionali) si procurano e verificano le informazioni che saranno incorporate nel prezzo.

<sup>111</sup> Si fa in genere riferimento a *cognitive bias* individuati dalla psicologia cognitiva mediante esperimenti condotti sugli studenti di college per indicare ipotesi prevedibili in cui il modello di comportamento devia da quello del tipico *homo economicus*. I più comuni sono: a) *loss aversion* (=la diversa prospettiva con cui l'investitore si relaziona al rischio dell'investimento laddove si tratti di realizzare un potenziale guadagno – in questo caso ci sarà una maggiore avversione al rischio – o di evitare una perdita – in questo caso ci sarà una maggiore propensione al rischio); b) *cognitive conservatism* o *anchoring* (=la tendenza degli investitori a modificare lentamente le proprie convinzioni iniziali); c) *representativeness* (= tendenza, opposta alla precedente, di considerare decisiva una circostanza senza considerare l'insieme delle informazioni sull'investimento); d) *investor overconfidence* (=la tendenza, fin troppo nota, a considerarsi migliori investitori di quel che effettivamente si è) [ questi quattro *biases* sono discussi in LANGEVOORT (2002), 144-147]; e) *endowment effect* (=la tendenza delle persone a valutare di più un bene in loro possesso da vendere rispetto ad un bene da acquistare); e) *hindsight* (= la tendenza a decidere sul futuro in base a quanto è accaduto in passato)

Sul punto cfr. con riferimento specifico al mercato finanziario i già citati GILSON-KRAAKMAN (2003), 724; cfr. inoltre, STOUT (2003), 661-662 e, più in generale v. COFFEE JR.-KLEIN (2004), 413-415

<sup>112</sup> V. GILSON – KRAAKMAN (2003), 731-733 ove ulteriori riferimenti agli studi di finance che confermano l'idea che l'arbitraggio riesca ad eliminare il *noise* sui mercati.

<sup>113</sup> Diverso è il caso in cui i *noise traders* negozino tutti spinti nella stessa direzione: in questo caso il comportamento degli investitori individuali riuscirebbe ad avere un effetto sul prezzo dal momento che gli investitori professionali utilizzerebbero l'arbitraggio anticipando i comportamenti (irrazionali) degli investitori, costituendo così un volano per la creazione di una bolla speculativa. Cfr. in questo senso GILSON – KRAAKMAN (2003), 733.

mente dimostrata (<sup>114</sup>), attraverso la specifica indicazione di un rilevabile effetto sul prezzo di un singolo *bias*. Anche l'attività di arbitraggio incontra seri limiti soltanto in situazioni eccezionali; pare, dunque, consentito mantenere una certa fiducia nella capacità del modello (dell'efficienza dei mercati) di spiegare la realtà, pur nella consapevolezza che siano necessari alcuni adattamenti (su cui v. *infra*).

Lasciando, per il momento, i problemi di vertice sollevati dalla *behavioral finance* (<sup>115</sup>), vale la pena ora chiedersi, quali riflessi possa avere sul piano giuridico la caratterizzazione dell'investitore individuale alla stregua di *noise trader*, da tempo confermata anche da studi empirici (<sup>116</sup>).

Non sarebbe, invero, auspicabile una totale esclusione degli investitori *retail* dal mercato dell'investimento diretto (non mediato cioè da investitori istituzionali) in imprese: è la stessa teoria del *portfolio* che insegna come sia possibile (ed auspicabile) che il risparmiatore, nonostante l'asimmetria informativa che lo caratterizza, diversifichi la maggior parte dei rischi (non sistematici e sistematici) cui è esposto l'investimento nel mercato mobiliare, così trovando protezione dai rischi stessi. Viceversa, si dovrebbe immaginare maggiore una presa di coscienza (<sup>117</sup>) riguardo al ruo-

---

<sup>114</sup> Spesso infatti vengono semplicemente elencati i diversi cognitive biases senza poi analizzare più in concreto in che direzione operino; tanto da far pensare che in determinate situazioni sia ipotizzabile che alcuni biases, operando in senso contrario, si compensino annullando la deviazione dalla razionalità.

<sup>115</sup> Diverso è il caso in cui si ritenga persuasiva l'impostazione della c.d. behavioral finance [su cui in genere v. SHLEIFER (2000), *passim*] il cui obbiettivo è revocare in dubbio la correttezza della ECMH e che, pertanto, incide sui due postulati fondamentali della teoria: da una parte, infatti, si mette in dubbio che le decisioni di investimento siano effettivamente scelte razionali, mentre dall'altra (ed è questo un punto molto complesso) si mette in dubbio l'effettiva capacità degli investitori professionali di porre in essere operazioni di arbitraggio tali da garantire l'efficienza del mercato anche in presenza di *cognitive bias*.

Sotto il primo profilo, bisognerebbe adottare un atteggiamento piuttosto cauto in quanto tale area di ricerca ha prodotto una serie di lavori in cui si sono collegati gli andamenti dei titoli sul mercato borsistico ad eventi piuttosto singolari (come le fasi lunari, la durata delle giornate, la diffusione dell'uso di antidepressivi v. per questi esempi e i necessari riferimenti STOUT (2003), 660-661). Evidentemente, tale ricerca contribuisce non solo a distruggere, ma impedisce altresì di costruire un'alternativa all'ECMH.

<sup>116</sup> V. però da ultimo quanto risulta dalla ricerca di EVANS (2008), *passim* ove si è trovata una correlazione tra l'accuratezza dei prezzi delle azioni sul NYSE e la negoziazione effettuata da investitori *retail*.

<sup>117</sup> V. ad es. quanto propone CHOI (2000), 279 s.ossia la regolamentazione del mercato basata sulla differenziazione delle tutele degli investitori piuttosto che sulla disciplina degli emittenti. Si consideri anche la presenza, negli Stati Uniti di piattaforme di trading riservate esclusivamente ad investitori

lo di guida e di controllo che possono (e quindi debbono nello svolgimento della loro funzione) svolgere alcuni investitori professionali a cui gli investitori *retail* si affidano nell'accedere al mercato (primario e secondario) e nella creazione di un *portfolio* diversificato.

Con riferimento a mercati tendenzialmente efficienti, le considerazioni che precedono consiglierebbero di ridurre il più possibile i limiti all'arbitraggio (<sup>118</sup>) (non speculativo) effettuato dagli investitori professionali (uno dei principali meccanismi di efficienza del mercato) cercando anche di ridurre alcuni incentivi distorti in capo ai *managers* degli *informed traders* riducendo i problemi di *agency* che caratterizzano la loro attività.

Nelle ipotesi in cui manchi anche una sola tendenziale efficienza del mercato (ad. es. perché non circolano sufficienti informazioni) potrebbe essere consentito pensare ad alternative regolatorie che impediscono l'accesso diretto al mercato al pubblico degli investitori retail.

*7. I limiti del modello. La razionalità limitata degli investitori (anche professionali). Implicazioni e aggiustamenti.*

È giunto il momento di affrontare la complessa serie di obiezioni mosse all'impostazione da cui ha preso avvio l'indagine, vale a dire il postulato di efficienza (quantomeno informativa) dei mercati dei capitali.

Si è già fatto riferimento alla (ormai comune) caratterizzazione degli investitori individuali alla stregua di *noise traders*, di soggetti, cioè, che operano sul mercato in modo non razionale in quanto soggetti a *biases* che inducono verso scelte non ottimali.

Volendo concentrare l'indagine sugli investitori professionali, si pongono due problemi di cui è opportuno dare conto: a) se si possa parlare di limiti alla razionalità

---

professionali (v. *infra* quanto si dirà su PORTAL Alliance) e, in tutti i mercati, dei c.d. *dark pools*, vale a dire i sistemi di scambio alternativi ai mercati regolamentati volti ad offrire per determinati strumenti finanziari ulteriore liquidità a tali investitori.

<sup>118</sup> V *infra* e per una prima informazione sui limiti strutturali e comportamentali all'attività di arbitraggio v. LANGEVOORT (2002), 148-149.

degli stessi *information traders* (con il che sarebbe scorretto intanto predicare l'efficienza del mercato in quanto mancherebbe l'attività dei soggetti che permettono l'ottenimento di un simile risultato); b) quali effetti possa avere sul comportamento degli investitori professionali la consapevolezza della razionalità limitata degli investitori individuali. Una volta affrontate tali questioni sarà possibile interrogarsi sulle conseguenze che le considerazioni svolte potrebbero avere sulla tenuta dell'ipotesi di partenza (=l'efficienza informativa dei mercati).

Per quanto riguarda il problema *sub a)*, si è da più parti (<sup>119</sup>) affermato che i *biases* che caratterizzano gli investitori individuali potrebbero influire anche sul comportamento degli operatori professionali, sono del resto pur sempre degli individui a determinare il comportamento delle persone giuridiche (<sup>120</sup>). A tale argomento si è tuttavia obiettato che gli investitori professionali dispongono di un'organizzazione sufficiente per contenere e rendere così irrilevanti le spinte verso comportamenti irrazionali. Inoltre, è stato dimostrato empiricamente come in individui con una certa specializzazione (si potrebbe dire i partecipanti ad un gioco ripetuto) che perseguono nella loro attività uno scopo di guadagno, i *biases* scompaiono in modo piuttosto rapido (<sup>121</sup>). Si può pertanto respingere l'idea che il mercato mobiliare sia dominato solo da spinte irrazionali che impediscono la formazione di prezzi che incorporino le informazioni rilevanti e, al contempo, confermare l'idea che la razionalità del mercato coincide, nella maggior parte dei casi, con la razionalità degli operatori che in tale mercato operano.

Il secondo profilo critico è più complesso, e necessiterebbe probabilmente di ben altro approfondimento. Quando si parla di *information traders* si fa riferimento ad operatori che mediante operazioni di arbitraggio (<sup>122</sup>) determinano, di fatto, il prezzo degli strumenti finanziari sulla base delle informazioni raccolte ed esaminate: ma si

---

<sup>119</sup> LANGEVOORT (1996), 627 s.

<sup>120</sup> Va poi ricordata l'autorevole opinione di chi ha sostenuto che vi sono limiti alla razionalità della stessa autorità che regola il mercato mobiliare: cfr. CHOI-PRITCHARD (2003), 20 s. ; nello stesso senso v. BAINBRIDGE (1999), 27 s.

<sup>121</sup> Cfr. GILSON-KRAAKMAN (2003), 730-731 ove i riferimenti alla letteratura empirica.

<sup>122</sup> L'arbitraggio è l'operazione su cui si regge tutto l'impianto della ECMH. Sui costi di transazione che di per sé colpiscono tali operazioni v. GILSON-KRAAKMAN (2003), 725-728.

tratterebbe di un grossolano errore di prospettiva pensare che si tratti di operatori che svolgono tale funzione facendo l'interesse del mercato (nel senso di renderlo maggiormente efficiente). Non stupisce che tali operatori, nel perseguire il profitto, tengano conto, oltre che dei valori fondamentali degli emittenti, anche delle tendenze di investimento (e soprattutto dei *cognitive biases*) dei *noise traders* (i.e. gli investitori individuali): ben si comprende allora come potrebbe essere conveniente per gli *informed traders* in determinate situazioni cavalcare una bolla speculativa piuttosto che impegnarsi nel contrastare le tendenze irrazionali degli investitori individuali riportando il prezzo ai suoi valori fondamentali (<sup>123</sup>). Il fatto che gli investitori professionali tengano comportamenti di questo genere è dimostrato da una serie di rilevazioni empiriche che smentiscono, almeno nel breve-medio periodo, alcune delle previsioni effettuate in base ai dettami dell'ECMH (= i prezzi si adattano prontamente ed immediatamente alle nuove informazioni): si parla in questi casi di "*momentum*" per indicare le ipotesi in cui il prezzo continua a muoversi nella direzione intrapresa successivamente alla diffusione delle informazioni (<sup>124</sup>).

Alla luce di quanto si è pur brevemente esposto, non è chi non veda come vi siano buone ragioni per dubitare di quanto postulato dall'ipotesi teorica di partenza (l'ECMH) che peraltro si aggiungono alla considerazione, ricorrente, che quest'ultima non riesca a fornire una spiegazione di fenomeni macroscopici come le crisi finanziarie (<sup>125</sup>). Gli studi che hanno tentato di mettere in crisi l'ECMH colgono nel segno laddove (e nei limiti in cui) dimostrano la scarsa capacità predittiva della teoria, soprattutto nel breve periodo (<sup>126</sup>).

Cionondimeno, non è inutile evidenziare come i critici non riescano a capovol-

---

<sup>123</sup> Paradigmatico l'esempio di LANGEVOORT (2002), 140; v. inoltre GILSON-KRAAKMAN (2003), 729-730.

<sup>124</sup> Per la descrizione delle diverse ipotesi di "*momentum*" e per l'indicazione della letteratura empirica cfr. LANGEVOORT (2002), 142.

<sup>125</sup> Scaturisce dalla crisi finanziaria del 1987 il primo tentativo di Lynn Stout di dimostrare l'inutilità della ECMH: v. STOUT (1988), 613. L'esplosione della bolla delle società tecnologiche ha spinto l'autrice a ritornare sul tema (pur con strumenti teorici diversi): v. STOUT (2003), 636. Sul fenomeno delle crisi finanziarie v. PARTNOY (2000), 747 s.

<sup>126</sup> Dando così rigore scientifico a sensazioni diffuse, non solo nell'opinione pubblica, riconducibili alle ripetute crisi finanziarie conseguenti a bolle speculative; fenomeni inspiegabili con i canoni dell'efficienza dei mercati.

gere la prospettiva (<sup>127</sup>), imponendo così un radicale mutamento nell'approccio allo studio dei mercati finanziari. Il *milieu* economico-finanziario in cui è proficuo studiare i mercati finanziari era e rimane l'ECMH. Eppure va ancora una volta sottolineato che sarebbe oggi metodologicamente scorretto non tenere conto delle possibili deviazioni dagli assunti e dai corollari della teoria (<sup>128</sup>), sempre che tali deviazioni siano supportate da adeguate evidenze empiriche (<sup>129</sup>).

Nella prospettiva che in questa sede si intende (prudentemente) adottare l'obiettivo della regolazione (e dell'interpretazione delle norme) dovrebbe ancora consistere nel facilitare un avvicinamento della realtà ai postulati teorici, rimuovendo, ove possibile, i costi di transazione (tra i quali si può ben considerare la razionalità limitata degli agenti) permettendo ai mercati di svolgere la funzione allocativa che è loro propria (<sup>130</sup>), non certo far discendere dai postulati teorici regole che risulterebbero ad un tempo inapplicabili e dannose. In sostanza, l'ECMH oggi non è più di un punto di partenza (<sup>131</sup>), funzionale a comprendere i meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari e il rilievo che su questi meccanismi possono avere i comportamenti dei diversi attori.

Del resto, anche prima della diffusione della *behavioral finance*, era ben chiaro a giuristi (<sup>132</sup>) ed economisti (<sup>133</sup>) che l'efficienza informativa del mercato potesse es-

---

<sup>127</sup> Pur affermando che ci si trova al cospetto del crollo, in senso kuhniano dell'ECMH non riesce ad offrire un modello alternativo STOUT (2003), 639, né, in fin dei conti, è uno degli obiettivi di LANGEVOORT (2002), 138-139 il quale ammette che manca sufficiente materiale empirico che permetta il compimento della rivoluzione.

<sup>128</sup> È opportuno ricordare a questo punto come si sia parlato in alcuni casi di tenuta nel lungo periodo della ECMH. Nel breve periodo ci si dovrà accontentare dell'affermazione autorevole di uno studioso di finanza aziendale che ha parlato di un'oscillazione del prezzo delle azioni in un range che va dalla metà al doppio del valore reale [FISHER BLACK (1986), 529]: non si può certo parlare di metro di valutazione accurato!

<sup>129</sup> È questa l'impostazione utilizzata da LANGEVOORT (2002), 187.

<sup>130</sup> V. gli autori citati alla nota 120 per alcune considerazioni critiche sull'impostazione volta ad utilizzare la *behavioral law and economics* come argomento volto a sostenere la necessità di una maggiore regolamentazione giuridica imperativa dei fatti umani.

<sup>131</sup> Si deve a COFFEE JR.-KLEIN (2004), 416 l'immagine della ECMH come la fisica Newtoniana: "One can treat ECMH as an effective, practical, and useful view of the world despite an awareness of its departure from complete scientific accuracy".

<sup>132</sup> GILSON-KRAAKMAN (1983), 577; GORDON-KORNHAUSER (1985), 830-833; il punto è sottolineato da STOUT (2003), 637 la quale mette in luce come l'articolo di Gilson e Kraakman (ma anche quello di Gordon-Kornhauser a ben vedere) conteneva già alcuni indizi del fatto che l'ECMH possa essere impiegata acriticamente come strumento volto spiegare tutti i comportamenti tenuti nei mercati mobiliari.

sere solo *relativa*, determinando l'efficienza assoluta risultati affatto paradossali.

Da entrambi i modelli (o, meglio, tanto dalla regola, quanto dalle eccezioni ed in particolare dalla teoria dei *noise traders*) si evince – ed è ciò che in questa sede preme sottolineare - il ruolo essenziale che gli investitori professionali (gli *informed traders*) svolgono nel promuovere l'efficienza dei mercati mobiliari. Si comprende allora che, nella prospettiva del legislatore, venga valorizzato il ruolo di questi soggetti attraverso diverse strategie normative che pur esplicandosi in obblighi dal contenuto non sempre omogeneo, sono però tutte animate dall'intento di promuovere l'efficienza.

A questo punto, appaiono sufficientemente chiari i punti di avvio teorici dell'indagine. Occorre tuttavia ancora analizzare quale sia il ruolo degli investitori professionali nelle operazioni di *private placement*, con particolare riferimento al problema della circolazione nel mercato secondario di strumenti finanziari così collocati. Non sembra infatti possibile affrontare il complesso dato positivo senza aver fissato, in termini necessariamente generali, alcuni punti di partenza attraverso cui valutarlo e interpretarlo.

#### *8. Il ruolo fondamentale degli investitori professionali e le operazioni di private placement. Impostazione del prosieguo dell'indagine.*

L'importanza degli investitori professionali non si esplica dunque solo nell'ambito dei mercati (tendenzialmente) efficienti, cioè dei mercati ove vi sono meccanismi (imperativi e non) di diffusione delle informazioni al pubblico che riducono i costi di negoziazione per costoro e un sufficiente grado di liquidità, tale da far sì che la formazione dei prezzi non sia direttamente influenzata dalla decisione di un singolo operatore di negoziare, nel mercato secondario, una certa quantità di strumenti finanziari. Gli studi più recenti hanno sì messo in luce l'importanza della finanza comportamentale per comprendere appieno i meccanismi di funzionamento del mercato, ma non hanno smentito l'essenzialità del ruolo degli investitori professionali pure (e forse

ancor di più) nei mercati inefficienti, ossia nei mercati che non sono direttamente influenzati dalle regole imperative sull'informazione obbligatoria e in cui manca un livello di liquidità sufficiente a garantire un soddisfacente livello di efficienza dei prezzi.

Ecco allora che l'analisi del sostrato teorico che giustifica la regolazione del mercato mobiliare non ha avuto solo il ruolo di migliorare la comprensione della dimensione teleologica delle regole imperative volte a garantire l'efficiente formazione dei prezzi, ma, soprattutto, di svelare su quali soggetti il sistema debba fare affidamento nelle ipotesi in cui non vi siano le premesse perché operi tale meccanismo virtuoso. E tale pare proprio essere il caso degli strumenti finanziari collocati privatamente: operazioni, come si è visto, in cui gli emittenti e gli intermediari collocatori hanno proprio l'intenzione di non diffondere al pubblico alcuna informazione, limitandosi a coinvolgere, almeno in prima battuta, un numero limitato di investitori talché si possano evitare i presidi posti in essere dalla disciplina imperativa. Tuttavia, tale assenza implica una drastica riduzione degli incentivi negli investitori professionali a porre in essere un mercato tendenzialmente efficiente degli strumenti finanziari.

Sorge allora l'esigenza di una ulteriore regolazione che non consenta, attraverso l'attività di rivendita, siffatti fenomeni di arbitraggio normativo (perverso): vale a dire l'elusione della disciplina dell'offerta al pubblico mediante l'impiego del *private placement*. Conseguentemente, così impostato il problema, prima di verificare la risposta di diritto positivo e le problematiche applicative che questa comporta, occorre, come si è anticipato, soffermarsi sulla questione di *policy* di fondo per comprendere il contesto in cui tale scelta si è inserita e quali fossero (e sono tuttora) le opzioni che si presentavano al legislatore.

In primo luogo, vale la pena affrontare un'opzione regolatoria radicale, che pure è stata presa in considerazione dal legislatore statunitense, vale a dire l'abolizione del *private placement*: costringere in altri termini tutti gli emittenti e gli *underwriters* che li coadiuvano a porre in essere unicamente offerte pubbliche. Successivamente, saranno viceversa prese in considerazione le strategie normative volte a riallineare gli interessi degli investitori professionali allo scopo di garantire un mercato efficiente, attraverso cui perseguire il fine ultimo della protezione di ciascun investitore.

9. *Una prima soluzione (radicale) al problema: abolire il private placement? Cenni sul dibattito statunitense sulla transizione dal sistema della “transactional registration” al sistema della “company registration”.*

Potrebbe sembrare provocatorio avviare l'analisi delle diverse soluzioni ipotizzabili al problema delle « rivendite » attraverso una proposta così radicale, cioè l'abolizione *tout court* del *private placement*: con ciò intendendo la creazione di un obbligo informativo generale per le società che si propongono accedere al mercato mobiliare. In realtà, si tratta di una provocazione tutt'altro che bizzarra visto che il dibattito statunitense l'ha presa in considerazione nella metà degli anni '90 del secolo appena trascorso.

A stimolare il dibattito fu infatti proprio la S.E.C. attraverso la creazione del c.d. comitato Wallmann <sup>(134)</sup> (*Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Processes*) che si è espresso <sup>(135)</sup> per l'opportunità di passare da un sistema di diffusione delle informazioni basato sulla singola operazione (v. Capitolo II) ad un sistema di informazione continua fondata sulla *company registration*, vale a dire sull'integrazione tra informazione periodica e continua e informazione episodica, diffusa in occasione di operazioni di emissione di *securities* <sup>(136)</sup>. Si sarebbe trattato di introdurre un radicale mutamento di prospettiva attraverso una compenetrazione completa degli obblighi di informazione al mercato, che andasse ben al di là dei pur significativi passi già compiuti precedentemente dalla S.E.C. con la “*shelf registration*” e con l’*“integrated disclosure system”*. Con il risultato di rendere non più distinguibili le offerte pubbliche da quelle private, dal momento che ogni accesso da parte di un emittente al mercato dei capitali avrebbe dovuto esser preceduto dalla registrazione dell'e-

---

<sup>134</sup> Che prende il nome dal suo presidente Steven Wallman, all'epoca commissario della S.E.C.

<sup>135</sup> Cfr. Wallman Report (1996), XIV sulle possibili conseguenze di disciplina di un simile approccio v. CHOI (1997), 602 (ove considerazioni sulla responsabilità in caso di *private placements*).

<sup>136</sup> Non è peraltro una novità nel dibattito americano la questione dello scarso coordinamento tra Securities Act del 1933 e Securities and Exchange Act del 1934: già Milton Cohen negli anni 60 aveva segnalato come l'ordine cronologico degli atti aveva influenzato l'impostazione di fondo della disciplina v. COHEN (1966), 1340 s. Successivamente, negli anni 70 l'ALI predispose (affidandone la direzione a Louis Loss) un modello di disciplina coordinata del mercato finanziario che andava proprio nella direzione della *company registration*: il c.d. Federal Securities Code. Tale iniziativa venne tuttavia respinta dal Congresso nel 1980. Sul punto v. COFFEE (1995), 1145.

mittente stesso presso la S.E.C. e, pertanto, alla conseguente soggezione a penetranti obblighi informativi.

La dottrina, pur in principio favorevole all'abbandono di un sistema “*transactional*”, cioè basato su un flusso di informazioni collegato a ciascuna operazione, ritenuto ormai obsoleto (<sup>137</sup>), ha nondimeno evidenziato alcune ragioni che rendono utile mantenere il *private placement* come opzione ulteriore per la raccolta dei capitali da parte delle imprese. In particolare, si è messo in luce come appaia poco giustificabile la (draconiana) alternativa secca tra pubblicare l'informazione o rinunciare ad emettere gli strumenti finanziari (<sup>138</sup>): l'offerta privata permette infatti di ottenere un finanziamento mediante la diffusione di informazioni ad un pubblico selezionato (<sup>139</sup>) di investitori professionali che si assumeranno un rischio specifico per un determinato periodo di tempo (data l'illiquidità degli strumenti sottoscritti), per poi sfruttare l'opportunità di guadagno nel momento in cui l'informazione viene resa pubblica. Inoltre, la possibilità di evitare i lunghi procedimenti di carattere pubblicistico da cui sono scandite, in ogni ordinamento, le offerte pubbliche permette alle imprese di ottenere i fondi necessari in un lasso di tempo inferiore: circostanza che si può in molti casi rivelare addirittura essenziale. Infine, occorre tenere conto delle esigenze di quelle imprese che non intendono diffondere sul mercato una quantità notevole di titoli: poiché un'offerta al pubblico prelude il più delle volte ad una diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari collocati, andranno calcolati i costi fissi della soggezione agli obblighi informativi (oltre ai costi della compliance in generale). Può ben darsi la situazione in cui siffatti costi fissi non siano giustificabili in relazione alle modeste dimensioni dell'emissione (<sup>140</sup>).

Tali rilievi appaiono del tutto condivisibili anche nell'ottica del diritto italiano in cui vi è un sistema di informazione al mercato più articolato rispetto a quello americano: tanto per le società aperte, quanto per le società chiuse sembra utile, ma anche effi-

---

<sup>137</sup> Cfr. COFFEE JR. (1995), 1152 s.

<sup>138</sup> Cfr. ancora COFFEE, *op. cit.*, 1181; FOX (2001), 457.

<sup>139</sup> La considerazione è valida soprattutto per gli emittenti non soggetti ad obblighi di informazione continua (in Italia art. 114 TUIF; in U.S.A. Regulation FD). Anche se in taluni casi anche gli emittenti quotati possano effettuare una *selective disclosure*.

<sup>140</sup> Per questo rilievo v. CHOI-PRITCHARD (2008), 300.

ciente lasciare aperta la strada del collocamento privato. Fermo restando però che nell'ottica di promuovere l'efficienza allocativa del mercato mobiliare, oltre che per proteggere l'investitore-*retail*, è essenziale formare un netto scalino normativo tra offerte pubbliche e offerte private (anche) attraverso una disciplina del fenomeno delle « rivendite », vale a dire della circolazione nel mercato secondario degli strumenti finanziari collocati in assenza di un'informazione al mercato sottoposta ad un controllo (oltre che ad una diffusione) pubblico. Dal che l'opportunità di verificare le possibili strategie normative per disciplinare tale fenomeno problematico.

*10. Le strategie normative nella disciplina del fenomeno delle « rivendite ». I limiti della disciplina volta a proteggere l'investitore. Dal divieto assoluto alla circolazione controllata nel periodo sospetto.*

Si è già detto come quello delle « rivendite » (inteso come quel fenomeno circolatorio successivo al collocamento di strumenti finanziari, senza che questi ultimi siano accompagnati da un prospetto informativo sottoposto al controllo di un'autorità specializzata) è un campo problematico del mercato mobiliare in cui l'intervento del legislatore può rispondere a strategie normative <sup>(141)</sup> differenti, sia nelle giustificazioni politiche di fondo che nei concreti effetti pratici. Di queste strategie e delle eventuali applicazioni che hanno avuto nel nostro, o in altri, ordinamenti pare opportuno occuparsi per comprendere il senso dell'attuale disciplina interna.

Astrattamente, paiono ipotizzabili una serie di diversi approcci alla circolazione di prodotti finanziari emessi in assenza di prospetto informativo di cui si darà conto in estrema sintesi, con lo scopo di individuare la soluzione che meglio si attaglia al problema delineato nella parte iniziale del presente capitolo:

a) *Divieto assoluto di alienazione*: In primo luogo, si può ipotizzare un divieto

---

<sup>141</sup> L'analisi delle diverse strategie normative, pur non essendo comune nel nostro milieu dottrinale, è un approccio metodologico ormai comune in altre esperienze giuridiche, a cominciare da quella statunitense, che assegna un ruolo di primo piano alla dottrina, che non è più solo il formante che ha lo scopo di consegnare agli interpreti un sistema razionalizzato, vera e propria coscienza critica dell'ordinamento. Per un simile approccio nel campo del diritto societario: v. KRAAKMAN ET AL., (2004), *passim*

assoluto di circolazione successiva, un simile approccio appare in contrasto con l'ideologia liberale che anima il diritto del mercato finanziario, quell'ideologia che impone a chi intende vendere la propria o altrui merce a segnalarne le caratteristiche, lasciando al libero (in quanto informato) convincimento dell'investitore la scelta di che cosa comprare. La prassi di mercato ha tuttavia messo in luce come, a volte, siffatto approccio non basti e come possa essere opportuno un intervento del legislatore in senso paternalista. In questo senso, si potrebbe giustificare una forte restrizione alle prerogative dell'iniziale (e si suppone professionale) sottoscrittore: non più dunque il binomio informazione-libera scelta, ma una vera e propria separazione delle mele (che si presumono) buone, dalle mele (che si presumono) marce e, per queste, il divieto di alienazione. Tale strategia appare evidentemente sproporzionata rispetto all'obiettivo che intende perseguire: un effetto così devastante sulla liquidità dell'investimento (ridotta sostanzialmente allo zero) finirebbe con l'avere ripercussioni sulle opportunità di finanziamento alternative all'offerta pubblica, dato il forte sconto di illiquidità che sarebbe imposto all'emittente dai potenziali finanziatori. A ben vedere, tale approccio sarebbe addirittura illogico, perché, pur utilizzando uno strumento finanziario destinato al mercato, finirebbe con non rivestire una funzione economica molto diversa dal finanziamento bancario.

b) *Divieto soggettivo di alienazione ad investitori-retail*: una diversa strategia consiste nel permettere tanto l'emissione nel mercato primario, quanto la circolazione in quello secondario, sacrificando, per tutelare il risparmio innominato, parte della liquidità degli strumenti finanziari attraverso una limitazione dei soggetti ammessi a negoziare gli strumenti finanziari in questione. Ciononostante, i costi, in termini di riduzione della liquidità, potrebbero risultare compensati dalla riduzione dei costi di emissione dei titoli sul mercato primario e dalla capacità degli investitori professionali di creare un mercato secondario degli strumenti finanziari la cui circolazione è limitata dal punto di vista soggettivo, o, comunque, di riuscire ad investire anche in presenza di un certo grado di incertezza sul prezzo che dopo una serie di scambi potrebbe tendere verso l'efficienza (quantomeno) informativa.

Tale è stata la scelta fatta dalla S.E.C. con la rule 144A (<sup>142</sup>), che, peraltro, oltre a prevedere limiti alla circolazione delle *restricted securities*, predispone una serie di ulteriori regole che hanno aiutato gli intermediari professionali a porre effettivamente in essere quel mercato secondario che dalla legge può esser solo auspicato.

Nel diritto interno, è possibile individuare un esempio in cui il legislatore ha utilizzato questa strategia nella disciplina del trasferimento di quote di fondi riservati (<sup>143</sup>) ex art. 15, comma 4, del D.M. n. 228 24 maggio 1999 (<sup>144</sup>) in cui è previsto che: « Le quote dei fondi riservati a investitori qualificati non possono essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede, direttamente o nell'ambito della prestazione del servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lett. d) del Testo Unico, a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento del fondo ». Secondo il primo comma dello stesso articolo, l'emissione di quote nel mercato primario è riservata ad investitori qualificati che abbiano le caratteristiche predefinite dal regolamento del fondo (<sup>145</sup>). Conseguentemente, la circolazione di tali quote è limitata sia nel mercato prima-

<sup>142</sup> Per l'opportuno approfondimento v. Capitolo Secondo.

<sup>143</sup> Su tali tipologia di fondi v. ANNUNZIATA (2008), 203 s.; ID, (2000), 363 s. e VERDERIO (2004), 705 s. Si tratta di fondi che possono investire in deroga ai limiti (i.e. le norme prudenziali stabilite dalla Banca d'Italia) previsti per i fondi aperti armonizzati (ma con limiti maggiori rispetto a quelli previsti per i fondi speculativi) e, per tale ragione, sono "riservati" a determinate categorie di investitori.

<sup>144</sup> Tale decreto emanato dal (allora) Ministero del tesoro in attuazione dell'art. 37 TUIF è stato successivamente modificato da D.M. Tesoro 22 maggio 2000, n. 180, in G.U., 3 luglio 2000 n. 153; D.M. Tesoro 31 gennaio 2003, n. 47, in G.U., 25 marzo 2003, n. 70 e da ultimo dal D.M. Economia e Finanze 14/10/05 n.256 - G.U. n.295 del 20/12/05.

<sup>145</sup> L'autonomia privata è peraltro limitata, oltre che da considerazioni di carattere sistematico dall'art. 1 del D.M. 228/1999 che definisce la figura dell'investitore qualificato ricalcando, anche se solo in parte, la vecchia definizione di operatore qualificato secondo l'art. 31.2 Reg. Intermediari previgente (in particolare la dichiarazione di essere in possesso di specifiche competenze vale, nel contesto dei fondi riservati, anche per le persone fisiche). Tale definizione non può infatti non svolgere una funzione di limite esterno all'autonomia privata che all'interno di tale elenco può indicare, nel regolamento del fondo, le categorie di investitori che possono essere coinvolti nella circolazione del titolo. Del resto, la dottrina [ANNUNZIATA (2008), 203] ha ben messo in luce che le particolari categorie cui è riservata tale forma di investimento « si contraddistinguono per la loro esperienza in materia di operazioni finanziarie ».

La disciplina dei fondi riservati non è stata aggiornata dal Ministero dell'Economia per quanto riguarda la nozione di investitore qualificato che è oggi divisa tra quella utilizzata dall'art. 100.1 lett a) e quelle di controparte qualificata (art. 6, comma 2-*quater*, lett b.) e di cliente professionale (cfr. Allegato 3 Reg. Intermediari) v. ANNUNZIATA (2008), 203-204.

Pare doveroso chiedersi che senso abbia una simile definizione, e se non sia da considerarsi abrogata per contrasto, ravvisabile da un punto di vista sistematico, con le nozioni di investitore qualificato, cliente professionale e controparte qualificata. Il problema non è solo teorico, dal momento in cui è tenuta in vita la tanto vituperata dichiarazione ex art. 31 (e si badi anche per qualsiasi persona

rio che in quello secondario, con il risultato di proteggere in modo assoluto <sup>(146)</sup> <sup>(147)</sup>

fisica) che apre la possibilità di investire in questo genere di prodotti finanziari anche a società che non potrebbero essere considerate controparti qualificate o clienti professionali e nemmeno investitori qualificati. Da questo punto di vista, si potrebbe revocare in dubbio l'idea della specialità della norma rispetto la disciplina dell'offerta al pubblico e, conseguentemente, a quella delle rivendite successive.

<sup>146</sup> Si tratta di un'affermazione che va riferita essenzialmente alla fisiologia del rapporto. In dottrina [VERDERIO (2004), 716] ci si è interrogati sulle sanzioni applicabili alla S.G.R. che violi il divieto stipulando un contratto di rilascio dei certificati rappresentativi di quote del fondo con investitori non qualificati. Non vi è dubbio che saranno applicabili le sanzioni di carattere pubblicistico (amministrative), mentre, anche in questa ipotesi, vi sono dubbi sui rimedi di carattere privatistico, e in particolare, sulla dicotomia tra rimedi di carattere reale e rimedi obbligatori.

Non sembra avere invece rilevanza la questione [affrontata da Verderio (2004), 716-717] della natura dei certificati come titoli di credito astratti o causali, ritenuta fondamentale per stabilire l'opponibilità ai terzi della restrizione alla circolazione dei titoli. A parte la considerazione (probabilmente risolutiva) che il limite alla circolazione è previsto imperativamente dalla legge (e si tratta dunque di una circostanza opponibile senza dover scomodare la categoria dei titoli di credito causali), il quesito appare frutto di un vizio di prospettiva: le eccezioni opponibili di cui si tratta sono quelle dell'emittente, ma la limitazione soggettiva è norma posta a tutela dell'acquirente e, pertanto, non si comprende che senso abbia chiedersi in che limiti un soggetto non protetto (ma che anzi dovrebbe proteggere altri) possa opporre eccezioni causali al soggetto bisognoso di protezione.

<sup>147</sup> Nel caso in cui una quota venga rivenduta, dal sottoscrittore (o un suo successivo avente causa) ad un investitore non professionale, si pone il problema del rimedio che può essere attivato da quest'ultimo verso il trasferente (sia nel mercato primario che in quello secondario) e, a seconda delle soluzioni adottate, si potrebbe mettere in dubbio l'assolutezza della tutela. La scarsa dottrina [essenzialmente ANNUNZIATA (2008), 305 e VERDERIO (2004), 719] che si è occupata del tema ha ritenuto di concludere nel senso della nullità, pur con una non chiara ricostruzione dell'ipotesi di nullità invocata (non irrilevante in termini di disciplina, come si vedrà nel Capitolo Terzo): poiché dapprima si afferma il contrasto con norme imperative e questo farebbe pensare alla nullità virtuale; ma successivamente si legge « la limitazione della circolazione della quota all'interno di una categoria riservata e predeterminata di soggetti caratterizza, infatti, il fondo nel suo profilo per così dire strutturale e causale, e sembra pertanto idonea a qualificare anche le regole che attengono al titolo emesso conseguentemente (che, come si è detto, ha natura di titolo causale) ».

La tesi della nullità funzionale, argomentata in tal modo, non pare peraltro reggere ad una semplice lettura critica degli argomenti proposti: l'accostamento improprio tra struttura e funzione (delle due l'una) e il poco perspicuo (v. nota precedente) riferimento ai titoli di credito causali non riescono a convincere della capacità della disciplina di incidere sulla causa del negozio di trasferimento (l'unico di cui può peraltro esser predicata la nullità). Sull'impossibilità di predicare la nullità funzionale in ipotesi di norme imperative che vietano un determinato contenuto contrattuale ad alcuni soggetti v. VILLA (1993), 189 secondo cui: « sfuggono all'idea di illiceità della causa o dell'oggetto, perché, in sé considerata, la prestazione è implicitamente riconosciuta e, con essa, viene ammessa la funzione economica del contratto ».

Inoltre, la nullità funzionale (ma il discorso è valido pure per la nullità virtuale) non si pone come strumento a tutela del contraente debole, come in questo caso dovrebbe essere. A meno di non sostenere la legittimazione riservata all'investitore non qualificato.

La nullità virtuale pare essere una strada percorribile (così Verderio, op. loc. cit. e ANNUNZIATA (2000), 368), poiché tale è la soluzione preferita nel caso di mancanza di qualifiche soggettive poste dalla legge [cfr. VILLA (1993), 195-196 il quale ritiene che si tratti di elementi da ricondurre al contenuto del contratto]; anche se la legittimazione assoluta finisce col creare un insanabile contrasto tra gli interessi in gioco e i meccanismi di tutela (che si possono in definitiva ritorcere contro gli interessi protetti). Proprio per questo, pur non essendo questa la sede appropriata per approfondirlo, si vuole proporre uno spunto nel senso di ritenere applicabile al caso di specie in via analogica l'insieme dei rimedi

l'investitore-*retail* senza rinunciare alla possibilità di uscire dal fondo (se chiuso) attraverso la vendita della quota sul mercato secondario "qualificato". Si tratta, tuttavia, di una strategia normativa che limita in modo significativo la libertà dei vari operatori sul mercato e che, probabilmente, si giustifica solo in relazione a prodotti finanziari estremamente sofisticati e volatili. Strategia che, anche non volendo considerare decisiva la collocazione in una fonte secondaria, riveste senza dubbio un carattere eccezionale di cui si può fin da subito escludere la possibilità di un'estensione analogica (<sup>148</sup>).

c) La *garanzia della solvenza* per acquisti da parte di investitori non professionali. Attraverso questo meccanismo di tutela si offre protezione all'investitore-*retail*, a differenza di quanto accade con i precedenti divieti di rivendita, solo nel caso di insolvenza dell'emittente. In altri termini, all'investitore è data la possibilità di esercitare un'opzione *put* avente ad oggetto gli strumenti finanziari acquistati solo quando il valore atteso di questi scenda al di sotto di una determinata soglia (<sup>149</sup>), mentre nel caso di divieto di rivendita tale opzione è, di fatto, esercitabile in ogni caso di diminuzione del valore degli strumenti finanziari. Inoltre, lo strumento della garanzia della solvenza può ragionevolmente funzionare solo nel caso di *fixed claims*: è infatti banale il rilievo che le prerogative economiche residuali saranno intaccate dall'incapienza del patrimonio dell'emittente.

Nel nostro ordinamento, lo strumento della garanzia della solvenza è impiegato dal legislatore per disciplinare la circolazione dei titoli di debito di s.r.l. (art. 2483 c.c.) nonché di obbligazioni di s.p.a. emesse oltre il limite di cui all'art. 2412 c.c. e sottoscritte da investitori professionali.

c) *limiti temporali alla circolazione*: la preoccupazione principale cui risponde il

---

previsti dal terzo comma dell'art. 100-*bis* TUIF.

Non convince, invece, per le ragioni che saranno meglio approfondite nel Capitolo Terzo, l'analogia con la disciplina dei rimedi in ipotesi di violazione delle norme (di comportamento) in tema di sollecitazione all'investimento (oggi, offerta al pubblico) (Cosi ANNUNZIATA (2000), 368 nt. 34).

<sup>148</sup> Cfr. BOCHICCHIO (2005), 199 il quale preferisce argomentare sulla base di differenze di carattere strutturale sussistenti tra la negoziazione di certificati rappresentativi di quote di fondi e di altri prodotti finanziari che però, di per sé, non paiono sbarrare la strada ad un ragionamento di carattere analogico in cui ad essere decisivo è senza dubbio il dato funzionale.

<sup>149</sup> E la cosa può ben accadere anche nei casi in cui la società sia capiente dal momento che con il fallimento o altre procedure concorsuali si ferma la maturazione degli interessi (art. 55 l. fall.).

limite temporale è la mediazione tra l'istanza di protezione del mercato e degli investitori, cui risponde il divieto di alienazione, e l'assenza di liquidità degli strumenti finanziari sottoposti ad un simile regime, che finisce con il riflettersi negativamente sul prezzo di emissione e, quindi, sulla capacità di un investitore di ottimizzare i finanziamenti ricevuti. Essendo la tecnica utilizzata dall'ordinamento americano nella rule 144 (d) e, pur con sensibili differenze, nel nostro ordinamento nell'art. 100-bis, comma 2, TUIF, si rinvia alle sedi in cui tali norme sono analizzate per una giustificazione economica e giuridica di tale limite temporale.

d) *L'ottica liberale: la sufficienza dell'informazione al cliente, l'approccio market driven.* È noto come tale sia l'impostazione della disciplina dei servizi d'investimento. Non occorre, invero, spendere molte parole per denunciare l'inadeguatezza (che potrebbe essere intrinseca come si vedrà a breve) di tale disciplina di fronte alla distribuzione di prodotti finanziari il cui mercato (primario e secondario) non funziona correttamente. Si può infatti seriamente dubitare che l'intermediario inserito in una catena di distribuzione priva degli adeguati incentivi a sviluppare un mercato efficiente sia in grado di informare il risparmiatore in modo chiaro e completo <sup>(150)</sup>.

e) *La razionalità limitata dell'investitore e l'ottica del libertarian paternalism: l'opportunità di un nudge:* si è detto nelle pagine che precedono, che il risparmiatore, è anzitutto, un essere umano che agisce mosso da diversi stimoli, che non sempre rispondono al paradigma della razionalità economica <sup>(151)</sup>. In questo senso, potrebbe essere efficiente, oltre che eticamente accettabile in un'ottica liberale, un intervento del legislatore che tenga conto dei vari aspetti di irragionevolezza del comportamento evidenziati dalla psicologia cognitiva senza però utilizzare veri e propri divieti secondo un'interessante proposta che sta avendo sempre più eco (anche grazie alla fama acquisita dai suoi promotori) <sup>(152)</sup>. Si tratterebbe dunque di evidenziare nell'ambito del procedimento di contrattazione tra l'intermediario e il cliente i rischi tipici dell'inve-

---

<sup>150</sup> Rilievi analoghi in RESCIGNO (2009), 148-149, seppure aventi ad oggetto i titoli tossici in cui sono stati spesso gli stessi investitori professionali ad essere vittima dei rischi ad essi relativi.

<sup>151</sup> Sul tema v. da ultimo MORERA (2009), 77 s.

<sup>152</sup> Si intende fare riferimento agli studi di R. Thaler e C. Sunstein condensati oggi in SUNSTEIN – THALER (2009), 19 s. e 89 s.

stimento in strumenti finanziari illiquidi, quali indubbiamente sono quelli collocati mediante *private placement*. Magari, seguendo una recente proposta, permettendo un'immediata comparazione tra l'investimento in prodotti illiquidi e l'investimento in prodotti liquidi in termini di possibilità di smobilizzare l'investimento e, quindi, di ridurre il rischio non sistematico cui soggetto l'investitore (<sup>153</sup>).

Tale strategia normativa è sicuramente interessante nella prospettiva di un efficace ed equa tutela dell'investitore, non più considerato alla stregua di uno studioso di finanza, ma umanizzato e tutelato in quanto tale. Cionondimeno, manca in tale approccio uno sguardo alla dimensione collettiva del fenomeno, ossia all'efficienza complessiva del mercato. Perciò, pare opportuno affiancarla con le strategie sopra descritte volte a creare uno scalino normativo nella fase di *origination* dell'operazione di emissione.

f) limiti alla circolazione presso gli investitori retail nella disciplina dei servizi d'investimento: il controllo paternalistico di adeguatezza. La necessità di una disciplina speciale delle rivendite di prodotti finanziari collocati in assenza di un'offerta al pubblico potrebbe essere negata nell'ottica della tutela dell'investitore individuale, allorché si ritenesse sufficiente l'approccio paternalistico (<sup>154</sup>) adottato dalla disciplina dei servizi d'investimento (direttive MiFID 2004/39/CE, di primo livello e 2006/73/CE, di secondo livello) circa i servizi di consulenza (<sup>155</sup>) e di gestione individuale dei patrimoni (<sup>156</sup>) ove l'intermediario è sottoposto all'obbligo di controllare l'adeguatezza dell'investimento da parte dell'investitore retail.

A prima vista tale approccio potrebbe apparire risolutivo, dal momento che l'intervento dell'intermediario, investitore professionale per eccellenza, potrebbe non solo proteggere l'investimento *retail* da scelte eccessivamente rischiose (<sup>157</sup>), ma anche

---

<sup>153</sup> V. RESCIGNO (2009), 155 e a p. 150 per l'ulteriore proposta di inserire l'indicazione che si tratta di titoli tossici, invece che parlare in modo forse troppo tecnico di illiquidità.

<sup>154</sup> In questo senso v. PERRONE, *La responsabilità* (2008), 389 s.

<sup>155</sup> Sulla consulenza nel diritto post-MiFID v. DE MARI (2008), 393 s. e SCIARRONE ALIBRANDI (2009), 73 s.

<sup>156</sup> Sul punto v. COSSU (2002), *passim*

<sup>157</sup> In particolare, come si è accennato, il ruolo dell'intermediario potrebbe consistere nell'indurre l'investitore ad abbattere i rischi non sistematici dell'investimento attraverso un'opportuna diversificazione.

risolvere alla radice il problema precedentemente individuato circa la corretta formazione del prezzo nella fase del mercato primario e in quella immediatamente successiva. Tuttavia, vi sono evidenti limiti nell'impostazione della disciplina comunitaria (che peraltro non si discosta poi molto, per i profili che qui interessano dalla disciplina precedentemente in vigore Direttiva ISD 93/22/CEE). Infatti, per un verso, il controllo di adeguatezza è limitato a solo due, seppur rilevanti, servizi d'investimento (<sup>158</sup>), mentre per l'altro tale controllo non sembra immune da un latente conflitto di interessi (<sup>159</sup>) che caratterizza la *financial industry* nel suo complesso e che le vicende di inizio secolo hanno dimostrato con drammatica evidenza. Inoltre, la disciplina dei servizi d'investimento non ha come obiettivo il miglioramento della precisione dei prezzi degli strumenti finanziari che circolano del mercato finanziario e, pertanto, non promuove l'efficienza allocativa dello stesso mercato.

La complessità del problema affrontato e la presenza di interessi difficilmente componibili induce ad escludere la possibilità di individuare soluzioni ottimali al problema delineato. Ciononostante, l'esame delle diverse soluzioni di *policy* induce ad escludere l'opportunità di soluzioni di carattere marcatamente liberale (basate semplicemente sull'informazione all'investitore nell'ambito della disciplina dei servizi d'investimento), in sé inidonee ad incidere sul problema. Parimenti, la soluzione fondata sulla sola disciplina dei servizi d'investimento, per il suo carattere marcatamente bilaterale, non pare risolutiva, oltre che per i ristretti confini di operatività, per un disallineamento rispetto al problema di fondo: vale a dire della persistente inefficienza del segmento di mercato preso in considerazione.

---

<sup>158</sup> Va anche detto che il servizio di consulenza potrebbe avere un'applicazione pervasiva ad opera della giurisprudenza, stante la nebulosa definizione della fattispecie a livello normativo e la difficoltà a livello pratico (anche dovuta alla mancata prescrizione della forma scritta) di individuare i casi in cui effettivamente è riscontrabile un'attività di tal genere. Sul punto v. i rilievi di SCIARRONE ALIBRANDI (2009), 76-77 la quale effettua un tentativo di delimitare la fattispecie in contorni sufficientemente precisi (80 e ss.).

<sup>159</sup> Ci si vuole riferire al conflitto di interessi che scaturisce dalla possibilità di incidere sul procedimento di formazione dei prezzi attraverso il controllo dei flussi informativi che si riversano sul mercato. Conflitto che come noto va distinto sia da quello, intrinseco, in cui può incorrere il singolo intermediario che da quello, estrinseco, da polifunzionalità. Per questa distinzione, nella prospettiva del diritto americano v. MONDINI (2007), 202; nel diritto italiano v. da ultimo BARCELLONA (2009), 98-99; LENER (2008), 41-42.

Tali sono i motivi che inducono a preferire soluzioni (sia pur *second best*) che affrontino in modo specifico il problema così come delineato. Prima di passare all'esame diacronico del diritto positivo interno, pare allora utile approfondire i tratti essenziali della disciplina statunitense in tema di *resales* che seguano una *private offering* in quanto costituisce senza dubbio l'archetipo cui il legislatore italiano si è, pur maldestramente, ispirato. Dal confronto emergeranno alcune interessanti indicazioni (e conferme) sulla ratio della disciplina delle « rivendite » e sulla struttura che essa deve avere per contribuire alla formazione di un mercato mobiliare efficiente.

## CAPITOLO SECONDO

### PRIVATE PLACEMENT E RESALES RESTRICTIONS NEL DIRITTO FEDERALE U.S.A.

SOMMARIO: 1. Cenni sulla disciplina del procedimento di registrazione e del prospetto (sec. 5 SA). - 1.1 Le conseguenze della mancata registrazione: la sec. 12 (a) (1). - 2. Il *private placement* nel *Securities Act* del 1933: la *Section 4(2)*. - 2.1 Chiarimenti giurisprudenziali sui criteri per individuare l'ambito di applicazione dell'eccezione di cui alla sec 4(2) SA. I criteri estrinseci: a) il numero di destinatari; b) l'ammontare offerto; c) il prezzo delle unità offerte; d) le modalità di offerta. - 2.2 I criteri funzionali: a) la capacità degli oblati; b) la disponibilità delle informazioni rilevanti. - 3. Le *bright rules* della SEC: in particolare, la *Regulation D*. - 4. *Regulation D* e circolazione di *securities* nel mercato secondario. La disciplina speciale delle « rivendite ». - 5. *Restricted securities* e mercato secondario. Le *Sections 4(1),(3) e (4)* del *Securities Act*. - 5.1 Il concetto di *underwriter* di cui alla sec. 4(1) nella giurisprudenza. Il proposito di investire tra *holding period* e *change in circumstances*. - 5.2 Il concetto di *underwriter* nella regolazione secondaria: la *Rule 144*. Introduzione, individuazione della fattispecie ed evoluzione della disciplina. - 5.2.1 Disciplina della *Rule 144* relativamente ai *non-affiliates*: a) gli obblighi informativi. - 5.2.2 b) L'*holding period* (*rectius* gli *holding periods*). - 5.2.3 Critiche (e una possibile risposta alle stesse) alla *Rule 144*: i costi della regolamentazione e le nuove tendenze verso la *deregulation*. L'alternativa del mercato: gli accordi di *lock-up* (cenni). - 5.3 Il "mercato" delle *unregistered securities*: la *Rule 144A*. Struttura e funzione della disposizione. Profili oggettivi della fattispecie. - 5.3.1. segue. I profili soggettivi: i *qualified institutional buyers* (QIBs). - 5.3.2. segue. La disciplina. Gli obblighi formali e gli oneri informativi. La diffusione "spontanea" di informazioni sul mercato e l'opportunità di prevedere obblighi informativi in via imperativa. Il problema del divieto di sollecitare. - 5.3.3 Profili pratici della *Rule 144A*: la potenziale diffusione dei mercati per QIB (in particolare PORTAL). - 6. Osservazioni conclusive.

#### 1. Cenni sulla disciplina del procedimento di registrazione e del prospetto (sec. 5 SA).

Al fine di comprendere la logica sottesa alla disciplina americana dell'offerta non rivolta al pubblico di strumenti finanziari <sup>(1)</sup>, occorre svolgere una breve premessa

<sup>1</sup> Com'è noto, l'ordinamento statunitense non utilizza una locuzione quale *financial instrument*, bensì la nozione di *security* che è piuttosto ampia ricomprendendo a' sensi della sec. 2 (a) SA « *any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.*>> Per una prima informazione sui problemi sollevati dalla citata disposi-

sa sulla disciplina dell'offerta al pubblico onde delimitare con sufficiente precisione le due fattispecie.

L'impostazione della disciplina federale statunitense è infatti definita *transactional* <sup>(2)</sup>: con tale espressione si intende fare riferimento all'applicazione della disciplina della registrazione (e del prospetto) in tutti i casi in cui una determinata operazione avente ad oggetto strumenti finanziari possa essere qualificata come pubblica. È dunque l'operazione ad essere oggetto di registrazione, non l'emittente. Diventa quindi essenziale comprendere quando operi l'obbligo di registrazione. Nel dare avvio all'indagine, è opportuno fare riferimento alla sec. 5 SA <sup>(3)</sup>, dalla cui disciplina pare possibile desumere gli elementi essenziali della fattispecie. La disciplina in questione prende in considerazione, dal punto di vista cronologico, tre diversi momenti del procedimento d'offerta: il *pre-filing period* cui si applicano le cc.dd. *Gun-jumping rules*; il *waiting period* <sup>(4)</sup>; il *posteffective period* <sup>(5)</sup>. Ciò che qui interessa maggior-

---

zione e, in particolare, dalla nozione di *investment contract* v. SODERQUIST – GABALDON (2004), 3-11.

<sup>2</sup> Cfr., *ex multis*, BRADFORD (2000), 442-443; oltre ai rilievi già svolti nel paragrafo 9 del Capitolo Primo.

<sup>3</sup> Per convenienza del lettore, si riporta il testo della disposizione: «*Sec 5 Prohibitions Relating To Interstate Commerce And The Mails.*

(a) Unless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly—

(1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to sell such security through the use or medium of any prospectus or otherwise; or

(2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce, by any means or instruments of transportation, any such security for the purpose of sale or for delivery after sale.

(b) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly—

(1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to carry or transmit any prospectus relating to any security with respect to which a registration statement has been filed under this title, unless such prospectus meets the requirements of section 10; or

(2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce any such security for the purpose of sale or for delivery after sale, unless accompanied or preceded by a prospectus that meets the requirements of subsection (a) of section 10.

(c) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to offer to sell or offer to buy through the use or medium of any prospectus or otherwise any security, unless a registration statement has been filed as to such security, or while the registration statement is the subject of a refusal order or stop order or (prior to the effective date of the registration statement) any public proceeding or examination under section 8

Nella dottrina italiana, per una descrizione di tali norme v. FERRARINI (1987), 326.

<sup>4</sup> Si tratta del lasso di tempo che decorre dal momento in cui viene depositato il *registration statement* presso la S.E.C. Durante questo periodo, si costituisce il consorzio di collocamento e viene

mente è naturalmente il primo dei periodi indicati. Le *gun-jumping rules* infatti proibiscono *tout court* ogni offerta (*offer*) e ogni vendita (*sale*) ogni qual volta sia mancato il deposito presso la SEC di un *registration statement* <sup>(6)</sup>. Occorre, dunque, comprendere cosa si intenda per *offer* <sup>(7)</sup>. La definizione di “*offer*”, come è consueto riscontrare nella tecnica legislativa americana, si trova nella sec. 2(a)(3) <sup>(8)</sup>, disposizione che

---

effettuata dai *managers* (o dal *lead manager*) la *due diligence* sull'emittente. È inoltre consentito che si tengano *road shows* con gli investitori istituzionali per saggiare l'interesse del mercato verso le *securities* che si intendono collocare. Tali comunicazioni orali sono consentite perché, da un punto di vista giuridico, all'emittente (e agli *underwriters*) non si applica più il divieto di effettuare offerte (che caratterizza le *gun jumping rules* su cui v. *infra*) di cui alla sec. 5(c) SA; si continua tuttavia ad applicare la sec. 5(b)(1) in virtù della quale non è ammissibile la diffusione di informazioni in forma scritta, al di fuori di quelle contenute in un prospetto redatto secondo le regole di cui alla sec. 10 SA (Va detto che la S.E.C. ammette la possibilità che gli offerenti si servano di un *preliminary prospectus* redatto ai sensi della Rule 430).

Durante questo periodo, la S.E.C. controlla il *registration statement* ed eventualmente effettua dei rilievi: in assenza dei quali il *registration statement* diventa *effective*. Finisce così il *waiting period* e possono aver inizio le attività di collocamento presso il pubblico delle *securities*. Sul punto per l'indicazione di ulteriori *safe harbors* (Rules 134, 164, 433 v. CHOI-PRITCHARD (2008), 214 s.

<sup>5</sup> Come si è visto, il *post effective period* comincia con la dichiarazione di efficacia del *registration statement* da parte della Commissione. In tale periodo, non applicandosi più il divieto di vendite di cui alla sec. 5(a), comincia il collocamento delle *securities* verso il pubblico ed è comune che il prezzo sia sostenuto dal *lead manager* in qualità di *market maker*. Le informazioni sull'emittente devono necessariamente essere diffuse attraverso il *prospectus* secondo quanto prevede la già menzionata sec. 5(b)(2). Sul requisito della *prospectus delivery* durante il *post effective period* v. CHOI-PRITCHARD (2008), 228 ss.

<sup>6</sup> Cfr. sec 5 (a) SA e sec 5 (c) SA.

<sup>7</sup> La nozione di *sale* è meno rilevante con riferimento alle *gun jumping rules*, in quanto, ai sensi della sec. 2 (a) (3), fa riferimento a contratti conclusi e, dunque, fa riferimento ad un comportamento che già implica una decisione di investimento. Per tale ragione, le *sales* sono vietate anche nel *Waiting Period* mentre il divieto di “*offers*” viene meno in tale fase del procedimento (per tale ragione, come si è visto, è ammissibile che siano condotti *road shows* durante il *waiting period*). Per ulteriori chiarimenti v. comunque SODERQUIST-GABALDON (2004), 43-47.

<sup>8</sup> Si riporta il testo della definizione per comodità: « (3) The term “sale” or “sell” shall include every contract of sale or disposition of a security or interest in a security, for value. The term “offer to sell”, “offer for sale”, or “offer” shall include every attempt or offer to dispose of, or solicitation of an offer to buy, a security or interest in a security, for value. The terms defined in this paragraph and the term “offer to buy” as used in subsection (c) of section 5 shall not include preliminary negotiations or agreements between an issuer (or any person directly or indirectly controlling or controlled by an issuer, or under direct or indirect common control with an issuer) and any underwriter or among underwriters who are or are to be in privity of contract with an issuer (or any person directly or indirectly controlling or controlled by an issuer, or under direct or indirect common control with an issuer). Any security given or delivered with, or as a bonus on account of, any purchase of securities or any other thing, shall be conclusively presumed to constitute a part of the subject of such purchase and to have been offered and sold for value. The issue or transfer of a right or privilege, when originally issued or transferred with a security, giving the holder of such security the right to convert such security into another security of the same issuer or of another person, or giving a right to subscribe to another security of the same issuer or of another person, which right cannot be exercised until some future date, shall not be deemed to be an offer or sale of such other security; but the issue or transfer of such other security

contiene un elenco di definizioni utili per interpretare le norme del SA. Purtroppo, come spesso accade, la definizione legislativa è in realtà di scarsa utilità per l'interprete che deve fare riferimento alla giurisprudenza e, nel caso specifico, alla prassi amministrativa della SEC. Infatti, la Commissione ha ormai da più di mezzo secolo chiarito che la nozione di “offer” è più ampia di quella che si trova nel SA in quanto l'ampiezza della fattispecie permette di reprimere in modo opportuno ogni abuso, permettendo l'incorporazione di ogni informazione nel prezzo delle *securities*; si devono allora prendere in considerazione non solo le proposte contrattuali di vendita e gli inviti ad offrire, bensì ogni attività, anche solo pubblicitaria, in grado di condizionare il mercato delle *securities* di quell'emittente <sup>(9)</sup>.

La disciplina non è dettata solo in negativo; infatti, la sec. 6 SA impone a chiunque intenda effettuare un “offer” (nel senso precedentemente specificato) di depositare presso la SEC un *registration statement* <sup>(10)</sup>, vale a dire un documento che contenga le informazioni sull'emittente e sull'offerta prescritte dalla sec. 7 SA firmato dai soggetti ivi indicati [con relativa assunzione di responsabilità <sup>(11)</sup>].

---

upon the exercise of such right of conversion or subscription shall be deemed a sale of such other security. Any offer or sale of a security futures product by or on behalf of the issuer of the securities underlying the security futures product, an affiliate of the issuer, or an underwriter, shall constitute a contract for sale of, sale of, offer for sale, or offer to sell the underlying securities ».

<sup>9</sup> Il punto di partenza dell'interpretazione estensiva della SEC si trova nella Securities Act Release No. 3,884 (Oct. 8, 1957) in cui si è ritenuto che violasse le *gun-jumping rules* l'attività pubblicitaria in cui benché non si facesse menzione di una emissione di *securities* si sollecitava l'interesse del pubblico verso un determinato emittente. Tale concetto è stato poi chiarito ulteriormente in un provvedimento In re Carl M. Loeb, Rhoades & Co., 38 S.E.C. 843, 50-851 (1959) in cui la SEC irrogò una sanzione disciplinare a due imprese di investimento che avevano diffuso un comunicato stampa relativo ad una società che intendeva procedere ad un'offerta senza che in esso fosse contenuto un esplicito invito ad investire. Per ulteriori indicazioni si v. Securities Act Release No. 5,180 (Aug. 16, 1971) in cui la SEC ha tentato di chiarire, mediante delle *guidelines*, quali informazioni pubblicitarie, o, comunque, relative all'emittente potessero essere pubblicate senza costituire violazione delle *gun jumping rules*. Da ultimo, occorre fare riferimento alle *Public Offering Reforms* del 2005 che hanno creato una serie di *safe harbors* tanto per i *reporting issuers* (cioè gli emittenti soggetti agli obblighi di informazione continua e periodica ai sensi del SEA) che per gli altri emittenti: v. Rules 163, 163A, 168 (che esenta le comunicazioni obbligatorie dalle *gun-jumping rules*) e 169 SA. Per una prima illustrazione di questi *safe harbors* v. SODERQUIST – GABALDON (2004), 41-43 e CHOI – PRITCHARD (2008), 200 e ss.

<sup>10</sup> La SEC per ridurre tanto i costi di redazione quanto i costi di controllo del registration statement ha predisposto una serie di moduli e di regole recanti il contenuto necessario di tale atto. Oltre alla Form base S-1, la Commissione ha ritenuto di differenziare i requisiti dei c.d. *seasoned issuers* (Forms S-2; S-3) e degli *small business issuers* (Forms SB-1; SB-2). Per ulteriori tipologie di Forms v. SODERQUIST-GABALDON (2004), 65-66.

<sup>11</sup> Per un quadro in lingua italiana delle ipotesi di responsabilità collegate al *registration*

Alla SEC è, poi, concesso un termine di 20 giorni <sup>(12)</sup> per emettere un provvedimento con cui interrompere il procedimento di offerta, decorso il quale il *registration statement* diventa “*effective*” e i soggetti incaricati del collocamento (i c.d. *underwriters*) possono ricevere le sottoscrizioni dell’offerta.

Dal momento del deposito del *registration statement* fino alla conclusione del periodo d’offerta, l’emittente e i soggetti incaricati del collocamento possono diffondere presso gli investitori solo un documento che presenti i requisiti, formali e contenutistici, del *prospectus* <sup>(13)</sup> ai sensi della sec. 10 SA <sup>(14)</sup>.

Abbiamo già discusso quali siano i benefici e i costi della disciplina dell’offerta al pubblico nel mercato primario, e, viceversa, quali siano le ragioni alla base della opportuna presenza nella disciplina di ipotesi di esenzione dall’obbligo di redigere un prospetto informativo sottoposto ad un controllo pubblico. Occorre, pertanto, ora analizzare quali siano le soluzioni adottate nell’ordinamento statunitense, e ciò, sia nell’ottica di una micro comparazione <sup>(15)</sup> con il nostro sistema, sia nell’ottica di una migliore conoscenza della disciplina di uno dei mercati finanziari più efficienti in co-

---

*statement* e al *prospectus* nel diritto federale U.S.A. v. il primo capitolo di VENTORUZZO (2003).

<sup>12</sup> Cfr. sec. 8 SA.

<sup>13</sup> Il termine *prospectus* è definito dalla sec. 2 (a) (10): « The term “prospectus” means any prospectus, notice, circular, advertisement, letter, or communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security; except that (a) a communication sent or given after the effective date of the registration statement (other than a prospectus permitted under subsection (b) of section 10) shall not be deemed a prospectus if it is proved that prior to or at the same time with such communication a written prospectus meeting the requirements of subsection (a) of section 10 at the time of such communication was sent or given to the person to whom the communication was made, and (b) a notice, circular, advertisement, letter, or communication in respect of a security shall not be deemed to be a prospectus if it states from whom a written prospectus meeting the requirements of section 10 may be obtained and, in addition, does no more than identify the security, state the price thereof, state by whom orders will be executed, and contain such other information as the Commission, by rules or regulations deemed necessary or appropriate in the public interest and for the protection of investors, and subject to such terms and conditions as may be prescribed therein, may permit >>. Occorre tuttavia ricordare che la SEC ha promulgato una serie di regole sulla diffusione dei così detti *free writing prospectuses* [cfr. in part rule 433 su cui v. CHOI-PRITCHARD (2008), 219 ss.], cioè su comunicati in forma scritta che possono essere diffusi senza riportare tutte le informazioni contenute nel prospetto (che dovrà essere in un secondo momento consegnato, o quantomeno, messo a disposizione del pubblico).

<sup>14</sup> Così la sec. 5(b)(1) *supra* riportata.

<sup>15</sup> L’utilità del metodo comparatistico per introdurre ed analizzare la disciplina giuridica del mercato mobiliare è sottolineata da FERRARINI (1987), 323.

stante ricerca di attirare emittenti provenienti da paesi stranieri (<sup>16</sup>). In particolare, la comparazione con il sistema statunitense si rende necessaria per chi voglia approfondire il tema delle « rivendite » di prodotti finanziari collocati mediante *private placement*, giacché si tratta dell'unico ordinamento che ha affrontato *ex professo*, e da molti anni, il tema attraverso interventi tanto del formante giurisprudenziale quanto di quello legislativo (seppure a livello secondario). Inoltre, come del resto sarà opportunamente evidenziato, il nostro legislatore ha adottato una disciplina fortemente ispirata a quella statunitense per risolvere tale problematica. Ma, prima di affrontare nello specifico il tema che qui interessa, occorre completare il quadro della disciplina federale statunitense ed in particolare verificare l'ampiezza delle fattispecie di *private placement exemptions*.

#### 1.1 Le conseguenze della mancata registrazione: la sec. 12 (a) (1).

Il bisogno di individuare e distinguere con precisione le fattispecie della *public* e della *private offering* è da ricondurre ad una delle regole di responsabilità previste dallo stesso SA, oltre che all'esigenza di evitare i costi dell'offerta pubblica. La sec. 12(a)(1) infatti assegna all'investitore un rimedio nei confronti di chi "*offers or sells a security in violation of section 5*" (<sup>17</sup>). Il rimedio può essere, alternativamente, restitutorio nell'ipotesi in cui l'investitore abbia ancora nel portafoglio i titoli oppure risarcitorio nell'ipotesi in cui li abbia alienati.

Colui che può essere convenuto in tali azioni è il *seller*. Si pone, pertanto, il problema di chiarire se possano essere coinvolti soggetti diversi dal dante causa nella responsabilità (o nelle restituzioni) prevista da tale articolo.

<sup>16</sup> È noto che nell'ultimo anno vi sono state tragiche turbolenze del mercato statunitense che hanno colpito tutte le maggiori banche d'investimento. Si tratta tuttavia di una crisi che ha avuto ad oggetto la liquidità di particolari strumenti finanziari strutturati diffusi soltanto nei mercati interbancari. Ciò ha messo in crisi il paradigma di efficienza del mercato finanziario americano complessivamente inteso, ma, per quanto riguarda le emissioni di equity e debt da parte di imprese private è difficile mettere in dubbio la maggiore efficienza del mercato mobiliare americano. V. sul contenzioso sorto dalle pratiche che hanno determinato la crisi BETHEL – FERREL – HU (2008), 28 s.

<sup>17</sup> Si tratta di una disposizione non riconducibile alla logica di prevenzione delle frodi che è sottesa alle altre ipotesi di responsabilità. Cfr. in questo senso CHOI-PRITCHARD (2005), 528 ove: « Unlike other liability provisions (...), § 12 (a) (1) of the Securities Act is not an antifraud provision>>».

Tale problema è stato affrontato da un'importante e nota sentenza della Corte Suprema (<sup>18</sup>) che ha ammesso la possibilità di estendere la nozione di *seller* oltre i consueti confini della *privity of contract*, cioè delle parti di un contratto di vendita: ove si applicasse tale principio sarebbe, infatti, responsabile solo il dante causa. La nozione di *seller*, secondo la Corte Suprema, va interpretata in modo funzionale ad una maggiore diffusione possibile dell'informazione, attraverso l'imposizione anche in capo a terzi di incentivi a utilizzare lo strumento della *registration*. Spunto sistematico in tal senso è la già menzionata ampia definizione di *offer* e *sell* contenuta nella sec. 2(a)(3) SA che costituì il punto di partenza del ragionamento della Corte: tale norma, tuttavia, non consentiva di superare il requisito del *purchase* richiesto dalla sec. 12(a). La Corte superò tale ostacolo letterale attraverso l'inclusione della sollecitazione all'acquisto tra le attività che possono dare luogo ad una responsabilità ex sec. 12(a)(1) (<sup>19</sup>): la responsabilità è tuttavia da escludere nell'ipotesi in cui tale attività sollecitatoria sia stata posta in essere senza uno scopo di lucro (<sup>20</sup>).

In definitiva, la regola in esame finisce con il concedere ad ogni acquirente in un'offerta erroneamente ritenuta esente dall'obbligo di registrazione un'opzione *put* della durata di un anno (tale è la durata dello *statute of limitations* di cui alla sec. 13 SA cui è sottoposto l'esercizio dell'azione), il cui esercizio garantisce ogni investitore del rischio dell'investimento (<sup>21</sup>).

---

<sup>18</sup> Pinter v. Dahl (1988), 643 s. V. VENTORUZZO (2003), 49-50 in part. nt 106. Cfr. inoltre CHOI-PRITCHARD (2005), 536.

<sup>19</sup> Cfr. Pinter v. Dahl (1988), 644 « The [purchase] requirement, however, does not exclude solicitation from the category of activities that may render a person liable when a sale has taken place. A natural reading of the statutory language would include in the statutory seller status at least some persons who urged the buyer to purchase. (...) An interpretation of statutory seller that includes brokers and others who solicit offers to purchase securities furthers the purposes of the Securities Act to promote full and fair disclosure of information to the public in the sales of securities >>.

<sup>20</sup> E per questa ragione, nel caso concreto, impedì l'operatività della difesa *in pari delicto* utilizzata da Pinter per escludere la responsabilità nei confronti di Dahl: non vi era prova infatti che Dahl avesse sollecitato l'investimento proposto da Pinter ricevendo una commissione o comunque una forma di guadagno.

<sup>21</sup> In questo senso v. ABA, Securities Act of 1933- Private offering reform, letter Mar. 22, 2007, disponibile sul sito [www.abanet.org](http://www.abanet.org), pag. 3 dove si propone una radicale riforma della *private offering exemption* e della disciplina delle *resales* che sarà successivamente esaminata.

## 2. *Il private placement nel Securities Act del 1933: la section 4(2).*

Le ipotesi in cui non si applica la *section 5 SA* sono stabilite - con un originale ordine che opera un ribaltamento tra la regola e l'eccezione <sup>(22)</sup> - dalle *sections 3 e 4* dello stesso provvedimento legislativo <sup>(23)</sup>.

L'analisi <sup>(24)</sup> si concentrerà in questa sede necessariamente sulla *section 4* intitolata "*Exempted transactions*", dal momento che la *section 3* si riferisce, invece, alle "*Exempted securities*" <sup>(25)</sup>, e, dunque, ad ipotesi che si possono ritenere marginali solo in quanto coinvolgono interessi diversi da quelli che interessano.

<sup>22</sup> La spiegazione di tale inversione logica potrebbe essere spiegata dall'ampiezza delle ipotesi di *exemptions*. Come la più autorevole dottrina [LOSS-SELIGMAN (1989), 3-B-1-c si cita dalla versione che si trova su [www.lexis.com](http://www.lexis.com) che non contiene i riferimenti ai numeri delle pagine] ha segnalato: « *The exemptions altogether, including §4(1)-(4), probably cover more than 99 percent of all transactions in securities. In short, they are not really exemptions at all, but simply "a drafting technique used to extract from the overall universe of sales, that small segment which is in fact subject to registration."* (riportando le parole di ABA position paper (1975), 503) ».

<sup>23</sup> Cui si aggiunge la *sec. 28 SA* con cui il Congresso nel 1996 ha deciso di conferire alla SEC un ampio potere regolamentare di definire ulteriori ipotesi di *exemptions*. Tale potere può essere esercitato dalla Commissione solo nella misura in cui l'esenzione sia "*necessary or appropriate in the public interest, and is consistent with the protection of investors*". Per l'indicazione di un atteggiamento passivo della SEC nell'esercizio di tale potere regolamentare v. COX, HILLMAN, LANGEVOORT (2004), 256.

<sup>24</sup> Un cenno a queste disposizioni nella dottrina in lingua italiana, da ultimo, in VENTORUZZO (2003), 53-54.

<sup>25</sup> Il punto merita una precisazione: dalla semplice lettura della *sec. 3* emerge infatti come, in realtà, oltre ad ipotesi di *securities* cui non si applica per varie ragioni l'obbligo di registrazione [ v. LOSS-SELIGMAN (1989), § 3-B-1-a per la considerazione: « *A moment's glance at the two Sections will reveal that the dichotomy was not carefully considered* ». Esempi in questo senso sono costituiti dalle *government securities* (cfr. *sec. 3(a)(2)*) oppure le *securities* emesse da enti unicamente per scopi "*religious, educational, benevolent, fraternal, charitable, or reformatory*" (cfr. *sec. 3(a)(4)*), vi siano ipotesi eccezionali che si riferiscono a caratteristiche complessive dell'operazione più che a caratteristiche dell'operazione. In particolare, la disposizione menziona le c.d. *intrastate offerings* (*sec. 3(a)(11)*), vale a dire le offerte di *securities* emesse da un ente che ha la sede in un determinato stato che hanno come destinatari unicamente i residenti in quello stato. In tali casi, infatti, troverà applicazione il diritto statale con le c.d. *Blue Sky Laws*. Per una descrizione della disciplina e dei problemi da quest'ultima sollevati, oltre a ulteriori rinvii v. COX – HILLMAN – LANGEVOORT (2004), 256-269.

La distinzione tra *exemptions* non è puramente nominalistica: è il caso, infatti, di precisare come la *securities exemption* operi anche in ipotesi di mercato secondario, mentre, come si vedrà a breve, per la *transaction exemption*, l'esenzione influisce solo sulla singola operazione, facendo sì che le operazioni di "rivendita" possano avvenire liberamente solo nell'ipotesi di successiva registrazione ovvero di applicabilità di un'altra *exemption*. Si comprende allora il perché sia stato profuso dalla SEC e dalla giurisprudenza uno sforzo volto a superare la lettera della legge facendo prevalere la sostanza delle *exemptions* sulla collocazione nella *sec. 3* [cfr. per gli opportuni rinvii. LOSS-SELIGMAN (1989), *op. loc. cit.*]

Invero, sarà opportuno concentrare inizialmente l'attenzione sulla disposizione di cui alla *sec. 4 (2)* del SA <sup>(26)</sup> che esclude l'applicazione della già analizzata *sec. 5 SA* nelle ipotesi di "*transactions by an issuer not involving any public offering*" <sup>(27)</sup>. Ed è proprio dall'analisi della giurisprudenza che ha tentato di chiarire la locuzione "*public offering*" che scaturiranno le prime utili indicazioni su cosa, nella *securities regulation* statunitense, si intenda per *private placement* e su quale sia la disciplina di quest'operazione, vuoi nel mercato primario, vuoi nel mercato secondario.

Il punto è decisivo perché la concretizzazione di una clausola generale, quale quella in esame, non può che avvenire mediante la identificazione degli scopi della disciplina e delle ipotesi in cui i benefici della stessa sono superati dai costi sconsigliandone l'applicazione <sup>(28)</sup>.

Dal punto di vista storico, il primo tentativo di concretizzare <sup>(29)</sup> la nozione di *public offering* è stato esperito dalla SEC <sup>(30)</sup>, il cui *General Counsel* individuò quattro fattori rilevanti a tale fine: a) il numero degli oblati; b) le relazioni tra gli oblati e tra costoro e l'emittente; c) il numero di unità offerte; d) l'ammontare offerto; e) le modalità di offerta.

A diciotto anni da tale intervento, la SEC ottenne una prima statuizione da parte della Corte Suprema circa l'estensione del significato di *public offering* in relazione ad un'offerta di azioni effettuata nei confronti dei dipendenti da parte di una società: si vuole naturalmente fare riferimento al notissimo *leading case SEC v. Ralston Purina* <sup>(31)</sup>. Modificando l'approccio della precedente giurisprudenza delle corti inferiori che

<sup>26</sup> Prima degli Securities Act Amendments del 1964 tale disposizione era contenuta nel primo capoverso della *sec. 4(1)*.

<sup>27</sup> È stato efficacemente osservato [da LOSS-SELIGMAN (1989), § 3-C-7-a] che "*these nine words support a substantial gloss*".

<sup>28</sup> Così, da ultimo, CHOI-PRITCHARD (2005), 553.

<sup>29</sup> Non sono molto utili infatti le parole del legislatore storico che ha genericamente spiegato la presenza di questa disposizione con la facoltà data agli emittenti di porre in essere operazioni "*where there is no practical need for application or where the public benefits are too remote*." [cfr. H.R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 5, 7, 15--16 (1933)] Il che è evidentemente un punto di arrivo più che un punto di partenza.

<sup>30</sup> Securities Act Release No. 285 (Jan. 24, 1935), 485. La decisione prese in considerazione un'offerta di preferred stock a venticinque investitori.

<sup>31</sup> 346 U.S. 119 (1953). I riferimenti a questa importante pronuncia sono comuni nella nostra letteratura a partire dagli anni 80 (nel prossimo capitolo si comprenderà la ragione di tale lunga mancanza di interesse): cfr. FERRARINI (1993), 133, già pubblicato in ID, (1990), 1026 [ma vedi già ID

seguiva pedissequamente l'impostazione del *General Counsel* della SEC, in quell'occasione, la Corte, attraverso un ragionamento che faceva perno unicamente sulla *ratio* della disciplina del SA, rigettò la tesi della convenuta (e accolta dalle corti di grado inferiore) che argomentava nel senso di considerare un'offerta ai dipendenti alla stregua di una *non-public offering*; in particolare, dal momento che « *the design of the statute is to protect investors by promoting full disclosure of information thought necessary to informed investment decisions (...) An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction "not involving any public offering"* »<sup>(32)</sup>. Era pertanto la capacità dei destinatari dell'offerta di "farcela da soli" (a valutare la convenienza dell'investimento) a costituire il primo e fondamentale parametro per valutare a quali classi di fattispecie applicare la disciplina imperativa della sec. 5. Tale capacità, come chiarito dal Justice Clark in un *obiter dictum*, sussisteva nell'ipotesi di offerta ai dirigenti di più alto grado che grazie alla loro posizione hanno « *access to the same kind of information that the act would make available in the form of a registration statement* »<sup>(33)</sup>.

Ulteriore punto che emerge dalla sentenza che merita di essere evidenziato concerne la distribuzione dell'onere della prova circa la natura di *exempted transaction* di una determinata operazione: tale onere infatti grava in capo all'emittente.

Com'è facile intuire l'approccio della Corte Suprema, pur animato dall'intento di rispettare lo spirito della legge, non facilitò l'operatività delle imprese che, tutt'oggi, si trovano a dover fare i conti con quella che è stata definita "*confusing and complicated law of private placements*"<sup>(34)</sup>: è chiaro che lo spettro tra la negoziazione privata e l'offerta ad un pubblico indeterminato è piuttosto ampio e proprio all'interno di quello spettro si deve individuare il confine (assai mobile) tra offerta pubblica e non.

Dal punto di vista storico, e più concretamente, l'*opinion* della *Supreme Court*

---

(1982), 228]; ROSSI (1985), 2-3; MARCHETTI (1981), 1147; PREITE (1986), 232-233.

V. anche ABA (2007), 9 per la icastica considerazione che "*remains the leading case more than 50 years later!*".

<sup>32</sup> SEC v. Ralston Purina, cit., 125

<sup>33</sup> SEC v. Ralston Purina, cit., 125-126

<sup>34</sup> Così COX – HILLMAN – LANGEVOORT (2004), 270. Cfr anche LOSS-SELIGMAN (1989), 3-C-7-a : << *Ralston Purina did little to clarify matters* >>.

contribuì <sup>(35)</sup> in modo decisivo all'erosione dell'orientamento della SEC <sup>(36)</sup> e della giurisprudenza che, pur basato su di un'alternativa secca (e, come tale, non fondata), aveva dato agli operatori un saldo punto di riferimento per comprendere la differenza tra *public* e *private offering*. Di qui la necessità che il *need test* e l'*access test* fossero, per quanto possibile specificati.

*2.1 Chiarimenti giurisprudenziali sui criteri per individuare l'ambito di applicazione dell'eccezione di cui alla sec 4(2) SA. I criteri estrinseci: a) il numero di destinatari; b) l'ammontare offerto; c) il prezzo delle unità offerte; d) le modalità di offerta.*

L'impostazione funzionale di *Ralston Purina* non fu naturalmente priva di seguito nella giurisprudenza successiva che tentò, altresì, di andare oltre delimitando quali fossero gli elementi da prendere in considerazione al fine di escludere l'applicazione della sec. 5 SA.

Facendo un passo indietro, la giurisprudenza delle Corti Federali d'Appello ha mantenuto, in ossequio alla tradizione, la quadripartizione dei fattori rilevanti che possono essere divisi in due macrocategorie: i fattori estrinseci e i fattori propriamente funzionali. Dei primi ci si occuperà di seguito, per affrontare nel successivo paragrafo i secondi.

Il primo elemento estrinseco che conviene prendere in considerazione è il *numero degli oblati*. Come si è visto, la Corte Suprema rigettò la citata opinione del General Counsel della SEC che aveva proposto una regola fondata sulla soglia di venticinque potenziali investitori: è solo la capacità di badare a se stessi a contare.

La giurisprudenza successiva, pur non smentendo tale approccio, fu incline a ritenere pubblica un'offerta rivolta ad un numero elevato di investitori. Viceversa, la

---

<sup>35</sup> Ciò avvenne nonostante nel testo della sentenza traspare con evidenza la preoccupazione per l'abbandono di una *rule of thumb* numerica: << *nothing prevents the Commission, in enforcing the statute, from using some kind of numerical test in deciding when to investigate particular exemption claims* >> (SEC v. *Ralston Purina*, cit., 125).

<sup>36</sup> Ancora nel 1957 la SEC non aveva abbandonato l'idea che un'offerta diretta ad un numero di investitori inferiore a 25 potesse senza dubbi essere privata. Dal 1958, tuttavia, iniziò un graduale mutamento nell'emissione di *no action letters* da parte della SEC che determinò la cennata situazione di incertezza. Così LOSS – SELIGMAN (1989), § 3-C-7-a.

prospettiva funzionale non viene abbandonata in quanto, come di recente è stato ribadito, non si esclude che un'offerta ad un numero limitatissimo di investitori possa comunque essere soggetta all'obbligo di registrazione ai sensi della sec. 5 SA<sup>(37)</sup>.

Il numero degli investitori oblati non è dunque il criterio essenziale per disegnare l'ambito di applicazione della sec. 4(2) SA anche se, da un punto di vista economico, i costi dell'applicazione della disciplina della registrazione possono notevolmente superare i benefici che da essa scaturiscono, soprattutto se questi ultimi non sono condivisi da un mercato sufficientemente ampio: tale ragionamento è alla base della regolamentazione secondaria che sarà oggetto di analisi successivamente.

Anche l'ammontare dell'offerta e il numero di unità offerte contribuiscono ad orientare i giudici<sup>(38)</sup>

Il secondo dei fattori tralaticciamente presi in considerazione dalla giurisprudenza americana sono le *modalità attraverso cui l'emittente pone in essere l'offerta*.

In definitiva, i fattori estrinseci possono essere considerati, da un lato, come elementi presuntivi della destinazione al pubblico, o non, dell'offerta, e, dall'altro, come elementi argomentativi di carattere fattuale che, pur importanti, non sono da soli sufficienti a sovvertire l'esito dei tests funzionali che trovano origine in Ralston Purina, sui quali è opportuno ora volgere l'attenzione.

*2.2 I criteri funzionali: a) la capacità degli oblati; b) la disponibilità delle informazioni rilevanti.*

Il criterio funzionale delineato in Ralston Purina si sdoppia in due diversi profili di analisi: da una parte, la capacità degli oblati di "*fend for themselves*" (c.d. *need test*) e, dall'altra, la disponibilità per gli stessi delle informazioni rilevanti (c.d. *access test*).

Come fu immediatamente chiaro tali criteri, piuttosto che aiutare a concludere l'analisi relativamente ad una fattispecie concreta, ne costituiscono solo la base

---

<sup>37</sup> In tal senso v., ad esempio, *Butler v. Phlo Corp.* (2001 S.D.N.Y.), 20 secondo la quale un'offerta può essere pubblica anche se rivolta solo verso due oblati.

<sup>38</sup> *Hill York Corp. American International Franchises, Inc.* (1971), p. 689 ove si enumerano i diversi fattori estrinseci per poi farli soccombere di fronte alla prospettiva funzionale.

d'avvio. Non era, infatti, chiaro quale grado di "consapevolezza finanziaria", né quali fossero le informazioni rilevanti, né tanto meno attraverso quali canali le stesse dovessero giungere o, ancora, quali fossero i rapporti di tale ultimo aspetto con il primo.

Il primo profilo <sup>(39)</sup> fu oggetto di numerose pronunce successive che, fideisticamente, ritennero sufficiente lo *status* di investitore sofisticato, in quanto esperto, degli oblati.

Ma fu il quinto circuito, nella prima metà degli anni settanta del secolo scorso, a determinare in modo più compiuto il contenuto del *need test* che si ritenne non poter che essere letto in connessione con l'*access test* <sup>(40)</sup>.

Nel tentare di chiarire tale ultimo requisito dell'*access to information* le Corti federali americane <sup>(41)</sup> andarono oltre, ritenendo che, oltre alla disponibilità delle informazioni in sé, fosse parimenti rilevante il particolare rapporto tra l'emittente e gli oblati: un rapporto in grado di garantire l'accesso ad *ulteriori* informazioni. Una simile relazione venne ritenuta da alcuni (anche all'interno della Commissione) <sup>(42)</sup> possibile solo per gli insiders della società. Con il che tuttavia si sarebbe ristretto eccessivamente l'ambito della *non public offering exemption*, imponendo costi troppo gravosi sugli emittenti non interessati a sollecitare il pubblico risparmio.

Non sorprende, dunque, che, dopo pochi anni, lo stesso circuito che aveva emesso *SEC v. Continental Tobacco* precisò il proprio orientamento escludendo la ne-

---

<sup>39</sup> Per una trattazione generale e trasversale (individuando ben 11 aree in cui la sofisticazione dell'investitore è elemento della fattispecie) del tema dell'investitore sofisticato nella *securities regulation* U.S.A. v. FLETCHER (1988), 1081 e in part. per quel che riguarda il SA p. 1119-1126.

<sup>40</sup> Nel caso Hill York Corp. v. American International Franchises, Inc. (5<sup>th</sup> Cir. 1971), 680 la Corte concesse il rimedio della *rescission* agli investitori professionali sollecitati da una società mediante *brochures* troppo sintetiche e fuorvianti rilevando che "*Obviously, if the plaintiffs did not possess the information requisite for a registration statement, they could not bring their sophisticated knowledge of business affairs to bear in deciding whether or not to invest*" (ivi, p. 690); v. inoltre Lawler v. Gilliam (4<sup>th</sup> Cir. 1978), 1283 in part. 1289.

<sup>41</sup> Si fa riferimento al noto caso SEC v. Continental Tobacco Co. (5<sup>th</sup> Cir. 1972) Tale sentenza destò all'epoca notevoli preoccupazioni sul futuro della *private offering exemption* in termini di utilità e ampiezza di utilizzo, in quanto stabili che non era sufficiente garantire un adeguato ammontare di informazioni, bensì l'emittente avrebbe dovuto consentire la verifica, da parte degli investitori, delle informazioni date, attraverso ispezioni e consultazione della documentazione societaria. LOSS-SELIGMAN (1989), § 3-C-7

<sup>42</sup> Cfr. COX – HILLMAN – LANGEVOORT (2004), 276.

cessità di un *insider status* <sup>(43)</sup>.

In definitiva, come chiarito nella nota sentenza *Doran v. Petroleum Management Corp.* <sup>(44)</sup>, l'esperienza degli investitori e la capacità di costoro di valutare la convenienza di un investimento non esaurisce l'analisi da cui scaturisce l'applicabilità della disciplina della *public offering*: è, infatti, necessario che informazioni equivalenti a quelle contenute nel *registration statement* vengano fornite spontaneamente o che vi sia la possibilità per gli oblati di ottenere le stesse chiedendole <sup>(45)</sup>.

La giurisprudenza seguendo l'impostazione storica cui è ispirata la disciplina del SA, vale a dire la c.d. *disclosure philosophy*, attribuisce grande rilievo alla quantità e qualità di informazioni che vengono diffuse nell'ambito di un *private placement*.

In un'ottica più moderna <sup>(46)</sup>, è tuttavia essenziale che, nell'ipotesi di mercato primario delle *securities*, gli oblati siano in grado di valutare gli strumenti finanziari, attività peraltro possibile, come insegna la teoria finanziaria, solo qualora l'investitore (esperto, se non professionale) disponga tempestivamente di sufficienti informazioni sull'emittente.

Ciò non toglie che l'individuazione dei soggetti che possono essere ritenuti "so-

<sup>43</sup> Cfr. *Woolf v. S.D. Cohn & Co.* (5<sup>th</sup> Cir. 1975), 619-620.

<sup>44</sup> (5<sup>th</sup> Cir. 1977), 899. In tale sentenza si trova conferma della correttezza dell'impostazione qui adottata dal momento che i criteri estrinseci deponevano nel senso di una *exempted offering*, ma la mancanza di informazioni impedì di considerarla come tale.

Per riferimenti a questa sentenza in lingua italiana v. PREITE (1986), 233; FERRARINI (1993), 141-142 il quale sottolinea che la peculiarità della sentenza in esame consista nel concentrare l'attenzione sul solo requisito dell'*access to information* quando, nel caso di specie tutti gli altri fattori individuati dalla giurisprudenza (sulla falsariga dell'*opinion* del *General Counsel* della SEC del 1935) avrebbero indotto a ritenere privata l'offerta. Diversamente ROSSI (1985), 2 ove si legge: « *Ma il caso Doran v. Petroleum Management Corp., della Corte d'Appello, V Circuito, del 1977, ha precisato gli ulteriori limiti e i confini, non considerando che dovesse ritenersi offerta al pubblico, ma collocamento privato, quello rivolto ad un investitore sofisticato, che in quanto tale non necessitava di protezione in ragione della sua professionalità, la quale lo poneva in situazione sicura di conoscenza sufficiente dell'operazione*» anche se, nel paragrafo immediatamente successivo, icasticamente osserva: « *Insomma, quel che deve essere considerato non è solo il rapporto fra l'offerente e l'oblato ma la possibilità di accesso all'informazione*».

<sup>45</sup> Nell'ottica di evitare un soffocamento del mercato primario dei collocamenti privati fu molto importante chiarire che l'accesso alle informazioni mediante ispezioni e verifiche e la spontanea messa in atto di una sufficiente *disclosure* erano requisiti alternativamente richiesti, in quanto come si è visto supra SEC v. *Continental Tobacco*, cit. li aveva richiesti congiuntamente. In questo senso cfr. LOKE (2001), 23-24.

<sup>46</sup> Quale quella adottata da GOSHEN – PARCHOMOVSKY (2006), 720

*phisticated*” non sia sempre coerente con questo paradigma e, dal momento che tale problema si ripropone con particolare intensità nella disciplina interna che individua l’”investitore qualificato”(v. Infra Capitolo Terzo, §4.2).

Più in generale, l’approdo della giurisprudenza americana, pur ispirato dall’idea di garantire una risposta efficace al *need of protection* del pubblico degli investitori, strideva con l’esigenza di flessibilità del finanziamento delle imprese attraverso l’emissione di strumenti finanziari. Se si porta alla mente quanto già osservato con riferimento all’ipotesi di responsabilità prevista dalla sec. 12 (a) (1), ben si comprende allora il motivo di un intervento normativo, di poco successivo alla sentenza *Doran v. Petroleum*, volto a fornire alcuni *safe harbors* nel burrascoso panorama delle *exempted transactions* <sup>(47)</sup>.

### 3. Le bright rules della SEC: in particolare, la Regulation D.

Dopo alcuni tentativi disorganici <sup>(48)</sup>, nel 1982 la SEC decise di mettere ordine

<sup>47</sup> Le incertezze nella individuazione dell’esatto perimetro dell’*exemption* di cui alla sec. 4(2) era ben evidenziata, oltre che dalla dottrina, dal *report* ufficiale di un comitato di saggi guidato da Francis Wheat (futuro commissario SEC) nel 1969: cfr. WHEAT REPORT SEC, SEC, Disclosure to investors – Report and recommendations to the securities and exchange commission from the disclosure policy study (1969).

<sup>48</sup> Gli sforzi volti a semplificare (chiarendola) la disciplina delle *exemptions* dal procedimento di registrazione iniziarono, seguito di un dibattito durato più di trent’anni, con l’emanazione da parte della SEC della rule 146 (Securities Act Release no. 5487, 4 SEC Dock 154), che nonostante qualche significativa differenza costituisce il progenitore della regulation D [Sulla rule 146 v. oltre a LOSS-SELIGMAN (1989), §3-C-7-b in part nt. 429, 430, 431]: la logica sottostante alla regola è in sé contraddittoria, ma da tale contraddizione, come si vedrà è difficile uscire. Da una parte, si vuole offrire agli operatori la certezza di poter accedere ad uno strumento di finanziamento che non abbia i costi della registrazione, mentre, dall’altra, si vuole escludere che lo stesso strumento permetta agli emittenti di raggiungere chi non è in grado di assumersi e valutare i rischi dell’investimento. Per ottenere questo duplice obiettivo si finì, almeno agli occhi dei critici (che hanno trovato conferma nello scarso successo di questo *safe harbor*), con ingessare troppo questo genere di operazioni attraverso limiti alle modalità di offerta, limiti sulla qualità dei soggetti oblati, sulle informazioni da fornire (o il cui accesso deve esser garantito), sull’ammontare minimo delle quote da sottoscrivere e sul numero massimo dei potenziali oblati.

Anche a causa delle critiche ricevute, la SEC introdusse due ulteriori ipotesi di *exemptions*: la prima, la Rule 240 [Securities Act Release no. 5560, 6 SEC Dock 132 (1975)] permetteva, nella sostanza, emissioni senza oneri eccessivi ed entro certi limiti di ammontare a società con una compagine sociale ristretta; la seconda, la Rule 242 [Securities Act Release no. 6180, 19 SEC Dock 295 (1980)], consentiva il collocamento presso un pubblico di investitori professionali (ed un numero limitato di investitori *retail*) di strumenti finanziari entro un tetto massimo di valore.

Un cenno merita anche il tentativo del Congresso di contribuire alla flessibilità del sistema

nella complessa disciplina delle *private offerings exemptions* attraverso la Regulation D <sup>(49)</sup>, scopo della quale era di garantire alle imprese un ventaglio di possibilità di emissione di *securities* senza i costi conseguenti all'obbligo di registrazione e senza introdurre nel mercato eccessivi rischi per gli investitori non attrezzati.

In realtà, solo una - la *rule 506* - delle tre ipotesi contemplate costituisce esercizio del potere regolamentare di concretizzazione della sec. 4(2) <sup>(50)</sup>: la *rule 504* e la *rule 505* sono state emanate in attuazione della sec. 3 (b), disposizione che permette di escludere l'applicazione della sec. 5 in tutti i casi in cui l'ammontare complessivo di un'offerta sia inferiore a \$ 5.000.000 (c.d. *small offering exemption*). Ciò tuttavia non toglie che queste ultime possano a tutti gli effetti essere annoverate tra le ipotesi di *private placement*. È, pertanto, opportuno dare conto della disciplina prevista da tale disposizioni <sup>(51)</sup> al fine di completare il quadro relativo alla fattispecie del *private placement* nella disciplina federale U.S.A. <sup>(52)</sup>.

Dal punto di vista della struttura, la *Regulation D* si compone delle già menzionate tre disposizioni in cui si trovano le specifiche ipotesi di *safe harbor*, la disciplina delle quali è completata da altre *rules* applicabili in ogni caso.

Convieni, dunque, cominciare con l'esposizione sintetica delle singole *rules* dando conto successivamente degli aspetti salienti della disciplina comune.

Il criterio generale cui rispondono le diverse *rules* può essere individuato in un *trade-off* tra l'ammontare complessivo dell'offerta e il numero (e le caratteristiche) de-

mediante un'ulteriore ipotesi di *statutory exemption* che costituisce una sorta di ibrido tra la sec. 4(2) e le *small offering exemptions* cui si è supra accennato: si intende fare riferimento alla sec. 4(6) SA che tuttavia non ha avuto alcun successo nella prassi (cfr. LOSS-SELIGMAN (1989) §3-C-7-c).

<sup>49</sup> 47 FR 11262, Mar 16, 1982 denominato Rules governing the limited offer and sale of securities without registration under the securities act of 1933. Cfr. 17 C.F.R. 230.501-508.

Come si evince con chiarezza dai *releases* della SEC, tale disciplina costituisce l'evoluzione con rilevanti modifiche delle Rules 146, 240 e 242 cui si è fatto accenno nella precedente nota: v. Securities Act Release no. 6339, 23 SEC Dock 446 (1981); Securities Act Release no. 6389, 24 SEC Dock 1186 (1982).

<sup>50</sup> V. rule 506 (a): « Exemption. Offers and sales of securities by an issuer that satisfy the conditions in paragraph (b) of this section shall be deemed to be transactions not involving any public offering within the meaning of sec. 4 (2) of the Act >>.

<sup>51</sup> Tenendo, tuttavia, presente che la *Regulation D* si compone anche di *rules* applicabili a tutte le ipotesi di esenzione: cfr. rules 501, 502, 503, 507, 508

<sup>52</sup> La presenza di queste *rules* spiega anche il perché la giurisprudenza sulla sec. 4(2) si sia fermata ai precedenti degli anni '70 del secolo scorso.

gli acquirenti:

a) *Rule 506*: come si è già accennato, tale esenzione opera indipendentemente dall'ammontare complessivo dell'offerta.

Requisito essenziale è che tra gli acquirenti <sup>(53)</sup> non vi siano più di 35 investitori *non accredited* <sup>(54)</sup> dei quali dovrà essere valutata, entro canoni di ragionevole affidamento, la capacità di valutare il merito e i rischi dell'investimento <sup>(55)</sup>, e ai quali dovranno esser fornite le informazioni necessarie per valutare la convenienza dell'investimento. Oltre alle informazioni fornite spontaneamente, sulla falsa riga di *SEC v. Continental Tobacco*, l'emittente dovrà permettere [rule 502(v)] agli acquirenti di chiedere ulteriori informazioni sull'offerta cui dovrà essere fornita adeguata risposta. È, infine, prevista una regola di parità di trattamento informativa tra acquirenti *accredited* e *non accredited*, nel senso che ogni informazione ricevuta dai primi dovrà pervenire anche ai secondi [cfr. rule 502 (iv)].

b) *Rule 505*: il *safe harbor* opera solo per offerte di ammontare massimo pari a \$ 5.000.000 <sup>(56)</sup>. Anche in questo caso è previsto il limite dei 35 acquirenti *non accredited*, ma non è previsto alcuno standard di esperienza in materia finanziaria per costoro; sono invece imposti alcuni obblighi informativi <sup>(57)</sup> nei loro confronti. Anche

---

<sup>53</sup> Si noti che la *rule* parla di *purchasers* e non di *offerees*, modificando in modo sostanziale l'impostazione della giurisprudenza (e dei precedenti *safe harbors* della SEC) che legava l'esigenza di tutela alla sofisticazione e al numero di oblati e non degli effettivi acquirenti.

<sup>54</sup> Sulla nozione di *accredited investor* di cui alla rule 501 v. infra.

<sup>55</sup> Si tratta del requisito previsto dalla rule 506(b)(2)(ii): «Nature of purchasers. Each purchaser who is not an accredited investor either alone or with his purchaser representative(s) has such knowledge and experience in financial and business matters that he is capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment, or the issuer reasonably believes immediately prior to making any sale that such purchaser comes within this description >>.

Su tale requisito v. *Mark v. FSC Securities Corp.* (6th Cir. 1989), 336 s. ove si affronta il tema – non privo di interesse dal punto di vista comparatistico - della sufficienza, al fine di soddisfare l'onere della prova del ragionevole affidamento sulla natura sofisticata dell'acquirente *non accredited*, della sottoscrizione di una dichiarazione in tal senso predisposta dall'emittente (o dall'intermediario-*seller*)

<sup>56</sup> Tale ammontare, così come quello previsto dalla successiva *rule* 504, dovrà tenere conto di tutte le offerte effettuate nei dodici mesi precedenti all'offerta.

<sup>57</sup> Gli obblighi informativi previsti tanto dalla *rule* 505 quanto dalla *rule* 506 mutano con il mutare dell'ammontare dell'offerta e con la sottoposizione, o non, dell'emittente agli obblighi informativi previsti dalla disciplina del SEA. La disciplina di questi ultimi è prevista dalla disposizione della *rule* 502(b)(2)(ii) che, in sostanza, permette all'emittente di fare rinvio ai più recenti documenti contenenti l'informazione periodica e continua diffusi tra il pubblico. Per quanto riguarda i primi, la *rule* 502(b)(2)(i)(A) impone la diffusione di una serie di informazioni che andrebbero inserite nella prima parte di un *registration statement*; l'ammontare offerto diventa rilevante solo per quanto riguarda il ri-

in questo caso opera l'obbligo di parità di trattamento e il dovere di rispondere alle domande ulteriori che dovessero porre gli investitori.

c) *Rule 504*: come nelle precedenti ipotesi, l'operatività dell'esenzione è limitata ad un determinato ammontare: \$ 1.000.000. Non sono previsti limitazioni nella scelta degli acquirenti, né è prevista alcuna forma di *disclosure* imperativa. È, invece, escluso che il *safe harbor* possa essere utilizzato da emittenti sottoposti agli obblighi previsti dal SEA o qualificabili alla stregua di *investment companies*.

A tutte e tre le ipotesi si applica la *rule 502(c)* che vieta all'emittente e ai soggetti che operano nel suo interesse di "*offer or sell securities by any form of general solicitation or general advertising*". Il che pare perfettamente coerente con le regole della *sec. 5* che permettono l'impiego di tali mezzi di diffusione impersonale dell'offerta solo in caso di registrazione, anche se appare lecito chiedersi se porre l'accento sulle modalità attraverso cui l'investimento viene portato a conoscenza dei potenziali acquirenti sia coerente con l'impostazione della giurisprudenza di *Doran e Ralston Purina* incentrata sui *need e access tests*, piuttosto che su elementi estrinseci <sup>(58)</sup>.

### 3.1 Un elemento essenziale ai fini dell'applicazione delle *rules 505 e 506*: la nozione di *accredited investor*.

Si è già messo in evidenza che nelle ipotesi di *private placements* ai sensi delle *rules 505 e 506* della *Regulation D* contano, ai fini del numero massimo di acquirenti, i soli acquirenti *non accredited*. Diventa dunque essenziale illustrare cosa si intenda per *accredited investor* nell'ambito della *Regulation D* <sup>(59)</sup>, giacché verso questi ultimi il collocamento non subisce alcun limite.

La nozione di *accredited investor* è specificata mediante una definizione rego-

---

gore dei dati contabili richiesti rispettivamente dalle *subsections* (1), (2) e (3) della *Rule 502(b)(2)(i)(B)*.<sup>58</sup>

Vi è poi una crescente letteratura che critica il fondamento economico del divieto di *general solicitation*: cfr. CAMPBELL (2008), 9 (il quale pone l'accento sugli *small business issuers*), SJOSTROM (2004), 44-49 (il quale pone l'accento sui *business* emergenti che fanno ricorso al *private equity*) e nell'ambito di una più ampia visione di *policy* BRADFORD (2000), 481-482.

<sup>59</sup> Ciò non ha solo l'obiettivo di specificare meglio l'ambito di applicazione della disciplina esaminata, ma costituisce una prima concretizzazione di quella nozione, indeterminata, di *sophisticated investors* che secondo *Ralston Purina* sono in grado di " *fend for themselves*", nonché per comprendere un possibile significato di tale locuzione.

lamentare della SEC, contenuta nella Rule 501(a), che include, in estrema sintesi: a) le grandi istituzioni finanziarie quali banche, assicurazioni, *investment companies*, *brokers* e *dealers*; b) gli *insiders* della società emittente; c) le *corporations* (e altri tipi di enti) che abbiano un attivo superiore a \$ 5.000.000; d) le persone fisiche il cui patrimonio è superiore a \$ 1.000.000 o il cui reddito è stato superiore a \$ 200.000 nei due periodi fiscali precedenti al momento dell'offerta.

Il principale punto problematico che emerge da tale definizione consiste nell'accomunare gli investitori professionali e gli *insiders*, con soggetti semplicemente benestanti <sup>(60)</sup>. Se con riferimento alle prime due categorie è agevole ricondurre l'assenza di obblighi informativi di protezione alla logica di *Ralston Purina*, e cioè alla capacità di tali soggetti di ottenere e valutare autonomamente le informazioni sull'investimento, la stessa logica non si applica in modo così immediato alle persone fisiche benestanti.

Non sembra possibile ravvisare alcuna connessione tra benessere economico e alfabetizzazione finanziaria <sup>(61)</sup>: le due caratteristiche possono sussistere del tutto indipendentemente negli individui con una frequenza che impedisce di parlare di una vera e propria presunzione. Inoltre, è stato dimostrato <sup>(62)</sup> come deviazioni dal paradigma della razionalità sono comuni anche nel comportamento degli investitori professionali e istituzionali: non sorprende che, *a fortiori*, possano incidere sul modo di investire e di assumersi dei rischi delle persone benestanti.

È allora possibile ravvisare un'altra giustificazione di una previsione di tale ampiezza: mettendo in relazione i due requisiti, del benessere economico degli individui

---

<sup>60</sup> Una prospettiva diversa in CHOI (2000), 306 ove, con lo scopo di individuare una regolamentazione più efficiente viene proposto di utilizzare come perno il grado di sofisticazione dell'investitore piuttosto che le diverse operazioni poste in essere: si sottolinea così che nell'ambito del *private placement* lo status di *sophisticated* o di *accredited investor* non fa sì che l'investitore possa scegliersi da sé il livello di tutela desiderato, continuando ad applicarsi alcune disposizioni imperative.

<sup>61</sup> Va inoltre segnalato come le Rules 501(a)(5) e (6) non sono mai state adeguate all'incremento dell'inflazione dal 1982 ad oggi. Essendo trascorsi ormai quasi trent'anni non si tratta più di un ammontare così elevato da garantire la partecipazione di un percentile sufficientemente basso della popolazione. Per tali ragioni la S.E.C. ha deciso di discutere un adeguamento delle cifre agli attuali parametri del costo della vita. V. Securities Act Release No. 8828 (August 3, 2007)

<sup>62</sup> Cfr. LANGEVOORT (1996), 641-648 il quale poi si sofferma ad analizzare il modo in cui i *brokers* sfruttano la limitata razionalità degli investitori professionali per incrementare le vendite.

e del grado di patrimonializzazione delle persone giuridiche, è possibile concludere che la regolamentazione risponda alla *ratio* di consentire investimenti più rischiosi a coloro che sono meglio in grado di sopportarne, anche solo dal punto di vista economico-finanziario, i rischi.

È evidente come una simile giustificazione risponda ad una logica molto distante dal *needs test* oltre a introdurre, nella valutazione degli interessi rilevanti, un elemento che scaturisce da una rigida analisi costi benefici dell'applicazione della disciplina imperativa di diffusione al mercato primario delle informazioni. Non vi è altra ragione infatti per giustificare l'estensione della nozione di *accredited investor* se non quella di permettere agli emittenti di contattare (sia pur non sollecitandoli) un numero maggiore di potenziali acquirenti: ampliando così le ipotesi di emissioni effettuate sotto l'ombrello della *Regulation D*.

#### 4. *Regulation D e circolazione di securities nel mercato secondario. La disciplina speciale delle « rivendite ».*

Per comprendere la logica della disciplina del *private placement* negli U.S.A. Ed, in particolare, della *Regulation D* è essenziale fare riferimento ad un ulteriore elemento di disciplina che conduce l'analisi al punto che qui maggiormente interessa. Vale a dire l'opportunità che il regolatore affronti *ex professo* il problema delle rivendite, cioè della circolazione nel mercato secondario delle *securities* collocate privatamente.

Con riferimento ai collocamenti effettuati secondo le *Rules 505 e 506* <sup>(63)</sup>, la *Rule 502(d)* prevede che gli acquirenti non possano immediatamente rivendere le *securities* sottoscritte: in caso contrario, lo stesso emittente dovrà procedere alla registrazione, ai sensi della sec. 5 SA. La logica di tale disciplina è quella già esaminata nel

---

<sup>63</sup> Per quanto riguarda la *Rule 504* non è previsto alcun limite alle rivendite (così come non era previsto alcun limite al coinvolgimento di *non accredited investors*), tant'è che le offerte effettuate in ossequio alla *Rule 504* vengono da alcuni definite *mini-public offerings*. Se a prima vista tale impostazione appare illogica e fonte di una lacuna nella disciplina che potrebbe aprire la strada a facili elusioni, va tuttavia osservato come l'ammontare complessivo dell'emissione è così modesto (\$ 1.000.000) che un vero e proprio mercato secondario delle *securities* appare difficilmente immaginabile. Per questo rilievo v. CHOI-PRITCHARD (2008), 319.

capitolo precedente quando si è delineato il problema delle « rivendite »: sarebbe infatti troppo facile organizzare operazioni in cui un emittente effettua un *private placement* nei confronti di un investitore istituzionale con una rete di distribuzione sufficientemente ampia da permettere, di fatto, una distribuzione capillare degli strumenti finanziari presso il pubblico senza che siano sopportati i costi (con le connesse garanzie in termini di informazione e di corretta determinazione del prezzo) della registrazione (<sup>64</sup>).

La *Rule 502(d)* prevede inoltre una serie di regole specifiche volte ad assicurare l'ottemperanza al divieto di rivendita.

L'esame della disciplina delle rivendite di cui alla *Regulation D* costituisce il naturale punto di avvio dell'indagine della complessa disciplina della circolazione (*rectius* dei limiti alla circolazione) nel mercato secondario delle *securities* non registrate. Occorre a questo punto fare un passo indietro e approfondire l'impianto originario del Securities Act del 1933 per poi delineare l'evoluzione giurisprudenziale e normativa.

#### 5. *Restricted securities e mercato secondario. Le sections 4(1),(3) e (4) del Securities Act.*

Si è già fatto riferimento all'impostazione *transactional* della disciplina statunitense. È giunto il momento di dare conto della conseguenza principale di tale assetto. Da quanto si è scritto, si evince che la disciplina della circolazione delle *securities* può essere schematizzata nel modo seguente: in assenza di un'ipotesi di esenzione (sec. 3 e sec. 4 SA), ogni trasferimento di strumenti finanziari è soggetto all'obbligo di registrazione. E ciò, tanto nell'ipotesi di emissione dei titoli nel c.d. mercato primario, quanto nell'ipotesi di successiva circolazione o, in altri termini, nel c.d. mercato secondario (<sup>65</sup>).

Ne consegue che il sottoscrittore degli strumenti finanziari, emessi magari anche anni prima, non potrebbe farli circolare senza provvedere alla registrazione, ope-

---

<sup>64</sup> Per un esempio in tal senso v. CHOI-PRITCHARD (2008), 319.

<sup>65</sup> Per una introduzione alla disciplina delle *resales* nel diritto americano cfr. CAMPBELL (1995), 1341-1346.

razione, come si è visto, costosa e molto complessa (per non dire impossibile) per chi non abbia alcun rapporto con l'impresa emittente <sup>(66)</sup>. Il problema delle rivendite appare affrontato e risolto attraverso un divieto assoluto di circolazione. Il quadro è peraltro completo solo in parte. Se la disciplina fosse quella descritta non si potrebbe parlare certo di liquidità del mercato secondario americano (caratteristica che invece lo contraddistingue in modo peculiare rispetto alla maggior parte dei mercati borsistici mondiali).

Manca infatti il riferimento a due importantissime *transaction exemptions* previste dal SA che riguardano in modo peculiare le operazioni nel mercato secondario. La prima, la sec. 4(1), esclude l'obbligo di registrazione in tutti i casi di « *transactions by any person other than an issuer, underwriter, or dealer* ». Ne consegue la necessità di individuare il significato dei tre termini che fanno riferimento a categorie di soggetti non esentati. Non sollevano particolari problemi le nozioni di *issuer* e di *dealer*. La definizione del primo termine si trova nella sec. 2 (4) ove si fa generale riferimento a "every person who issues or proposes to issue any security" <sup>(67)</sup>; la sec 2(a)(12) definisce *dealer* come "any person who engages either for all or part of his time, directly or indirectly, as agent, broker, or principal, in the business of offering, buying, selling, or otherwise dealing or trading in securities issued by another person". L'ampiezza della definizione non deve però ingannare: il dato testuale infatti indica fra i *dealers* anche coloro che effettuano un'attività di semplice negoziazione per conto terzi (i *brokers*). Non vi è chi non veda come una simile interpretazione costituirebbe un ostacolo insormontabile per lo sviluppo di efficienti mercati finanziari. Appare allora logico che la giurisprudenza superi il dato testuale mediante considerazioni di buon senso, relative proprio alla necessità di far funzionare il mercato secondario <sup>(68)</sup>.

Nella prospettiva di chi abbia acquistato delle *securities* nell'ambito di un *private*

---

<sup>66</sup> A tale scopo sono previste in alcuni casi clausole contrattuali che permettono ai possessori degli strumenti finanziari di imporre la registrazione all'emittente. Non sorprende tuttavia che, anche se presenti, la facoltà contenuta in tali clausole non venga mai esercitata: è infatti molto improbabile che l'investitore decida di imporre dei costi sull'emittente, riducendo così il valore delle stesse *securities*.

<sup>67</sup> Occorre precisare che è *issuer* anche la società che avendo precedentemente acquistato azioni proprie le offra pubblicamente. Così SEC v. Stanwood Oil Corp., 516 F. Supp. 1181, 1184 (W.D.Pa 1981)

<sup>68</sup> V. Akerberg v. Johnson, 892 F.2d 1328 (8<sup>th</sup> Cir. 1989)

*placement* <sup>(69)</sup>, è invece molto problematica la definizione del termine *underwriter* che, a mente della sec. 2(11) SA, è “ *any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security*” oltre a chi “*participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking (...)*” <sup>(70)</sup>.

Prima di affrontare nello specifico i problemi sollevati dalla definizione di *underwriter* e l'interazione di questi con le peculiarità del *private placement*, è opportuno chiarire il significato di fondo dell'*exemption* in esame. Si parla comunemente di “*exemption for non professionals*” <sup>(71)</sup> perché si applica nella maggior parte delle operazioni che caratterizzano i mercati regolamentati o i sistemi di scambi OTC. Si potrebbe obiettare che non sono molte le occasioni in cui l'investitore non professionale scambia *securities* nel mercato secondario senza l'ausilio di un intermediario (*broker* o *dealer*) <sup>(72)</sup>: a questo soccorrono, e il quadro è finalmente completo, le esenzioni di cui alle sec. 4(3) e 4(4). Nella prima, sono esentate le operazioni dei *dealers*, quindi le negozianti in conto proprio di un intermediario.

Nell'ipotesi di cui al 4(4) sono invece fuori dall'ambito di applicazione della sec. 5 SA tutti gli ordini di acquisto o vendita su mercati (regolamentati o OTC) che l'investitore faccia ai *brokers* <sup>(73)</sup> senza che vi sia alcuna sollecitazione da parte di costoro. È opportuno sottolineare che la norma fa espresso riferimento alle *brokers' transactions*, cioè un'isolata operazione in contrapposizione con il concetto di *distribution* che, invece, caratterizza gli *underwriters* e sarà oggetto di analisi *infra*.

---

<sup>69</sup> Cfr. CAMPBELL (1995), 1336-1337.

<sup>70</sup> Non è irrilevante precisare che ai fini della citata *subsection* per issuer bisogna intendere anche “any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer”.

<sup>71</sup> Così HAZEN (2006), 216.

<sup>72</sup> Cfr. HAZEN (2006), 217 per la considerazione che «virtually all day-to-day transactions are effected through the means of a registered broker-dealer».

<sup>73</sup> Il *Securities Act* non contiene una definizione di *broker*. Tuttavia, può essere utile a chiarire il concetto la definizione che si trova nel *Securities and Exchange Act* sec. 3(a)(4) per cui è *broker* ogni soggetto diverso da una banca che effettua per conto altrui operazioni che hanno ad oggetto strumenti finanziari.

5.1 Il concetto di *underwriter* di cui alla sec. 4(1) nella giurisprudenza. Il proposito di investire tra *holding period* e *change in circumstances*.

Si è anticipato che il concetto di *underwriter* (<sup>74</sup>) è uno tra i più complessi della *securities regulation* federale. Nel cono di luce della nozione rientrano, come è ovvio, le grandi banche di investimento che pongono in essere le attività di sottoscrizione e collocamento delle emissioni (<sup>75</sup>), ma una rapida rilettura della definizione legislativa permette di capire che non sono solo queste ultime ad essere destinatarie della disciplina.

Tre sono le categorie prese in considerazione (<sup>76</sup>): a) i soggetti che acquistano gli strumenti finanziari dall'emittente (*issuers*) con lo scopo di procedere ad una distribuzione presso il pubblico (*with a view towards distribution*); b) i soggetti che partecipano direttamente o indirettamente al procedimento d'offerta, vendita o sottoscrizione; c) i soggetti che effettuano operazioni di vendita per conto di chi controlla l'emittente.

La funzione (<sup>77</sup>) di tale categoria consiste, dunque, nel porre un argine mediante l'imposizione di vincoli sui terzi in tutti i casi in cui l'emittente, cerchi di eludere l'obbligo di registrazione raggiungendo con le proprie *securities* il pubblico, servendosi di altri soggetti (<sup>78</sup>). Soggetti cui, peraltro, come dimostra la prassi, ogni emittente deve rivolgersi per il successo di un'operazione.

<sup>74</sup> Com'è noto, non è solo la sec. 4(1) SA a farvi riferimento: gli *underwriters* possono essere infatti responsabili per la presenza nel *registration statement* di informazioni non veritiere o di omissioni materiali. Per una compiuta analisi in lingua italiana delle varie problematiche sollevate da tale disposizione v. VENTORUZZO (2003), 15-43.

<sup>75</sup> Cfr. CHOI – PRITCHARD (2005), 635: « Section 2(a)(11), however, captures far more than Wall Street investment banks ».

In questo senso invece lo intende PERRONE (2003), 66 che fa probabilmente riferimento al modo in cui la prassi ha definito l'attività dei consorzi di collocamento.

<sup>76</sup> La tripartizione è comune nella dottrina americana cfr. ad es. HAZEN (2006), 219.

<sup>77</sup> La prospettiva funzionale è ben segnalata nella giurisprudenza: Quinn v. SEC, 452 F 2d 943, a p. 946 (10th Cir. 1971) "the term underwriter is not limited to its common definition, but is rather a word of art. An underwriter is one who purchases stock from an issuer with an intent to resell to the public." seguita di recente da Peck v. Pac. CMA, Inc. (2007), 10.

<sup>78</sup> Detto in altri termini, se si è giunti alla conclusione che un'operazione può rientrare nell'ambito dell'esenzione ex sec. 4(2), ciò non esaurisce l'indagine dal momento che "it is still necessary to consider whether the purchasers' intent is to take for resale". Securities Act Release no. 4552 (1962).

Ben si comprende che il tema abbia rilievo (pratico e teorico) decisivo nell'ambito di operazioni di *private placement*, laddove la sottoscrizione delle *securities* da parte di un gruppo di investitori qualificati, sufficientemente informati, non esaurisce l'indagine sulla possibilità di applicare l'obbligo di registrazione, in quanto costoro potrebbero ben essere considerati alla stregua di *underwriters*.

È allora essenziale cercare di capire quali siano i criteri per individuare un *underwriter*: anche qui la prospettiva adottata è quella funzionale, vale a dire diretta ad individuare degli *underwriters* ogni qualvolta ci si trovi di fronte ad una lesione degli interessi protetti dal *Securities Act*; *in primis* quelli degli investitori ad una diffusione tempestiva sul mercato di tutte le informazioni rilevanti.

Da un punto di vista ermeneutico, la locuzione che merita un chiarimento è “*with a view to distribution*”<sup>(79)</sup>. Un primo punto di riferimento, a tal proposito, è dato dalla contrapposizione<sup>(80)</sup> di *transaction*, con cui si intende uno scambio avente ad oggetto una modesta e normale quantità di *securities*, a *distribution*, ove l'operazione coinvolge volumi di scambio anormali ed elevati<sup>(81)</sup>.

Invero, dovrebbe essere lo stato soggettivo al momento dell'acquisto a contare (“*with a view to*”): la giurisprudenza<sup>(82)</sup> ha nondimeno chiarito come sia sufficiente costituire un canale volontario di distribuzione degli strumenti finanziari, senza che la consapevolezza di essere giuridicamente un *underwriter* abbia un qualche rilievo. Tale modo di ragionare è dimostrato dalla presenza di un filone giurisprudenziale<sup>(83)</sup> efficacemente definito dell' « *inadvertent underwriter* » che, com'è intuibile, crea non

<sup>79</sup> Manca infatti una definizione di cosa si intenda per *distribution*.

<sup>80</sup> Cfr. per quest'impostazione COX-HILLMAN-LANGEVOORT (2004), 348-350.

<sup>81</sup> In dottrina, v. HAZEN (2006), 220. V. però in giurisprudenza Geiger v. SEC, 363 F.3d 481 (9th Cir 2004), Pennaluna & Co. v. SEC, 410 F. 2d 861, 865 (9th Cir 1969) per l'indicazione che anche volumi limitati possono essere ritenuti una *distribution*.

<sup>82</sup> Cfr. di recente Geiger v. SEC, 363 F.3d 481 (9th Cir 2004), SEC v. Lybrand, 200 F.Supp. 2d 384 (SDNY 2002).

<sup>83</sup> Il cui *leading case* è il celeberrimo SEC v. Chinese Consolidated Benevolent Association, 120 F. 2d 738 (2d Cir 1941) cert. Denied 314 US 618. Per un caso sulla vendita delle azioni da parte del creditore pignoratizio cfr. SEC v. Guild Films Co., 279 F.2d 485 (2d Cir. 1960) cert. Denied 364 US 819 (1960).

È, tuttavia, il caso di precisare che tale filone rappresenta un ottimo esempio dell'estensione di significato che il termine *underwriter* può avere non tanto nell'accezione di un soggetto che sottoscrive e poi rivende immediatamente i titoli, quanto più di un soggetto che permette la buona riuscita di un'offerta al pubblico.

pochi problemi pratici a chi intenda pianificare operazioni di finanziamento sul mercato.

Ne consegue l'importanza di comprendere attraverso quale argomento fosse possibile dimostrare di aver acquistato le *unregistered securities* senza il fine di una successiva distribuzione tra il pubblico. In questa scia, si mosse la giurisprudenza, introducendo l'indagine sulla prospettiva di investimento dell'acquirente: se, infatti, un soggetto avesse sottoscritto degli strumenti finanziari senza l'intenzione di distribuirli, sarebbe animato da un *investment intent* che si sarebbe potuto riflettere, dal punto di vista oggettivo <sup>(84)</sup>, solo nel mantenimento degli stessi in portafoglio per un tempo adeguato <sup>(85)</sup>.

La giurisprudenza <sup>(86)</sup> coniò così il concetto di *holding period* <sup>(87)</sup> per valutare la serietà dell'intento di investire in capo a coloro che avessero acquistato le *securities* nell'ambito di un *private placement*. A seguito di questi precedenti, i giuristi pratici iniziarono a ritenere che, per avere certezza di evitare di essere ritenuti degli *underwriters*, bisognasse mantenere la titolarità delle *securities* per almeno tre anni <sup>(88)</sup>, e, in ogni caso, che meno di due anni fosse un periodo troppo breve tale da esporre ad un rischio quasi certo di responsabilità (*rectius* ai rimedi restitutori) ex sec. 12 (a) (1).

<sup>84</sup> Sotto il profilo soggettivo la prassi si sviluppò nel senso di richiedere all'acquirente il rilascio di una lettera in cui manifestasse l'intenzione di investire. Sulle *investment letters* v. U.S. v. Hill, 298 F. Supp. 1221, in part. 1231 (D. Conn. 1969); e Wheat Report (1969), 171-172

<sup>85</sup> Cfr. CAMPBELL (1995), 1345.

<sup>86</sup> Il *leading case* in questo senso è U.S. v. Sherwood, 175 F. Supp. 480, in part. 483 (SDNY 1959) dove, nell'ambito di un procedimento penale, è stato ritenuto sufficiente un *holding period* di due anni decorsi dal momento dell'acquisto in un *private placement* delle azioni di una società; nello stesso anno v. anche Gilligan, Will & Co. v. SEC, 267 F.2d 461, 467 (2d Cir. 1959) *cert. denied* 361 US 896 (1959) ove non è stato ritenuto sufficiente un *holding period* di 10 mesi.

La SEC, dal canto suo, elaborò linee interpretative non molto differenti: v. il fondamentale provvedimento che chiuse le indagini sul Crowell-Collier case cfr. Crowell-Collier Publishing Co., Securities Act Release no. 3825 (1957) ove si enumerano alcuni criteri fattuali che permettono di distinguere ipotesi di *public offerings* da *private placements*.

<sup>87</sup> In realtà l'idea dell'*holding period* nacque più di un secolo prima nelle legislazioni societarie di alcuni stati come New York, Massachusetts. Si tratta di disposizioni che avevano l'intento di evitare la speculazione sui titoli immediatamente successiva al primo collocamento. Sul punto v. BANNER (1998), 225 il quale (a p. 226) rileva dall'assenza di case law sul punto la scarsa efficacia delle restrizioni alla circolazione.

<sup>88</sup> Cfr. COX-HILLMAN-LANGEVOORT (2004), 346.

Per ulteriori indicazioni sulle misure di salvaguardia indicate dagli avvocati v. LOSS-SELIGMAN (1989) §3-D-1-a tra i quali le già menzionate *investment letters*, annotazioni sui titoli, richieste agli acquirenti di documenti sulla loro situazione finanziaria.

La logica poi determinò l'introduzione di un'ulteriore complicazione in un settore già così ingarbugliato: in alcuni giudizi (<sup>89</sup>), infatti, il convenuto tentò di giustificare la vendita prima della scadenza del *holding period* perché erano mutate le circostanze (c.d. *change in circumstances doctrine*) che avevano condotto a quell'investimento. Il che è coerente con l'idea di evitare di essere "imprigionati" in un investimento del tutto illiquido (a meno che non soccorresse una delle esenzioni previste dalle *sections 3* e *4 SA*). Tuttavia, la giurisprudenza affrontò tale argomento in modo tendenzialmente scettico (<sup>90</sup>), accogliendolo in un numero limitatissimo di casi (e comunque con un rigore inversamente proporzionale alla durata del *holding period*) (<sup>91</sup>): era del resto la profonda incertezza in cui venivano lasciati sia gli operatori, unita alla ridotta tutela del pubblico degli investitori a determinare un senso di insoddisfazione degli interpreti verso tale standard (<sup>92</sup>). La SEC, dal canto suo, pur avendo confermato inizialmente questa visione in alcuni provvedimenti privi di valore normativo (*no action letters*)

---

<sup>89</sup> Il primo è il citato Gilligan, Will & Co., cit., 468 in cui però l'acquirente che aveva venduto anzitempo aveva tentato di sostenere che potesse costituire un *change in circumstances* rilevante anche il mutamento delle prospettive reddituali dell'impresa in cui aveva investito ma un simile approccio avrebbe permesso ad un dealer «*who speculatively purchases in an unregistered security in the hope that the financially weak issuer had (...) "turned the corner", to upload on the unadvised public what he later determines to be an unsound investment without the disclosure sought by the securities laws, although it is in precisely such circumstances that disclosure is most necessary and desirable*».

Dà conto di questa prassi argomentativa il c.d. Wheat Report (1969), 160-177

<sup>90</sup> V. ad es, G. Eugene England Foundation v. First Federal Corp. (1973), 990.

<sup>91</sup> Peraltro non recenti anche a causa dell'introduzione regolamentare di un *safe harbor* che, come si vedrà, non prevede la possibilità di far valere un *change in circumstances*.

V. in tal senso Neuwirth Investment Fund, Ltd. v. Swanton, 422 F. Supp. 1187, in part. 1197 (S.D.N.Y. 1975) (in un caso di vendita da parte di un liquidatore di società); Leitman v. VTR Inc., 1970 U.S. Dist. LEXIS 11110 (SDNY 1970) (ove comunque era trascorso un *holding period* di 21 mesi); Vohs v. Dickinson, 495 F.2d 607, in part. 620 (5th Cir. 1974)

<sup>92</sup> Ciò è ben rappresentato dai versi sarcastici di un avvocato di New York, C. Leonard Gorden, riportati in nota nel Wheat Report (1969), 168 nt. 24 che riportiamo per comodità del lettore: If you buy stock privately, / Enlightened counsel will implore: / Heed the Act of Thirty-Three / Subsection One of Section Four. / Make your purchase for investment. / Have a clear and pure intent. / Do not think about divestment / Till some unforeseen event. / Avoid the Crowell-Collier snare / Be one of few and not of many. / You need not be a millionaire / But don't go in with your last penny / Thereafter, changing factors which / Might make a sale by you exempt / Must be a bad and sudden switch / Which justifies a changed intent. / When you have held two years or more / That sad and unforeseen event / Need not be tragic as before / To justify a new intent! / So put your stock upon the shelf; / Don't question when it will be free. / The very thought defeats itself / With legal logic's subtlety. / With time and troubles, you may get / Advice of counsel or, much better, / Advice to sell that's safer yet – / An SEC "no action" letter."

<sup>(93)</sup>, mutò indirizzo <sup>(94)</sup> dopo l'adozione della *Rule 144* (su cui v. *infra*), tanto da affermare che la *change in circumstances doctrine* non possa essere annoverata nel diritto vivente americano <sup>(95)</sup>. Il che forse dovrebbe portare ad un ripensamento sulla stessa logica di fondo della disciplina delle *resales*. Ma è bene procedere con ordine.

### 5.2 Il concetto di *underwriter* nella regolazione secondaria: la *Rule 144*. Introduzione, individuazione della *fattispecie* ed evoluzione della disciplina.

La situazione di incertezza creata dagli *standards* giurisprudenziali riguardanti la circolazione di *securities* non sottoposte a registrazione spinse la SEC ad un intervento chiarificatore di carattere regolamentare volto a dare, alla stessa stregua della *Regulation D*, un *safe harbor* agli operatori <sup>(96)</sup>, (anche) nell'ottica di rimediare, seppur parzialmente e in modo imperfetto, all'illiquidità dell'investimento in strumenti finanziari non registrati.

Dopo tre anni dalla conclusione dei lavori della commissione di esperti guidata da Francis Wheat <sup>(97)</sup>, nel 1972, la Commissione adottò la *Rule 144* <sup>(98)</sup> che è oppor-

<sup>93</sup> Cfr. ad es., Radiation Materials Co. (SEC No action letter available Sept. 18, 1972)

<sup>94</sup> Le ragioni di tale *revirement* sono ben sintetizzate nel Wheat Report (1969), 168-170 ove viene fatto l'esempio di un collocamento privato di 50.000 azioni presso un investitore che dopo un certo periodo di tempo muta la propria di intenzione di investire con un orizzonte di medio-lungo periodo a causa di un *change in circumstances*: le 50.000 azioni possono ora raggiungere il pubblico senza la necessità di una registrazione il che appare immediatamente in contrasto con la ratio di fondo del SA del 1933 e la tutela del pubblico degli investitori.

<sup>95</sup> Cfr. Securities Act Release No. 5223, 5 dove tale affermazione viene motivata rilevando il contrasto tra l'interesse dell'investitore a cui mutano le circostanze di investimento e l'interesse del pubblico degli investitori, alla cui protezione è volta la disciplina del Securities Act. In questo senso, seppure in modo dubitativo dal momento che l'impiego della rule 144 non è esclusivo, v. HAZEN (2006), 225-226 cui adde STEINBERG-KEMPEL (1988), 486 i quali non escludono la possibilità per la giurisprudenza di non ritenersi vincolata dall'orientamento della SEC [Cfr. da ultimo anche CHOI-PRITCHARD (2005), 660]. Considerazione che seppure è condivisibile su un piano assoluto, va in concreto notevolmente ridimensionata, dal momento che è noto l'atteggiamento di deferenza che i giudici serbano per gli orientamenti delle autorità amministrative indipendenti [su cui in generale v. DENOZZA (2000), 463 s.].

<sup>96</sup> La necessità che le agenzie amministrative specializzate riducano il margine di ambiguità e vaghezza delle disposizioni legislative facendo sì che l'applicazione del diritto sia prevedibile o, quanto meno, comprensibile è da tempo un punto fermo della dottrina e giurisprudenza americane. V. ad es. l'opinione di Henry Friendly in FRIENDLY (1962), 874.

Più cauto è l'atteggiamento della nostra dottrina riguardo le autorità amministrative indipendenti: cfr. CLARICH (2005), passim; MERUSI (2000), 72 s.

<sup>97</sup> Cfr. Wheat Report, SEC (1969), p. 149 s. In tale documento la SEC rilevò lo stato di assoluta

tuno a questo punto analizzare.

È bene chiarire fin da subito che la disposizione si occupa di due problematiche distinte in quanto tale duplice finalità può essere fonte di confusione: da una parte, si affronta il problema della disciplina delle vendite da parte di *affiliates* [ termine con cui si fa riferimento ai soggetti controllanti, controllati e sottoposti a comune controllo <sup>(99)</sup>, cfr. Rule 144 (a) (1)] di strumenti finanziari non registrati, mentre dall'altra, è disciplinata la "rivendita" degli stessi a seguito di una *non public offering*.

In questo e nei successivi paragrafi si tralasceranno i profili relativi alle *resales* effettuate da *affiliates*, in quanto, dal punto di vista comparatistico, destano un interesse minore, non essendovi alcun possibile parallelo nel nostro ordinamento.

incertezza relative alla disciplina della circolazione, nel mercato secondario, delle *securities* collocate nell'ambito di una *non public offering* ovvero da parte di un soggetto controllante.

In particolare, venne messo in luce come (v. p. 155-156), da un certo angolo visuale, l'incertezza riguardava proprio l'indagine sull'elemento ritenuto essenziale dalla sentenza *Ralston Purina*, ossia il need of protection dal momento che non si distinguevano le fattispecie in base a: "(1) the issuer of the securities is providing information concerning its business and financial affairs in regular reports to the Commission, (2) the quantity of securities being sold without registration is massive or modest, and (3) there is, or is not, a heavily compensated selling effort involved. The proposed rules have been designed to do away with such anomalies."

<sup>98</sup> 17 CFR 230.144. La regola è stata modificata a più riprese dalla SEC anche se le modifiche più importanti (soprattutto per quanto qui interessa sono state quelle del 1997 e quelle, recentissime, del dicembre 2007): cfr. 37 FR 596, Jan. 14, 1972, as amended at 39 FR 6071, Feb. 19, 1974; 39 FR 8914, Mar. 7, 1974; 43 FR 43711, Sept. 27, 1978; 43 FR 54230, Nov. 21, 1978; 44 FR 15612, Mar. 14, 1979; 45 FR 12391, Feb. 28, 1980; 46 FR 12197, Feb. 12, 1981; 47 FR 11261, Mar. 16, 1982; 53 FR 12921, Apr. 20, 1988; 55 FR 17944, Apr. 30, 1990; 58 FR 67312, Dec. 21, 1993; 61 FR 21356, 21359, May 9, 1996; 62 FR 9242, 9244, Feb. 28, 1997; 63 FR 9632, 9642, Feb. 25, 1998; 64 FR 61382, 61400, Nov. 10, 1999; 69 FR 15594, 15617, Mar. 25, 2004; 70 FR 37496, 37617, June 29, 2005; 70 FR 45529, Aug. 8, 2005; 72 FR 71546, 71566, Dec. 17, 2007.

La letteratura su tale disposizione non è ampia quanto ci si potrebbe attendere alla luce del notevole rilievo pratico: cfr. SNYDER (1973), 399; CAMPBELL (1995), 1342; STEINBERG-KEMPLER (1988), 473; GANOR (2007), 1450 (dove esplicitamente: « *despite the widespread use and importance of the Rule in the business world, there has been almost no academic analysis of the Rule* »); cui adde COX-HILLMAN-LANGEVOORT (2004), 357 s.; HAZEN (2006), 229 s.; LOSS-SELIGMAN (1989), § 3-D-2. In giurisprudenza v. SEC v. Lybrand (2002), 384; Netwolves Corp. v. Sullivan (2001), 31-32; Peck v. Pac. CMA, Inc. (2007), 11

<sup>99</sup> La nozione di *control* al fine di stabilire chi sia affiliate ai sensi della rule 144 (a) è stata precisata dalla SEC nella Rule 405. Anche nel diritto statunitense così come nel nostro [cfr. per tutti MARCHETTI (1992), 1 ss.] il concetto di *control* è relazionale, vale a dire un concetto i cui confini mutano col mutare della disciplina in cui rileva. Sotto il profilo della fattispecie, tuttavia, si tratta di concetti difficilmente accostabili, dal momento che in Italia, il controllo fa esclusivo riferimento ad una situazione dominicale, statica, mentre negli Stati Uniti per *control* si intende un'attività, dinamica, volta a determinare la politica gestionale della società [cfr. ALI, *Principles of corporate governance* §1.08 e § 1.10; e, in dottrina, BERLE (1958), 1212]: il che comporta la rilevante differenza che possono essere considerati controllanti anche i *directors* e i *top executives* di una società.

L'ambito oggettivo di applicazione della fattispecie è delimitato dalla nozione di '*restricted securities*' di cui alla *Rule 144(a)(3)* in cui rientrano tanto gli strumenti finanziari acquistati direttamente o indirettamente dall'emittente (o da un affiliate dell'emittente) nell'ambito di un collocamento privato *ex sec. 4(2) SA* quanto, come si è già accennato, le *securities* collocate nell'ambito di un'operazione effettuata ai sensi della *Regulation D* [cfr. *Rule 502(d)*] (<sup>100</sup>), permettendo in tal modo di pianificare le operazioni passando da un *safe harbor* ad un altro.

L'effetto principale della *Rule 144*, fornire a chi rivenda *restricted securities* la certezza di non poter essere considerato *underwriter* [cfr. *Rule 144(b)*], non è però offerto in modo incondizionato in quanto la stessa *Rule* pone una serie di requisiti che conviene analizzare separatamente (<sup>101</sup>). A dire il vero, la disciplina della *Rule 144* limitatamente alle rivendite poste in essere dai *non-affiliates* comprende, dopo la recente riforma del 2007, due sole regole: una riguardante gli obblighi informativi, l'altra l'*holding period* (<sup>102</sup>).

### 5.2.1. Disciplina della *Rule 144* relativamente ai *non-affiliates*: a) gli obblighi informativi.

Procedendo con lo stesso ordine delle sottosezioni della *Rule 144*, occorre, in primo luogo, analizzare il requisito della c.d. *current public information*. Valorizzando il ruolo di protezione degli investitori rivestito dall'informazione continua al mercato, la

<sup>100</sup> A queste ipotesi si aggiungano le *securities* acquistate nell'ambito di operazioni svolte nell'ambito della *Rule 144A* (su cui v. *infra*), della *Regulation CE*, della *Regulation S*. Cfr. *Rule 144(a)(3)(i)-(viii)*.

<sup>101</sup> La giurisprudenza ha in tempi recenti [cfr. *SEC v. Lybrand* (2002), 384; *Peck v. Pac. CMA, Inc.* (2007), 17-20] messo in luce come debba essere valorizzato il passo dell'*adopting release* della *rule 144* (*Securities Act Release No. 5223*) in cui si ammette un'interpretazione "antielusiva": "[i]n view of the objectives and policies underlying the Act, the rule shall not be available to any individual or entity with respect to any transaction which, although in technical compliance with the provisions of the rule, is part of a plan by such individual or entity to distribute or redistribute securities to the public. In such case, registration is required". Su queste basi, nel caso di specie (trattato in *Peck v. Pac. CMA, Inc.*), la District Court del Colorado ha ritenuto che non fosse sufficiente ad escludere lo status di *underwriter* il compimento dell'*holding period*.

<sup>102</sup> Le altre regole sono oggi applicabili solo alle rivendite di *control securities* e attengono ai volumi di vendita alle modalità di vendita ovvero all'obbligo di dare a notizia alla SEC dell'avvenuta operazione.

*Rule* 144(c) richiede, infatti, che siano disponibili adeguate informazioni sull'emittente. A tal riguardo, bisogna distinguere tra gli emittenti soggetti agli obblighi di informazione periodica del SEA e gli emittenti non soggetti a tali obblighi.

Per i primi, sono ritenute sufficienti le informazioni già diffuse al mercato in ossequio alle *sections* 13 o 15(d) del SEA. La prima disposizione (§ 13 SEA) concerne gli obblighi informativi periodici che trimestralmente e annualmente ogni emittente che abbia i titoli quotati presso un *exchange* deve diffondere al mercato (oltre che comunicare alla SEC): si tratta in altre parole delle note *Forms* 10K e 10Q (<sup>103</sup>) in cui vanno inseriti rispettivamente i conti annuali e trimestrali sottoposti al giudizio del revisore esterno, le relazioni degli organi gestori (<sup>104</sup>).

Il venditore di *restricted securities* emesse da *non-reporting issuers*, viceversa, è assoggettato dalla *Rule* 144(c)(2) all'obbligo di diffondere le informazioni elencate nella *Rule* § 240.15c2-11(a)(5)(i)-(xiv), e cioè le informazioni che i *broker-dealers* devono tenere disponibili se inseriscono in listini i titoli di società non soggette ad obblighi di informazione periodica (<sup>105</sup>). Come è evidente potrebbe essere molto complesso per un investitore che non ha verso l'emittente una particolare forza contrattuale ottenere le informazioni (<sup>106</sup>) necessarie per poter fruire del *safe harbor* offerto dalla *Rule* 144.

La necessità che, al momento della rivendita, sia necessaria la diffusione di alcune informazioni (<sup>107</sup>) rilevanti conferma che anche in un settore ove si è cercato di

---

<sup>103</sup> Nella *Rule* 144 (c) non si fa menzione dell'informazione continua, pur richiesta imperativamente dalla sec. 13 SEA: vale a dire l'informazione che deve essere diffusa sul mercato a seguito di eventi che riguardano l'emittente che possono interessare un investitore (per la differenza di approccio tra diritto americano e italiano sul punto v. il cenno in DENOZZA (2005), 180). Tale circostanza riduce già di per se l'efficienza informativa del mercato delle *restricted securities*, dal momento che le notizie sull'emittente potrebbero non essere più aggiornatissime al momento della rivendita.

<sup>104</sup> Per ulteriori approfondimenti v. LOSS-SELIGMAN (1989), §6-B-1.

<sup>105</sup> Si tratta in verità di informazioni piuttosto generiche che attengono al nome della società, al settore di business in cui opera, all'identità del presidente del *board of directors*, e ad un compendio dei dati finanziari.

<sup>106</sup> Cfr. STEINBERG-KEMPLER (1988), 481-482 i quali mettono in luce come sia proprio questa la ragione per cui nel 1983 la SEC ha deciso di eliminare il requisito della *current public information* per i possessori di *restricted securities* emesse da *non reporting issuers* nel caso in cui l'*holding period* trascorso sia di almeno 3 anni.

<sup>107</sup> Cui vanno in ogni caso aggiunte tutte le informazioni che possono essere ritenute *material*, dal momento che, come già si è detto, la *rule* 10b-5 risulta applicabile anche nella circolazione delle re-

alleggerire il peso (<sup>108</sup>) degli oneri informativi in capo agli emittenti, la protezione degli investitori è ancorata alla conoscenza di un maggior numero di dati rilevanti possibili allo scopo di assumere rischi finanziari in modo consapevole.

Non solo. Infatti, il rinvio alle disposizioni del SEA conferma anche come sia essenziale che i dati diffusi nel mercato finanziario siano standardizzati (<sup>109</sup>) per permettere, ove possibile, un confronto tanto diacronico, che illustri la performance storica dell'emittente, quanto sincronico, tra i diversi emittenti (<sup>110</sup>).

### 5.2.2. b) *L'holding period (rectius gli holding periods).*

La *Rule* 144(d) pone come ulteriore condizione per l'applicabilità del *safe harbor*, in ipotesi di rivendite di *restricted securities*, la necessità che tra il momento della sottoscrizione in sede di mercato primario e la prima circolazione nel mercato secondario trascorra un determinato periodo di tempo in cui le *restricted securities* (o, meglio, il rischio economico legato alle stesse) permangano nel portafoglio del sottoscrittore.

Si tratta, come è immediatamente evidente, di una regola ispirata alla giurisprudenza (v. supra) che aveva ravvisato nel mantenimento degli strumenti finanziari in portafoglio un indice oggettivo dell'intenzione (soggettiva) di investire, quale elemento attraverso cui escludere la sussistenza di un *underwriter*.

Tuttavia, la SEC ha opportunamente sostituito lo *standard* (un periodo di tempo sufficientemente lungo, salvo un mutamento delle circostanze) con una *rule* piuttosto articolata che è bene analizzare con attenzione.

Anzitutto, occorre rilevare come, dal 1972 ad oggi, la disciplina del *holding pe-*

---

*stricted securities.*

<sup>108</sup> Da un punto di vista pratico, peraltro, l'alleggerimento per i *non-reporting issuers* è notevole dal momento che non è necessario che i documenti contabili siano verificati da un revisore esterno e indipendente.

<sup>109</sup> Cfr. EASTERBROOK-FISHEL (1991), 292.

<sup>110</sup> Non vi è bisogno di dire che tale ruolo è svolto dagli investitori professionali attraverso i quali si forma, sul mercato, un prezzo tendenzialmente efficiente: è evidente che ove manchi il mercato (ossia la liquidità risulti scarsa) subentrano ulteriori meccanismi di protezione dell'investitore e l'informazione assume una funzione parzialmente diversa, maggiormente legata alla corretta formazione del consenso da parte del singolo investitore.

*riod* sia stata una di quelle sottoposte ad un più frequente intervento (<sup>111</sup>) riformatore, volto, in più di un caso, a restringere l'operatività temporale del vincolo, ritenuta spesso dai commentatori un eccessivo ed ingessante onere in capo agli operatori che vedono la liquidità del proprio investimento significativamente ridotta.

L'assetto attuale è frutto di recenti modifiche, avvenute nel dicembre del 2007 (<sup>112</sup>), e distingue gli emittenti che sono soggetti agli obblighi informativi del SEA, da tutti gli altri emittenti. Per i primi, l'*holding period* è ridotto (da un anno) a sei mesi e non è difficile trovare una spiegazione per una simile riduzione: vi è infatti la consapevolezza che il mercato degli strumenti finanziari di emittenti soggetti ad obblighi informativi così stringenti è per definizione più efficiente del mercato delle *securities* dei *non-reporting issuers*. A ciò si aggiunga che, in generale, lo sviluppo tecnologico che hanno avuto i mercati finanziari grazie all'utilizzo dell'informatica e di Internet, in particolare, hanno determinato un tale incremento di efficienza (<sup>113</sup>) da mettere in dubbio l'utilità, al fine di proteggere il singolo investitore, di un periodo così lungo quale quello di un anno: del resto, gli orizzonti di investimento si sono generalmente ridotti e, pertanto, sei mesi sono stati ritenuti più che sufficienti per avere un dato oggettivo in base a cui valutare tali orizzonti. In altre parole, è possibile affermare che le informazioni periodiche fornite al mercato e i meccanismi di funzionamento dello stesso, attraverso cui le stesse informazioni sono incorporate nel prezzo degli strumenti finanziari, siano di per sé in grado di fornire un'adeguata tutela all'investitore; viceversa, i benefici di una riduzione dell'*holding period* determina un incentivo negli emittenti ad accedere al mercato dei capitali e negli investitori qualificati ad investire nei *private placements* che potrebbe essere ritenuta di per sé efficiente dal punto di vista allocativo. Un ulteriore problema difficilmente risolvibile riguarda principalmente

---

<sup>111</sup> Prima del testo attuale su cui infra, v. le modifiche del 1997: Securities Act Release No. 7390, 62 FR 9242.

<sup>112</sup> 72 FR 71546, 71566, Dec. 17, 2007; Securities Act Release No. 8813 (72 FR 36822) e No. 8869.

<sup>113</sup> L'efficienza sempre maggiore degli strumenti attraverso cui opera il mercato non è però in grado di prevenire in modo efficace i conflitti di interessi da cui sono animate, spesso in modo anche strutturale, le operazioni effettuate sul mercato dei capitali. Tali problemi che probabilmente hanno un forte nesso con la recente crisi finanziaria legata alla diffusione di strumenti finanziari strutturati non possono certo essere affrontati con il solo strumento dell'*holding period* che non appare in linea con la moderna concezione (v. Basilea II) di distribuzione dei rischi nel mercato finanziario.

le securities di reporting issuers e consiste nella possibilità di trasferire il rischio economico (e quindi, di fatto, effettuare una rivendita) pur mantenendo la titolarità formale degli strumenti finanziari attraverso operazioni in derivati (<sup>114</sup>).

Viceversa, per i *non-reporting issuers* l'*holding period* è rimasto invariato nella misura di un anno, ammontare di tempo ritenuto sufficiente per disincentivare le *non-public offerings* prive di una seria prospettiva di remunerazione dell'investimento effettuato. Com'è stato infatti autorevolmente osservato (<sup>115</sup>), è difficile pensare che un investitore qualificato sottoscriva un investimento particolarmente rischioso con l'intenzione di sfruttarlo a proprio vantaggio, se non è poi possibile liquidare tale investimento nell'immediato.

Si è già accennata la circostanza che la *Rule 144* non si accontenta del dato formale della titolarità di uno strumento finanziario, bensì richiede che il rischio economico legato allo stesso incida su chi lo abbia acquistato. In questo modo si spiegano una serie di regole ulteriori di cui giova dare conto allo scopo di fornire un quadro più completo.

In primo luogo, l'*holding period* decorre solo dal momento in cui il corrispettivo delle securities sia stato effettivamente versato, non essendo sufficiente un mero impegno in tal senso, salvo il caso in cui tale vincolo sia garantito in qualche modo (<sup>116</sup>). Sono inoltre da menzionare le disposizioni che permettono in determinate ipotesi di sommare l'*holding period* relativo ad altri soggetti come nel caso del pegno su strumenti finanziari, ovvero della donazione (o della attribuzione ad un *trust*); è poi consentito l'accorpamento dell'*holding period* di alcuni strumenti finanziari con quello di

---

<sup>114</sup> Di ciò è consapevole la S.E.C. v. Securities Act Release No. 8813 (72 FR 36822) che però ha ritenuto di non poter intervenire direttamente per la difficoltà tecnica di indagare su simili operazioni. Va detto però che le controparti di contratti, quali gli *equity swaps*, sono generalmente soggetti professionali in grado di ben valutare i rischi connessi all'operazione. Una regolamentazione deve principalmente concentrarsi sulla possibilità (da escludere di accedere a tali forme di investimento) per il risparmiatore *retail*, e in generale quello più inesperto.

<sup>115</sup> V. GILSON (1988), 335: "Here, as in other regulatory regimes where a holding period is imposed, the need to hold an investment subject to market risk for a significant period of time reduces the likelihood that the investor has an exploitive motive in making the investment by increasing the costs of such a strategy".

<sup>116</sup> Cfr. *Rule 144* (d) (1) (iii) e v. anche la *subsection* (2) (i)-(iii) ove viene preso in considerazione il pagamento mediante *promissory notes* o rateale.

altri in ipotesi come la distribuzione di utile attraverso l'emissione di nuove azioni oppure le scissioni.

Sempre in quest'ottica, la SEC ha autorevolmente suggerito <sup>(117)</sup> un'interpretazione tale per cui il termine per poter rivendere le *restricted securities* è sospeso nell'ipotesi di operazioni volte a trasferire il rischio economico delle stesse su altri soggetti (ad es. *short sales*, *put options* etc.).

Tuttavia, nella prassi, come si è del resto già accennato, si sono diffuse pratiche volte a trasferire il rischio dell'investimento nonostante l'*holding period* <sup>(118)</sup>.

*5.2.3. Critiche (e una possibile risposta alle stesse) alla Rule 144: i costi della regolamentazione e le nuove tendenze verso la deregulation. L'alternativa del mercato: gli accordi di lock-up (cenni).*

Si è già fatto cenno alle recenti modifiche che hanno notevolmente ampliato le possibilità e le modalità di rivendita delle *restricted securities* da parte dei titolari *non-affiliate* <sup>(119)</sup>. In particolare, si possono sintetizzare i vincoli posti alla diffusione nel mercato secondario delle *restricted securities* in un (contenuto) *holding period* e nella necessità che siano diffuse alcune informazioni rilevanti (soprattutto per gli emittenti sottoposti agli obblighi informativi del SEA). Lo scopo principale dell'attività di deregolamentazione della SEC <sup>(120)</sup> era offrire agli emittenti e agli investitori uno strumento meno "costoso", in termini regolatori, senza però eliminare del tutto lo "scalino" normativo che sussiste tra offerta al pubblico e *private placement*. Non si capirebbe altrimenti il perché non si metta in dubbio l'idea di conservare restrizioni alla circolazio-

---

<sup>117</sup> Cfr. Securities Act Release No. 5306 (Sept. 1972).

<sup>118</sup> Ne danno notizia COX-HILLMAN-LANGEVOORT (2004), 364-365 dove viene fatto l'esempio di un'emissione di *bonds* da parte del titolare delle *restricted securities* in cui la restituzione del capitale è legata al valore delle stesse. Altra ipotesi è quella di cui alla Goldman Sachs & Co., SEC No Action Letter (Dec. 16, 1993) in cui un *investment banker* acquista delle *restricted securities* con uno sconto di illiquidità, facendosi contestualmente prestare una pari quantità delle stessa tipologia di *securities*, ma questa volta *unrestricted* da vendere sul mercato.

<sup>119</sup> Modifiche significative vi sono naturalmente state anche per quanto concerne gli *affiliates*. V. CHOI-PRITCHARD (2008), 354 s.

<sup>120</sup> Lo si apprende in Securities Act Release No. 8869, pag. 71562 e Securities Act Release No. 8813, pag 71-75.

ne degli strumenti finanziari collocati tramite un'offerta privata (<sup>121</sup>).

I costi della *Rule 144* venivano (e vengono) individuati essenzialmente nella mancanza di liquidità delle *restricted securities* durante il lasso di tempo immediatamente successivo all'emissione; mancanza tale da imporre al venditore degli strumenti finanziari la necessità di applicare agli stessi uno sconto di illiquidità, la cui sussistenza è ormai provata da molteplici di studi empirici oltre che da un semplice esame della prassi dei collocamenti privati (<sup>122</sup>).

In quest'ottica, vi è chi ha proposto di abolire del tutto l'*holding period* (<sup>123</sup>) sulla base di argomenti volti a promuovere la facilità del finanziamento delle nuove iniziative imprenditoriali (le c.d. *start-ups*). In particolare, viene messo in luce che durante l'*holding period* gli investitori qualificati non possono svolgere la loro essenziale funzione, che consiste nel tendenziale riallineamento dei prezzi al valore degli strumenti finanziari: manca, in altri termini, la diffusione sul mercato di una rilevante informazione, ossia la decisione di (dis)investimento degli investitori più qualificati (<sup>124</sup>).

A supporto di tale tesi viene poi speso uno dei classici argomenti dell'analisi economica del diritto (<sup>125</sup>): se le previsioni imperative sono efficienti e rispondono ad esigenze, tanto degli operatori, quanto degli investitori sarà il mercato a determinare l'inserimento delle stesse nell'ambito di operazioni di *private placement*.

È tuttavia possibile osservare che opinare in tal senso significa tenere conto solo della prospettiva dei finanziatori "di prima istanza" (in particolare dei Venture Capi-

<sup>121</sup> Elemento di disciplina che appare in sé desiderabile dal punto di vista allocativo per le ragioni che si sono già accennate e saranno approfondite nel Capitolo Quarto.

<sup>122</sup> SILBER W.L., *Discounts on restricted stock: the impact of illiquidity on stock prices*, 47 *Financial Analyst Journal* 60 (1991); WRUCK K.H., *Equity ownership concentration and firm value, evidence from private equity financings*, 23 *J. Fin. Econ.* 3 (1989); HERTZEL M. – SMITH R.L., *Market discounts and shareholder gains for placing equity privately*, 1993 *J. Fin.* 459; BAJAJ M. – DENIS D. - FERRIS S.P. - Sarin A., *Firm value and marketability discount*, 27 *J. Corp. L.* 89 (2001); FINNERTY J.D., *The impact of transfer restrictions on stock prices*, Fordham U. Working Paper (2002); LONGSTAFF F.A., *How much can marketability affect security values?*, 50 *J. Fin.* 1767 (1995)

<sup>123</sup> GANOR (2007), 1453 che propende anche per l'eliminazione dei limiti ai volumi che possono essere trasferiti. Limitazione che oggi sopravvive, però, solo per le *control securities* e, dunque, può essere in questa sede tralasciata. Ciononostante va detto che gli argomenti spesi dall'autrice a favore dell'eliminazione delle *selling volume restrictions* sono certamente più persuasivi di quelli che convergono verso l'eliminazione del *holding period*, come si intenderà mettere in luce più avanti nel testo.

<sup>124</sup> Cfr. GANOR (2007), 1454.

<sup>125</sup> V. con particolare chiarezza DENOZZA (2002), 45-48

talists) come se, il perseguire l'interesse di questi permettesse, di per sé, una maggiore efficienza allocativa (<sup>126</sup>) dei complessi meccanismi che caratterizzano il mercato mobiliare. Non si può però sottacere come la riduzione dello scalino normativo tra *public* e *private offering* potrebbe di per sé incidere sulla fiducia dei risparmiatori non sofisticati sui quali ben potrebbe essere scaricato il rischio inerente ad operazioni, per definizione, meno trasparenti delle offerte al pubblico registrate. Inoltre, anche volendosi porre nell'ottica di favorire l'investimento in *private equity* da parte dei *Venture Capitalists*, non appare del tutto coerente impostare il discorso in termini di mancanza di liquidità dell'investimento, quando è noto che tali soggetti investono tipicamente per svolgere una funzione imprenditoriale o, quantomeno, di controllo sulla direzione strategica nelle società cui partecipano al capitale (<sup>127</sup>). Non si tratta dunque di investitori qualificati restii ad assumersi per un certo periodo di tempo il rischio dell'investimento anche attraverso un coinvolgimento nella gestione strategica della società.

Non sembra dunque che le critiche radicali portate a questa disposizione abbiano colpito nel segno con particolare riferimento alla previsione di un *holding period* (<sup>128</sup>) e, soprattutto, se si considera che, oltre alla *Rule 144*, è prevista proprio per soddisfare le esigenze di liquidità degli investitori professionali la *Rule 144A* che, come a breve si vedrà, permette di trovare un punto di equilibrio tra protezione dell'investitore, flessibilità per l'emittente, liquidità del mercato e promozione della massima (possibile) efficienza informativa (e quindi tendenzialmente allocativa) del mercato mobiliare.

È il caso poi di soggiungere che studi empirici (<sup>129</sup>) hanno rilevato come la decisione di vendere le *restricted securities* una volta trascorso l'*holding period* non inci-

---

<sup>126</sup> Del resto è la stessa autrice a ricordare che dal 1980 l'*industry* del *Venture Capital* si è raddoppiata. Mentre in altri paesi ove una simile regola non era presente, non vi è stato un simile sviluppo.

<sup>127</sup> Cfr. GANOR (2007), 1456

<sup>128</sup> Tant'è che tutte le critiche più persuasive portate da GANOR nel suo articolo hanno ad oggetto la disciplina delle *selling volume restrictions* che oggi sono applicabili solo alle *control securities* (la critica dell'A. rimane attuale solo nella misura in cui le partecipazioni al capitale di un *venture capitalist* possano dare luogo ad una vera e propria situazione di *control*, circostanza di cui è lecito dubitare).

<sup>129</sup> Inspiegabilmente ignorati da Ganor, visto che si tratta di studi piuttosto risalenti. v. OSBORNE (1982), 505.

da negativamente sul prezzo delle stesse: il mercato non attribuisce a chi vende un vantaggio informativo, quantomeno alla fine dell'*holding period*.

L'esame della prassi (<sup>130</sup>) può fornire un'ulteriore precisazione in senso parzialmente contrario ad un intervento demolitorio che abbia ad oggetto l'*holding period*. In particolare, sono molto diffusi nella prassi delle emissioni nel mercato primario i c.d. accordi di *lock-up* che intercorrono tra emittente e intermediari *underwriters* (<sup>131</sup>) in cui, al fine di stabilizzare il mercato secondario degli strumenti emessi, questi ultimi si impegnano a mantenerli in portafoglio (in genere) per almeno sei mesi.

Bisogna chiedersi allora se, nelle ipotesi in cui nella prassi, tanto delle emissioni al pubblico quanto delle emissioni private, tali accordi non vi siano ciò sia il risultato di una regola efficiente ovvero se vi siano una serie di costi di transazione e di interessi confliggenti (<sup>132</sup>) con quello del mercato tali da far sì che *underwriters* (e intermediari incaricati del collocamento, ove non coincidenti) riversino sul risparmio inconsapevole (e disinformato, nell'ipotesi di *private placement*) il rischio dell'investimento. Una possibile spiegazione potrebbe allora giustificare la previsione di un *holding period* come una attività di *market mimicking* desiderabile (<sup>133</sup>) invece di bollarla come un irrazionale esercizio del potere legislativo.

Occorre, infine, prendere in considerazione un'ulteriore *ratio* dell'*holding period* ipotizzata in uno studio (<sup>134</sup>) sulla *section 16 SEA* che pone un divieto di ricavare pro-

---

<sup>130</sup> Di tale prassi dà notizia la stessa GANOR (2007), 1479-1481 nell'intento però di dimostrare come le forze di mercato siano in grado produrre da sole un sistema di regole efficienti.

<sup>131</sup> Per una prima informazione v. <http://www.sec.gov/answers/lockup.htm>

<sup>132</sup> Un'altra prospettiva sul punto è offerta da GANOR (2007), 1480-1481 laddove mette in relazione la consuetudine degli *underwriter* di fissare un prezzo più basso di quello di mercato per le IPO di successo (nel caso in cui venga utilizzato il metodo del *bookbuilding*) in modo da favorire alcuni fortunati clienti con cui l'impresa d'investimento ha l'interesse a mantenere buoni rapporti. L'accordo di *lock-up* permetterebbe a questi ultimi di monetizzare immediatamente il vantaggio di aver sottoscritto ad un prezzo più basso, senza che sul mercato vengano introdotte le *securities* sottoscritte e mantenute, in forza dell'accordo di *lock-up*, da parte degli *underwriters*. Tale considerazione, pur essendo verosimile, non è però sempre valida dal momento che l'IPO può avvenire anche con il metodo della *dutch auction* riducendo così il fenomeno dell'*underpricing*; inoltre, non è detto che vi sia sempre un accordo di *firm commitment underwriting* cui in genere sono legati gli accordi di *lock-up*. Ancora diverse sono le considerazioni da fare se oltre alla *rule 144* si tiene presente come opera la *rule 144A*.

<sup>133</sup> In quest'ottica tuttavia risulta difficile spiegare il perché l'*holding period* sia fissato dalla SEC in 6 mesi e 1 anno, senza la possibilità di un *opt out*.

<sup>134</sup> v. TAYLOR (1997), 1335-1337.

fitti nell'ipotesi di operazioni sul mercato da parte di *insiders* compiute nell'arco di sei mesi: in quest'ottica viene evidenziato come la disposizione di un *holding period* finisca con l'averne una funzione analoga, impedendo agli *insiders* (gli *affiliates*) e a chi ha acquistato in un *private placement* (magari sulla base di informazioni ulteriori rispetto a quelle diffuse sul mercato) di approfittarne rivendendo immediatamente gli strumenti finanziari (<sup>135</sup>).

### 5.3 Il "mercato" delle *unregistered securities*: la Rule 144A. Struttura e funzione della disposizione. Profili oggettivi della fattispecie.

Il quadro della disciplina secondaria relativa alla circolazione di *securities* non registrate presso la SEC non sarebbe completo senza l'approfondimento di una delle disposizioni che ha riscosso grande interesse della pratica e, di conseguenza, dei teorici.

Si vuole fare naturalmente riferimento alla già menzionata *Rule 144A* (<sup>136</sup>) che introduce una nuova e peculiare ipotesi di *safe harbor* rispetto all'obbligo di registrazione di cui alla sec. 5 SA relativamente ad operazioni nel mercato secondario (<sup>137</sup>).

<sup>135</sup> Cfr. TAYLOR (1997), 1336: "Although the adoptive release for Rule 144 does not specify the restriction of insider trading as one of the rule's purposes, it does include the prevention of fraud, and the rule's effect is in some ways similar to that of section 16(b). Rule 144 requires that restricted securities, or any securities sold by affiliates, be held for at least one year. Even after the holding period is satisfied, the securities may be sold only in quantities unlikely to affect the market price until they have been held for at least two years, at which time nonaffiliates may sell without regard to volume limitations.

These holding period and "trickle-out" provisions, even if not enacted for the same reasons, are likely to mirror some of the consequences of section 16's six-month profit prohibition. They should also create some of the same incentive effects as section 16(b). Insiders who must hold their securities for a significant period and who, thus, cannot sell them into the market quickly have an increased incentive to work for the longterm profitability of their company. The sales restrictions are also likely to diminish trading based on nonpublic information whose value is limited in time because they limit insiders' abilities to time their sales".

<sup>136</sup> 17 CFR 230.144A. Cfr per la storia della disposizione il primo proposing release Securities Act Release No. 6806, 53 FR 44016 (Oct 25, 1988) e l'adopting release Securities Act Release No. 6862, 55 FR 17933 (Apr. 23 1990).

In dottrina si veda: SJOSTROM (2008), *passim*; HOWELL (2007), 199; KOKKALENIOS (1992), 179; TESTY (1990), 233; SCHWIEGER (2008), 885

<sup>137</sup> La grande diffusione dell'impiego di tale *rule* (su cui v. *infra*) è invalsa la prassi di chiamare l'intera operazione "*144A offering*" anche se, a rigore, il *safe harbor* opera solo per le operazioni compiute nel mercato secondario. Dal punto di vista pratico, infatti, gli emittenti utilizzano, ai fini dell'emissione verso una banca d'investimento, la *Rule 506* della *Regulation D* e poi la stessa banca

In particolare, ai sensi della *Rule* 144A(b) ogni persona diversa da un emittente o da un *dealer* (<sup>138</sup>) che rivende degli strumenti finanziari, rispettando i requisiti che tra poco si illustreranno, non può essere considerata un *underwriter* ai fini della sec. 4(2) SA ed è, pertanto, esonerata dagli obblighi di verifica e diffusione delle informazioni relative all'emittente.

Sono ovviamente le condizioni che devono essere soddisfatte, affinché operi il *safe harbor*, a destare particolare interesse. Si ritiene infatti che lo scopo principale della rule (<sup>139</sup>) consista nel risolvere il problema dell'illiquidità delle *unregistered securities* attraverso lo sviluppo di meccanismi di mercato che coinvolgano i soli investitori professionali particolarmente qualificati, vale a dire quelli in grado di valutare correttamente i rischi connessi agli investimenti e, perciò, interessati allo sviluppo di un mercato secondario relativo ad emissioni effettuate mediante *private placements*.

La tutela dell'investitore *retail* è ancora una volta solo indiretta, ma decisamente efficace: si tutela il risparmiatore impedendogli *tout court* di accedere, almeno direttamente, al mercato.

Per ottenere un simile risultato la SEC ha posto alcuni requisiti di carattere tanto oggettivo che soggettivo: sotto quest'ultimo profilo si è ristretto l'accesso a tale mercato ai soli *Qualified Institutional Buyers* (QIB) [cfr. *Rule* 144A(d)(1)] soggetti che, come si vedrà nel prossimo paragrafo, offrono particolari garanzie di capacità nei mercati finanziari.

Viceversa, dal punto di vista oggettivo, la *Rule* 144A(d)(3)(i) richiede che le *securities* oggetto delle operazioni non siano, al momento dell'emissione, della stessa tipologia (<sup>140</sup>) di altre già emesse e quotate in mercati regolamentati o in sistemi di

---

si avvarrà della *Rule* 144A per diffondere le *securities* presso gli investitori professionali [Cfr. CHOI-PRITCHARD (2005), 660-661].

<sup>138</sup> Per gli intermediari che operano in conto proprio, e dunque possono essere considerati *dealers*, rileva la *Rule* 144A(c) che precisa come il rispetto delle norme di cui alla *Rule* 144A significa non solo non poter essere considerati *underwriters*, ma anche non essere considerati "*partecipant in a distribution of securities*" ai sensi della sec. 4(3) SA.

<sup>139</sup> Tale scopo è esplicitato nell'*adopting release* (v. Securities Act Release No. 6862 (1990), 8) e un primo, pur sfortunato, tentativo di darvi seguito è costituito dal mercato PORTAL istituito da NASD che già nello stesso anno di emanazione della *Rule* 144A sarebbe potuto essere operativo v. Exchange Act Release No. 27956, 1990 SEC LEXIS 815 (1990)

<sup>140</sup> La valutazione della similitudine tra *securities* è condotta mediante criteri sostanziali che valu-

quotazione organizzati da intermediari professionali (<sup>141</sup>). Si parla in questi casi di *non-fungibility* (<sup>142</sup>), in quanto gli strumenti finanziari per godere dell'*exemption* non potranno essere appunto fungibili rispetto a quelli già quotati dell'emittente (<sup>143</sup>). La logica sottostante alla regola è quella di evitare *side-by-side public and private markets*, ossia un potenziale effetto drenante dei mercati privati a svantaggio del mercato del pubblico dei risparmiatori (<sup>144</sup>) che è quello raggiunge il maggior grado di efficienza allocativa in quanto garantisce maggiormente la fiducia dei risparmiatori.

---

tano la similitudine del fascio di diritti incorporati nella *security*. V. per riferimenti ai criteri applicabili nell'ipotesi di *common equity*, *preferred equity*, *debt* e *convertible securities* Securities Act Release No. 6862 (1990), 13-14

<sup>141</sup> Si tratta ad es. del NYSE, del NASDAQ, dell'*American Stock Exchange*. Può trattarsi invece di *securities* quotate nel OTC *Bulletin Board* o nel *Pink Sheets* in quanto si tratta di organismi di quotazione che non possono essere qualificati né alla stregua di *exchanges*, né alla stregua di *automated inter-dealer quotation systems*. Cfr. SJOSTROM (2008), 23 (dattiloscritto su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com))

<sup>142</sup> Cfr. CHOI-PRITCHARD (2005), 663.

<sup>143</sup> Per ragioni di certezza è poi previsto che a rilevare sia la data di emissione e non la data della rivendita delle *securities*. Non è quindi impedito l'uso del *safe harbor*, ai sensi della *Rule 144A*, nell'ipotesi in cui la quotazione sia avvenuta dopo il *private placement*.

<sup>144</sup> Preoccupazione avanzata alla SEC dai commentatori nel Securities Act Release No. 6806, 53 FR 44016 (Oct. 25, 1988) che almeno inizialmente non era stata presa in considerazione dalla SEC sulla base della considerazione che i vantaggi di una diffusione presso il pubblico dei titoli erano tali in termini di liquidità, spessore e (minore) volatilità che era difficile pensare ad una simile concorrenza tra mercati. Rileva l'effetto paradossale di una simile scelta COFFEE (1995), 1178: "Surprisingly, small non-reporting U.S. firms and foreign issuers can use Rule 144A, but not domestic companies that have a similar class of equity securities listed on a stock exchange or NASDAQ. Known as the "fungibility" exclusion, this rule has the paradoxical effect of permitting secondary trading among QIBs in non-public companies, about whom there is little current information publicly available, but precluding such trading in cases where precisely such information is available. On its face this seems backward: Securities in a high-risk venture capital company can today freely trade among QIBs, but not the common stock of IBM, G.M. or AT&T. Liberalized secondary trading of restricted securities seems most appropriate in the case of seasoned companies about whom abundant information is publicly available". Una simile scelta apparentemente non del tutto razionale è secondo l'A. (p. 1178-1179) da ricondurre a motivi di public Choice theory: "The SEC has taken this contrary and illogical position basically because the SEC fears the creation of shadow private markets in which securities that are also traded in public would trade at lower prices. Politically, it could embarrass the SEC if a class of securities could be purchased by QIBs at a lower price in private markets than the public investor could buy in the public markets. Allegations might then be raised of favoritism. Also, the stock exchanges, a powerful interest group, opposed extending Rule 144A to publicly traded securities for fear of losing illiquidity in transactions from their markets. Thus, to protect itself, the SEC made Rule 144A available only for securities that do not trade in public markets. This restriction prevents arbitrage between these two markets with institutions buying low in private markets and reselling high in public ones". Per ulteriori critiche al requisito della *fungibility* v. TESTY (1990), 264.

### 5.3.1. segue. I profili soggettivi: i *qualified institutional buyers* (QIBs).

La possibilità di dare vita ad un mercato secondario delle *unregistered securities* è legata, come già accennato, alle caratteristiche soggettive di coloro che, a mente della *Rule 144A*, possono accedervi. La SEC ha scelto di tutelare i risparmiatori impedendo loro di accedere ad un mercato secondario la cui liquidità è incerta e in cui l'efficienza informativa dipende, in misura maggiore rispetto al mercato dei titoli quotati, dalla capacità di informarsi dell'investitore stesso. Ma la scelta della SEC, a ben vedere, è caratterizzata da una maggiore coerenza con il *needs test* elaborato dalla Corte Suprema in *Ralston Purina (v. supra)* rispetto a quanto è stato fatto attraverso la nozione di *accredited investor* nella *Regulation D*.

La circolazione delle *restricted securities* può, dunque, avvenire solo tra *Qualified Institutional Buyers* (QIBs) <sup>(145)</sup>, nozione, definita dalla *Rule 144A(a)(1)*, che comprende tutti gli investitori ritenuti "professionali" sulla base di criteri sia qualitativi che quantitativi <sup>(146)</sup>. In particolare, costituiscono QIBs: a) Le banche e le *savings and loan associations* <sup>(147)</sup> il cui investimento complessivo in *securities* sia pari almeno a \$ 100 milioni e che dispongano di un patrimonio netto di almeno \$ 25 milioni che risulti dai più recenti conti annuali sottoposti a revisione contabile <sup>(148)</sup> [cfr. *Rule*

<sup>145</sup> È poi previsto con lo scopo di tutelare l'affidamento del venditore che non costituisce violazione della *Rule 144A* l'aver rivenduto le *securities* ad un soggetto che in buona fede si riteneva essere un *Qualified Institutional Buyer* cfr. *Rule 144(d)(1)*.

<sup>146</sup> Una critica di tali criteri in CHOI (2000), 305-307.

<sup>147</sup> Rispettivamente definite alla sec. 3(a)(2) e 3(a)(5)(A) del SA

<sup>148</sup> La ragione di questo duplice requisito è ben spiegata dalla SEC nell'adopting release *Securities Act Release No. 6862*, cit., 17: "As federally-insured depository institutions, domestic banks and savings and loans are able to purchase securities with funds representing deposits of their customers. These deposits are backed by federal insurance funds administered by the Federal Deposit Insurance Corporation ("FDIC"). In light of this government support, these financial institutions are able to purchase securities without placing themselves at risk to the same extent as other types of institutions. In this respect, banks and savings and loans effectively are able to purchase securities using public funds. Therefore, the amount of securities owned by a bank or savings and loan institution may not, on its own, be a sufficient measure of such institution's size and investment sophistication, and *Rule 144A* is intended to cover only resales to institutions that are sophisticated securities investors. A combined securities ownership and net worth test would appear to be a better measure of sophistication for banks and savings and loan institutions".

Interessante dunque la considerazione che dimostra la consapevolezza della SEC sul problema del moral hazard che può caratterizzare le istituzioni finanziarie ove non sopportino completa-

144A(a)(1)(vi)]; b) le compagnie di assicurazione, le *investment companies*, i fondi, le *corporations* e le *partnerships* che abbiano investito in *securities* una cifra almeno pari a \$ 100 milioni (<sup>149</sup>); c) gli intermediari (*broker-dealers*) registrati ai sensi della sec. 15 SEA che agiscono in nome proprio e per conto proprio o di altri QIBs che investono in strumenti finanziari almeno \$ 10 milioni (<sup>150</sup>) [cfr. *Rule* 144A(a)(1)(ii) e (iii)].

La SEC (<sup>151</sup>) ha permesso una notevole semplificazione nella verifica della qualifica di QIB, ammettendo la possibilità che imprese private [oggi Dealogic e Communicator Inc. (<sup>152</sup>)] raccogliessero le certificazioni comprovanti tale status e diffondessero la lista degli operatori che hanno rilasciato la certificazione. Gli operatori possono dunque porre un ragionevole affidamento sulle risultanze della lista, il cui aggiornamento è garantito dalla società che raccoglie le informazioni, ed evitare così di violare i requisiti soggettivi della *Rule* 144A.

Si è dunque escluso l'accesso al mercato secondario di tali *securities* agli investitori persone fisiche, benché esperti di finanza o benestanti che pure possono sottoscrivere emissioni effettuate nell'alveo della *Regulation D*. Si tratta, a ben vedere, di un'incoerenza solo parziale dal momento che, nella maggior parte dei casi, la creazione di un mercato secondario per le proprie *securities* è nello stesso interesse dell'emittente che predisporrà, pertanto, l'operazione di emissione già nell'ottica di (far) rispettare le previsioni della *Rule* 144A. Ci si può invece interrogare più a fondo

---

mente i rischi assunti. Problema che si è rivelato in modo drammatico nella recentissima crisi finanziaria.

<sup>149</sup> In tale somma vanno escluse le partecipazioni negli enti che possono essere considerati affiliates (controllanti, controllate o società sorelle).

<sup>150</sup> La giustificazione di una soglia così inferiore rispetto a quella richiesta per gli altri QIBs è esplicitata nell'adopting release (Securities Act Release No. 6862, cit., 21 ss.) ove si spiega che una soglia pari a quella richiesta per gli altri investitori professionali avrebbe tagliato fuori dal mercato un numero eccessivo di intermediari, con il che si sarebbe ridotta la (potenziale) efficienza di tale mercato, dal momento che anche in un mercato di investitori professionali non è inutile la protezione offerta dalla disciplina dell'intermediazione finanziaria (da noi, prestazione dei servizi di investimento) [cfr. Securities and Exchange Act Release No. 27018 (July 11, 1989), 54 FR 30087, 30090]. In sostanza si ritiene che gli intermediari (dealers) possano disporre di un sufficiente grado di professionalità pur non disponendo di un patrimonio investito ingentissimo alla luce dello specifico settore di attività in cui operano (si potrebbe dire, oggetto sociale) e del ruolo da essi svolto nel mercato mobiliare.

<sup>151</sup> V. CommScan LLC, SEC No Action Letter, 1999 WL 46707 (Feb 3, 1999); Communicator Inc., SEC No Action Letter, 2002 WL 31626913 (Sept. 20, 2002) <http://sec.gov/divisions/corpfm/cf-noaction/communicat092002.htm>

<sup>152</sup> Come riferisce SJOSTROM (2008), 23 (dattiloscritto).

sul motivo di escludere *per se* tutte le persone fisiche, senza ammettere una verifica delle capacità finanziarie o di assorbire i rischi di mercato (<sup>153</sup>): la *ratio* potrebbe essere individuata nella necessità che al mercato delle *securities* non acceda direttamente il “risparmio” (anche se consapevole), ma solo l’*investimento* professionale, organizzato mediante modalità imprenditoriali e, quindi, meno soggetto a quei *bias* che pure inficiano la razionalità degli investitori più qualificati, ma non organizzati in forma collettiva. Inoltre, è evidente l’intento della SEC di mantenere fermo lo scalino normativo tra emissioni private ed emissioni registrate, le uniche che possono raggiungere il pubblico risparmio.

---

<sup>153</sup> In dottrina si è proposto da più parti l’inclusione nel mercato degli *accredited investors*: cfr. in questo senso TESTY (1990), 260; SEIDMAN (1991), testo in corrispondenza note 132-149; SJOTSTROM (2008), 42-43 (dattiloscritto) il quale supporta una riforma in senso più liberale citando però un autore che, a ben vedere, si pone in una ben diversa ottica: v. infatti lo scetticismo di CHOI (2000), 310-311 sulle tradizionali definizioni: “*Where the present regime does recognize differences among investors, regulators often employ wealth-and income-based proxies for sophistication. For example, Regulation D of the Securities Act employs the notion of “accredited investors,” defined in part by net worth and income. Similarly, Rule 144A’s qualified institutional buyer concept depends on institutional status and the amount of net assets. These proxies, however, are both under-and overinclusive in their reach. The definition of an accredited investor, for example, may treat otherwise financially sophisticated investors as nonaccredited, while treating financial neophytes as accredited. In response to the inadequacy of wealth-based proxies, commentators have listed alternative criteria to discern among different levels of investor sophistication. Regulators, for example, may look to education, years of investment experience, and the types of trades which an investor transacts, among other factors. None of these criteria, however, perfectly separates investors. For example, even investors with extensive investment experience may be unsophisticated. Conversely, investors who fail to meet any objective criteria of sophistication may nevertheless possess good financial expertise and perform well in the market*”. L’A. propone, viceversa, una “patente” per l’investitore che non abbia il vano scopo di stabilire in generale il suo grado di esperienza, bensì:” *What matters is not general investor sophistication, but rather investors’ ability to recognize and properly assess alternative sources of investor protection. Therefore, instead of utilizing wealth or trading experience, an investor classification system should target investor knowledge of different market participants. In particular, regulators should test investor knowledge of the function of different market participants, the risks they pose, and available investor protections. For example, regulators might require an investor applying for an issuer-level license to demonstrate detailed knowledge of different issuers in the market, the business of these issuers, and available investor protections. Similarly, for an intermediary-level license, regulators might require an investor to display familiarity with the role of different types of intermediaries and possible investor protection devices that intermediaries offer*”.

Da ultimo v. le interessanti considerazioni di LANGEVOORT (2009), 1059 il quale evidenzia come la possibilità di coinvolgere nel mercato secondario i soli QIBs determini l’impossibilità di utilizzare le 144A securities come contropartita nelle ipotesi di acquisizione (il che costituisce uno dei motivi dell’impossibilità che il mercato istituzionale superi quello pubblico).

5.3.2. segue. *La disciplina. Gli obblighi formali e gli oneri informativi. La diffusione “spontanea” di informazioni sul mercato e l’opportunità di prevedere obblighi informativi in via imperativa. Il problema del divieto di sollecitare.*

La disciplina riguardante la circolazione delle *securities* è tanto scarna quanto interessante. In primo luogo, viene richiesto al venditore di informare <sup>(154)</sup> l’acquirente sulla qualità degli strumenti finanziari offerti [cfr. *Rule 144A(d)(2)*]; in particolare, si ritiene che tale obbligo debba essere assolto mediante l’apposizione sul supporto cartaceo dello strumento finanziario di un’annotazione <sup>(155)</sup> in cui si menziona lo status di *restricted security* (v. *supra*). Nell’ipotesi di strumenti dematerializzati <sup>(156)</sup> sarà invece opportuno che l’emittente acquisisca un numero identificativo CUSIP <sup>(157)</sup> che permetterà, tra le altre cose, di identificare in ogni momento lo status delle *securities* e quindi quale sia la disciplina della relativa circolazione. Un ulteriore elemento che andrà poi considerato è l’inserimento di tale indicazione nella *offering circular* predisposta in sede di emissione.

Giova poi sottolineare che la *Rule* in esame, a differenza della *Rule 502* della *Regulation D*, non pone alcun limite alle modalità di vendita e di promozione dell’offerta: vi è posto solo per il già analizzato requisito che solo ad investitori professionali particolarmente qualificati è consentito acquistare le *securities*. Il che con-

<sup>154</sup> La regola usa un linguaggio meno diretto: “The seller (...) takes reasonable steps to censure that the purchaser is aware (...)”.

<sup>155</sup> In questo senso in modo perentorio CHOI-PRITCHARD (2005), 662.

<sup>156</sup> La disciplina della circolazione delle *securities* indipendentemente dalla consegna della *char-tula* è stata particolarmente travagliata negli Stati Uniti. Infatti, nel corso degli anni 60 a fronte di un’impossibilità per gli operatori di gestire il volume di scambi (c.d. *paperwork crunch*) la *securities industry* reagì creando un sistema di detenzione indiretta mediante il deposito presso un *trustee* (la *Depository Trust Company*) che attraverso annotazioni contabili permettessero il trasferimento degli strumenti finanziari (il sistema non differisce in modo significativo, nel meccanismo, dal nostro sistema di gestione accentrata, per cui gli intermediari accendono un conto presso DTC). Tale sistema si pose inizialmente in alternativa a quello delineato dalla Section 8 del UCC che subì nel 1994 un ulteriore *restyling* volto a recepire nella disposizione il meccanismo delineato dalla prassi. Sul punto v. nella dottrina italiana SCIMEMI (2005), 398 nt. 14 e 399.

<sup>157</sup> Acronimo che sta per *Committee on Uniform Security Identification Procedures* (cioè il l’ente – controllato da Standard & Poor’s - che si occupa di assegnare e di gestire il sistema uniforme per identificare ogni strumento finanziario) ma che identifica nel gergo anche il numero che identifica ogni strumento finanziario e che permette con rapidità e certezza di conoscere lo status di *restricted* delle *securities*. Per maggiori informazioni v. [www.cusip.com](http://www.cusip.com); <http://www.sec.gov/answers/cusip.htm> .

ferma la debolezza dei vincoli che hanno ad oggetto le modalità d'offerta, soprattutto se gli stessi non sono affiancati da ulteriori regole dirette a proteggere in modo efficace gli investitori.

Ultimo requisito richiesto è la diffusione di alcune informazioni (attuali) sull'emittente (<sup>158</sup>). Anche in questo caso, come nell'ipotesi del requisito dell'*adequate current information* nella *Rule* 144, sono ritenute sufficienti [cfr. *Rule* 144A(d)(4)(i)] le informazioni che le *reporting companies* diffondono ai sensi della sec. 13 o 15(d) SEA (<sup>159</sup>).

Per quanto riguarda gli emittenti che non diffondono già informazioni sul mercato, è invece richiesto che il titolare delle *securities*, così come colui che intenda acquistarle dal primo, abbiano il diritto di ottenere dall'emittente alcune basilari informazioni tra cui l'indicazione dell'attività svolta dall'impresa e le informazioni contabili più recenti, ma anche quelle relative ai due esercizi precedenti sottoposti a controllo ove possibile (<sup>160</sup>). Da queste brevi considerazioni appare evidente l'intenzione della SEC

---

<sup>158</sup> V. infra in nota, per le considerazioni del commissario Fleischman sull'interrelazione tra attualità dell'informazione e potenziale responsabilità ai sensi della *Rule* 10b5.

<sup>159</sup> Per un cenno sul contenuto di tali regole e ulteriori riferimenti v. § 5.2.1 del presente capitolo.

<sup>160</sup> V. però nell'*adopting release* [Securities Act Release No. 6862 (1990), 84 s. le considerazioni dissenzienti del commissario Fleischman scettico sul requisito della diffusione delle informazioni che nell'ottica del commissario è un'imposizione inutile e dannosa (soprattutto per le "*emerging growth companies*") per quattro ordini di ragioni di cui è opportuno tenere conto: a) in primo luogo, la diffusione di informazioni in un mercato di investitori professionali contrasta con il *needs test* elaborato in *Ralston Purina*, in quanto tale categoria di investitori non è solo in grado di valutare le informazioni, ma è altresì in grado di estrarre le informazioni vuoi dall'emittente, vuoi dal venditore, vuoi da altre fonti; b) si contesta poi l'utilità e la praticabilità di una regola che consente di fermare l'esecuzione di un'operazione all'acquirente che richieda le informazioni sull'emittente; c) l'obbligo di diffondere le informazioni pone l'emittente e il venditore in un "*liability-pregnant status*" (Id, p. 90) dal momento che, se è vero che l'informazione richiesta riguarda dati che si riferiscono prevalentemente al passato, non è improbabile che attraverso la *Rule* 10b5 non sia possibile ritenere che tali dati vadano aggiornati con tutte le informazioni *material*; d) infine lo stesso commissario rileva (a p. 93-94): "*Accredited investors, including institutions demonstrating five million dollars in total assets of any kind, may invest in primary private placements without any information at all -- and the Commission's exemptive rules are not offended. Individual investors, demonstrating no more assets than needed for the particular transaction, may purchase privately-placed securities without any information at all once those securities have been held by a non-issuer-affiliated placee, accredited or not, for three years after the placement -- and the Commission's exemption rules are not offended. But this Commission now requires qualified institutional buyers, demonstrating at least \$100,000,000 in securities owned or managed, to be contractually entitled to receive 15c2-11-type information from non-public domestic issuers or the safe harbor rule will not encompass their sellers' participation in resale transactions in the securities of those issuers. How supremely inconsistent!*"

<sup>(161)</sup> di non imporre oneri eccessivi sui *non-reporting issuers* cui si vuole fornire un ulteriore, interessante strumento per il finanziamento dell'attività d'impresa.

Il che è di particolare interesse perché permette, in primo luogo, di comprendere più a fondo quali siano, per gli emittenti, gli incentivi a diffondere le informazioni sul mercato e, di conseguenza, di chiedersi anche se, e in che misura, sia necessario che la legge preveda obblighi in capo agli emittenti aventi ad oggetto la diffusione di informazioni sul mercato.

Un buon punto di partenza per la riflessione è costituito dal seguente esempio <sup>(162)</sup>: un emittente, una volta diffuse sul mercato degli investitori professionali (QIBs) le proprie *securities* mediante una *Rule 144A offering*, potrebbe anche rifiutarsi di informare il “pubblico” dei QIBs e quindi impedire a chi detenga le *securities* di alienarle senza un procedimento di registrazione (il che equivale ad un sostanziale divieto di alienazione): l'unica sanzione prevista dalla legge è infatti la disapplicazione della *Rule 144A* che però si occupa solo della circolazione nel mercato secondario delle *securities*. Invero, v'è da chiedersi quanto sia realistico un simile comportamento, dal momento che il mercato sarebbe in grado di scontare, già nella fase di emissione, l'illiquidità degli strumenti finanziari emessi. In tal modo si spiega il perché sia frequente la previsione di obblighi contrattuali di informazione in ossequio alla *Rule 144A*: un simile impegno è proprio nell'interesse dello stesso soggetto che lo assume, vale a dire l'emittente che, in assenza, dovrebbe rinunciare a parte di ciò che incamera al momento dell'emissione dei titoli.

---

<sup>161</sup> Securities Act Release No. 6862, cit., 37-38: “The Commission does not believe that the limited information requirement should impose a significant burden on those issuers subject to the requirement. Many foreign issuers that will be subject to the requirement, which were the focus of the commenters' concern, will have securities traded in established offshore markets, and already will have made the required information publicly available in such markets. Even for domestic issuers, the required information represents only a portion of that which would be necessary before a U.S. broker or dealer could submit for publication a quotation for the securities of such an issuer in a quotation medium in the United States. The Commission expects that the kinds of information commonly furnished under Rule 12g3-2(b) by foreign private issuers almost invariably would satisfy the information requirement and that foreign private issuers who wish their securities to be Rule 144A-eligible will simply obtain a Rule 12g3-2(b) exemption on a voluntary basis. Financial statements meeting the timing requirements of the issuer's home country or principal trading markets would be considered sufficiently current for purposes of the information requirement of the Rule”.

<sup>162</sup> Tratto da CHOI-PRITCHARD (2005), 664.

Inoltre, tornando al tenore letterale della *Rule*, non si può certo ritenere che quelle scarse informazioni siano sufficienti a soddisfare il bisogno di informazione dei QIBs: ciò è del resto dimostrato dai contenuti, spesso molto analitici, delle *offering circulars* (<sup>163</sup>).

Sebbene vi ciò costituisca tutt'ora un dubbio fra i pratici (<sup>164</sup>), dal punto di vista lessicale, sarebbe da escludere che la *Rule* 144A vieti, come invece fa la *Regulation D*, di sollecitare mediante tecniche pubblicitarie, o comunque aggressive, il pubblico degli investitori professionali. Ma è proprio tale dubbio che ha determinato il singolare divieto per chi accede a PORTAL (v. prossimo paragrafo) di diffondere le quotazioni (<sup>165</sup>).

Appare ora opportuno approfondire i motivi del successo nella prassi recente delle emissioni effettuate in ossequio alla *Rule* 144A, non solo tra gli emittenti esteri come originariamente il regolatore americano si aspettava.

### 5.3.3 Profili pratici della *Rule* 144A: la potenziale diffusione dei mercati per QIB (in particolare PORTAL).

Si è già detto come la funzione principale della *Rule* 144A fosse la promozione, tra gli investitori professionali, di un mercato secondario per le *unregistered securities*, occorre ora vedere se tale scopo sia rimasto solo nelle declamazioni della SEC, ovvero vi sia (o vi potrà essere) uno sviluppo di tali mercati tale addirittura da consentire di una, sia pur tendenziale, efficienza degli stessi.

Prendendo le mosse dalla ricostruzione storica, non si può certo definire un successo il primo lustro successivo all'emanazione della disposizione. Infatti, benché NASD avesse dato immediatamente vita alla struttura di mercato PORTAL (<sup>166</sup>) que-

---

<sup>163</sup> Le cause promosse dagli acquirenti conseguenti alla crisi dei subprime, laddove i CDO fossero collocati attraverso 144A offerings, saranno probabilmente promosse sulla base dei diritti contrattuali o della violazione degli obblighi informativi nell'ambito della disciplina dell'attività dei brokers-dealers. V. sul punto BETHEL – FERREL – HU (2008), 29 s.

<sup>164</sup> Lo segnala SCHWIEGER (2008), 898-899 che cita HANKS (1990) la quale riporta l'opinione di un autorevole membro della SEC. Nel senso che sussiste il divieto v. HOWELL (2008), 207; SCOTT (2005), 74

<sup>165</sup> V. SCHWIEGER (2008), 899 nt. 85

<sup>166</sup> Vedi una descrizione dettagliata delle regole fondamentali che caratterizzava tale sistema di

sta non riscosse il successo sperato tra gli operatori (<sup>167</sup>).

Col trascorrere degli anni, divenne sempre più comune l'emissione, attraverso un *private placement* (<sup>168</sup>), da parte di emittenti americani quotati di *debt securities* destinate a circolare in ossequio alla *Rule 144A* (<sup>169</sup>); viceversa, l'impiego delle emissioni 144A stentava a decollare per gli strumenti di *equity*, dal momento che il requisito della *non-fungibility* impediva questo genere di operazioni per gli emittenti che avessero già quotato le proprie azioni (<sup>170</sup>).

Diverso è stato il caso degli emittenti stranieri (<sup>171</sup>), che grazie alle *Rule 144A offerings* sono riusciti ad accedere al mercato dei capitali americano (tanto di *debt* quanto di *equity*) senza dover sopportare i sempre più onerosi obblighi informativi (e connessi rischi di responsabilità) collegati alla quotazione delle *securities* (<sup>172</sup>).

Ma la situazione si è evoluta negli ultimi anni (<sup>173</sup>): l'incremento nei volumi collo-

scambi in Exchange Act Release No. 27956, 1990 SEC LEXIS 815 (1990).

<sup>167</sup> Per delle considerazioni "a caldo" v. SEIDMAN (1991), 346; da ultimo, v. SCHWIEGER (2008), 900 nt. 90 in cui afferma che inizialmente furono solo 72 i QIBs ad iscriversi, quando potenzialmente avrebbero potuto essere 3300. Cfr. inoltre Exchange Act Release No. 56172, 2007 SEC LEXIS 1714, p. 4 (2007) per l'indicazione che l'insuccesso di PORTAL è probabilmente da ricondurre, oltre che all'utilizzo di una tecnologia informatica inefficiente, all'imposizione di obblighi di informare il mercato relativamente ad ogni operazione.

<sup>168</sup> La crescita delle emissioni private era già stata impetuosa nel corso degli anni '80 come afferma TESTY (1990), 233 la quale riporta un passaggio da \$70miliardi nel 1985 a \$202miliardi nel 1988. Tanto è vero che un autorevolissimo studioso di finanza aveva parlato di *eclipse of the public corporation* [cfr. JENSEN, (1989), 1 s.]

Per una prospettiva analoga volta ad analizzare i rapporti tra *Rule 144A* e globalizzazione dei mercati v. il recente contributo di Howell (2008), 199.

<sup>169</sup> V. da ultimo ZINGALES (2009), 16-17

<sup>170</sup> Per alcuni dati sulle dimensioni del mercato delle *144A offerings* v. ACKERT-RAMIREZ (2005), 5 i quali mettono in luce come nel periodo che va dal 1991 al 2002 vi è stata una crescita complessiva del 1.549 % (da \$ 16 a \$ 253 miliardi).

<sup>171</sup> Le emissioni via *Rule 144A* da parte di imprese straniere hanno costituito il 30% del totale come ricordano COX-HILLMAN-LANGEVOORT (2004), 372. Per ulteriori dati v. HOWELL (2008), 215-216.

<sup>172</sup> Il successo della *Rule 144A* tra gli emittenti stranieri è già testimoniato dalla note di Kokkalenios (1992), 179, 188 e cfr. 184-186 per una conferma del ruolo svolto dalla *Rule 144A* per attrarre in USA capitale straniero. Per ulteriori dati e conferme da studi di finanza v. ACKERT-RAMIREZ (2005), 6-8 cui adde ZINGALES (2009), 17 per la considerazione che parte del successo delle *144A offerings* si deve anche alla volontà degli emittenti stranieri di evitare gli obblighi derivanti dal Sarbanes Oxley Act.

<sup>173</sup> Secondo i dati citati da Cox-Hillman-Langevoort (2004), 372, nel 2001 l'ammontare complessivo delle emissioni effettuate tramite la *Rule 144A* è stato di \$490miliardi che costituisce il 20% del totale dei collocamenti. Considerazioni analoghe anche in Schwieger (2008), 887 ove si afferma non solo che il mercato dei *private placement* sia triplicato negli anni dal 2002 ad oggi, ma anche che nel 2006 i collocamenti privati hanno superato per valore le IPO effettuate su NYSE, NASDAQ e AMEX e che nel primo semestre del 2007 l'ammontare raccolto era già del 43% superiore a quanto raccolto

cati mediante *private placements* ha spinto le maggiori banche d'investimento a creare dei sistemi di scambio (<sup>174</sup>) destinati ai QIBs e in cui vengono scambiate anche azioni. Un evento particolarmente significativo è stato il collocamento privato del 15% del capitale di Oaktree Capital Management LLC (una delle maggiori imprese di consulenza per *hedge funds*), pari a \$ 880 milioni, che è avvenuto mediante una *144A offering*: se si fosse trattato di un IPO sarebbe stata la sesta maggiore nell'anno 2007: le azioni di Oaktree sono state diffuse dal *managing underwriter*, Goldman Sachs, presso QIBs e poi quotate sul sistema di scambi GSTRUE (<sup>175</sup>).

Successivamente, anche con lo scopo di migliorare la liquidità e lo spessore delle piattaforme di scambio molti dei sistemi di scambio si sono consolidati presso PORTAL (*Private Offerings, Resales and Trading through Automatic Linkages*) *Alliance* (<sup>176</sup>) gestito da NASD che ha conferito dunque nuova linfa vitale alla struttura già presente fin dai primi anni 90 del secolo scorso (<sup>177</sup>). È probabilmente prematuro (anche alla luce della recente crisi finanziaria) affermare che, questa volta, PORTAL *Alliance* sarà in grado di offrire una tendenziale efficienza delle negoziazioni (<sup>178</sup>), cionondimeno può essere utile delinearne le caratteristiche di fondo per comprenderne le potenzialità.

Anzitutto, si tratta di un segmento del mercato NASDAQ cui possono accedere

---

tramite *private placement* nel corso dello stesso semestre dell'anno precedente. Sul punto cfr. di recente Langevoort (2009), 1059 e Zingales (2009), 17-18.

<sup>174</sup> Goldman Sachs ha creato GSTRUE (acronimo per *Goldman Sachs Tradable Unregistered Equity*); J.P. Morgan Chase & Co. ha inaugurato la piattaforma 144A PLUS nel luglio 2007; Citigroup Inc., Bank of New York Mellon., Merrill Lynch & Co., Lehman Brothers e Morgan Stanley hanno creato il mercato OTC OPUS 5 (Open Platform for Unregistered Securities) nel luglio 2007, cui si sono aggiunte nel settembre del 2007 UBS, Credit Suisse e Bank of America, mentre Bear Sterns & Co. Inc. ha dato avvio a Best Markets nell'agosto dello stesso anno.

<sup>175</sup> Per questa notizia v. SJOSTROM (2008), 1 (dattiloscritto) il quale menziona anche il collocamento di quote di Apollo Management LP (un'importante gestore di fondi di *private equity*) attraverso cui sono stati raccolti \$828milioni. V. anche Davidoff (2008), 339 il quale (nt. 4) informa anche che Apollo, nella primavera del 2008, ha registrato presso la SEC le proprie azioni spostando la quotazione al NYSE.

<sup>176</sup> Cfr. <http://www.nasdaqportalmarket.com/>

<sup>177</sup> Precedentemente gli emittenti quotavano le proprie *unregistered securities* presso PORTAL con il solo scopo di ottenere il codice CUSIP e la possibilità di depositare i titoli presso il gestore accentrato DTC.

<sup>178</sup> Del resto in dottrina si è autorevolmente osservato che scoraggiare l'esistenza di mercati destinati unicamente ad investitori professionali non significa promuovere l'efficienza complessiva. Cfr. LANGEVOORT (2002), 175

solo investitori professionali che rispettano i requisiti richiesti dal regolamento (<sup>179</sup>) (tra i quali vi è lo status di QIB ai fini della *Rule 144A*). È poi previsto che le *restricted securities* immesse nel mercato siano qualificate come *PORTAL securities* e possano essere trattate solo da *brokers* e *dealers* specificatamente autorizzati. In questo modo si vuole evitare che gli strumenti finanziari possano facilmente raggiungere il risparmio inconsapevole, dato il costante controllo di NASDAQ sull'operato degli intermediari autorizzati. Inoltre, un maggiore controllo è consentito dalle regole in materia di negoziazione, di esecuzione delle operazioni oltre che della necessità che venga data informazione degli scambi avvenuti a specifici enti. Al fine di tutelare l'investitore, ma anche (e forse soprattutto) i segreti aziendali è poi previsto che nessuna informazione sulle quotazioni e sulle negoziazioni avvenute su PORTAL possa essere divulgata fuori dal circuito.

Occorre poi cercare una spiegazione per il crescente successo di queste piattaforme di negoziazione: non pare infatti giustificabile con un semplice confronto dei costi materiali tra offerte al pubblico e offerte private. Un dato può essere viceversa ritenuto decisivo: l'emanazione nel 2001 del Sarbanes Oxley Act che ha radicalmente aumentato i costi per le società di essere quotati, senza che siano chiari i benefici, almeno nel breve periodo (<sup>180</sup>).

## 6. Osservazioni conclusive.

Non è semplice oggi, quando si assiste ad una crisi finanziaria (ed in particolare degli attori dotati del maggior grado di professionalità) senza precedenti, valutare le potenzialità del *private placement* e del mercato secondario che potrebbe scaturire da questo genere di collocamenti.

È tuttavia interessante sottolineare come il mercato secondario di questi titoli,

---

<sup>179</sup> V. Rule 6731 NASD Manual, disponibile sul sito [www.finra.org](http://www.finra.org)

<sup>180</sup> V. Rapporto Paulson Comm. On Cap. Mkts. Reg., Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation 45–47 (2006), available at [http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee\\_Interim\\_ReportREV2.pdf](http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf); Comm. on Cap. Mkts. Reg., The Competitive Position of the U.S. Public Equity Market 17–20 (2007), available at [http://www.capmksreg.org/pdfs/The\\_Competitive\\_Position\\_of\\_the\\_US\\_Public\\_Equity\\_Market.pdf](http://www.capmksreg.org/pdfs/The_Competitive_Position_of_the_US_Public_Equity_Market.pdf). E in dottrina ZINGALES (2009), 19.

almeno nella declinazione statunitense appena descritta, fornisca un esempio alternativo di protezione dell'investitore *retail* fondato sull'impedimento dell'accesso da parte di quest'ultimo al mercato (primario e secondario) degli strumenti finanziari che non siano dotati di prospetto (<sup>181</sup>). Ove poi le PORTAL *securities* dovessero uscire dal circuito ristretto (bisogna infatti ricordare che rimane in vigore la rule 144 che permette il trasferimento degli strumenti finanziari nel momento in cui sia trascorso un sufficiente periodo di tempo), si potrebbe fare affidamento sul prezzo (<sup>182</sup>) che il mercato secondario avrà nel frattempo espresso (<sup>183</sup>). Assume così un diverso significato la stessa previsione dell'*holding period*: da semplice *safe harbor* volto a dare certezza nell'indagine dell'*investment intent* in sede di sottoscrizione di un'offerta nel mercato primario, a regola di protezione dell'investitore *retail* volta ad impedire il collocamento immediato presso quest'ultimo di *securities* il cui prezzo non è espresso nemmeno da un mercato secondario tra investitori professionali.

Si tratta, in quest'ottica, di comprendere come muti il ruolo dell'intermediario professionale e come mutino gli incentivi legati all'attività di *gatekeeping* svolta da quest'ultimo.

Non v'è bisogno di dire che queste indicazioni sono di estremo interesse per l'individuazione della *ratio* e del ruolo della disposizione oggetto della presente indagine e, dunque, bisognerà a suo tempo tenere in dovuto conto le indicazioni provenienti dall'esame dell' (rectius degli) archetipi dell'art. 100**bis** TUIF che si è appena conclusa.

Un ultimo tema desta particolare interesse e va, in questa sede, almeno accennato: si è visto come la crescita dei mercati 144A si ponga ormai in diretta competizione con i mercati mobiliari pubblici (gli exchanges): ci si chiede, allora, se una simi-

---

<sup>181</sup> Una sorta di applicazione concreta di quanto ipotizza essere un efficiente modello di regolazione CHOI (2000), 300 s.

<sup>182</sup> Venendo meno così le ragioni della segretezza dello stesso. Del resto sarebbe proprio la diligenza richiesta agli intermediari nell'esecuzione degli ordini di acquisto (c.d. *best execution*) o, più in generale, nella prestazione di servizi di investimento, a richiedere che una determinata *security* sia venduta al risparmiatore al miglior prezzo possibile.

<sup>183</sup> L'affermazione va tuttavia emendata con riferimento a quei prodotti finanziari come ad es. le CDO (Collateralized debt obligations) che venivano normalmente negoziate in mercati 144A e il cui prezzo si è rivelato non essere accurato a seguito della crisi sistemica del 2008. Per un cenno in tal senso v. ZINGALES (2009), 20.

le competizione possa portare a un *delisting* di massa a vantaggio dei sistemi di scambio destinati ai soli soggetti professionali. La dottrina ha messo in luce come il ruolo dei mercati pubblici resterà a lungo ancora importante, sebbene le quote acquisite dai mercati privati, difficilmente potranno essere acquisite dai primi. Anzitutto è stato messo in luce come, dal punto di vista dei costi, sebbene questi siano inferiori nelle emissioni 144A non lo sono nella misura che ci si attendeva: i QIBs richiedono infatti una serie di informazioni che si avvicinano molto a quelle imposte imperativamente dalla SEC. In secondo luogo, si è ipotizzato un mutamento nell'orientamento liberale della SEC nel caso in cui la fetta di mercato delle emissioni 144A dovesse ancora crescere (<sup>184</sup>), tale da restituire un ruolo da protagonista agli *exchanges* tradizionali.

---

<sup>184</sup>

V. LANGEVOORT (2009), 1068-1069.



CAPITOLO TERZO

LA CIRCOLAZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI SOTTOSCRITTI DA  
INVESTITORI PROFESSIONALI.

LA NOZIONE (SPECIALE) DI «OFFERTA AL PUBBLICO»  
E IL PROBLEMA DELLE «RIVENDITE»: DISCIPLINA GENERALE.

SOMMARIO: 1. Considerazioni preliminari. Esclusione dall'ambito della trattazione della disciplina in tema di servizi d'investimento. Piano dell'indagine. - 2. Il « collocamento » privato nella disciplina degli emittenti: la non-applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico. Esame preliminare della rilevanza a fini ricostruttivi della fattispecie «appello al pubblico risparmio». Primi indizi sul persistente rilievo del carattere «pubblico» dell'operazione. - 3. La fattispecie « offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita ». Rilievi preliminari. - 3.1 Il carattere «pubblico» dell'offerta. Necessità del richiamo alla disciplina codicistica dell'offerta al pubblico. Critica. - 3.2 segue. La giurisprudenza della Pretura di Roma. - 3.3 segue. Gli orientamenti della Consob in tema di offerta pubblica in opzione. - 3.4 segue. Considerazioni critiche su tecnica legislativa e fattispecie della «offerta al pubblico». Il necessario temperamento tra standards e rules. Emergenza di tali istanze nell'attività regolamentare della Consob e a livello europeo. - 4. Le ipotesi in cui non trova applicazione la disciplina dell'offerta al pubblico. Dalla normativa comunitaria al Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria. - 4.1 Le *rules* dettate dall'art. 100 del d.lgs. 58/1998. Le offerte ad investitori qualificati. - 4.2 Dall'investitore professionale all'investitore qualificato. Il sistema previgente e il problema dell'operatore qualificato: inadeguatezza della nozione stabilita dalla Consob rispetto alla nozione comunitaria. La nozione attuale: il mantenimento della carattere professionale dell'investitore. - 4.3 Le altre ipotesi di inapplicabilità della disciplina: cenni. - 5. Gli incerti confini della nozione di offerta al pubblico e il problema delle «rivendite» da parte dei soggetti abilitati: il collocamento privato presso investitori qualificati e la successiva circolazione degli strumenti finanziari nel mercato secondario. La fattispecie generale (di matrice comunitaria) dell'art. 100-bis, I comma, TUIF: incertezze interpretative, spunti sistematici e opportunità di una ricostruzione in chiave storica del significato della norma. - 6. Fattispecie e disciplina delle « rivendite » in prospettiva storica. L'orientamento della Consob. - 6.1 La tutela del risparmiatore nella giurisprudenza maggioritaria: l'inadempimento dell'intermediario-*seller* alle regole di condotta. Il problema del coinvolgimento degli intermediari coinvolti nelle fasi del processo di emissione anteriori al *placement*. - 6.2 Considerazioni critiche della dottrina. L'indipendenza della disciplina dell'offerta al pubblico rispetto a quella dei servizi d'investimento e la conseguente possibilità di una forza espansiva dello *standard*. - 6.3 Una sentenza del Tribunale di Milano e il problema dei rimedi per la mancata offerta al pubblico. Critica alle tesi volte ravvisare l'operatività di rimedi reali: a) l'illiceità dell'operazione per la violazione delle norme imperative in tema di offerta al pubblico - 6.4 segue. b) la nullità per frode alla legge. Esclusione - 6.5 La nullità per mancanza di forma. Il prospetto come requisito formale del contratto. Critica - 6.6 Un'ipotesi (all'apparenza) particolare: la nullità per illiceità dell'oggetto della negoziazione nel *grey market* - 7. Conseguenze sull'interpretazione dell'art. 100-bis, I comma, TUIF. Complessità delle fattispecie (e rinvio) e profili di disciplina (esclusione dei rimedi demolitori) - 8. Alcune considerazioni sui rimedi obbligatori. Il problema dell'intermediario responsabile e dell'onere della prova. Il risarcimento del danno e la misura del danno risarcibile - 9. Considerazioni conclusive sulla sussistenza di una lacuna e sulla necessità di un intervento legislativo. Le contrastanti indicazioni in sede comunitaria e alcuni spunti di diritto comparato (con un rinvio).

1. *Considerazioni preliminari. Esclusione dall'ambito della trattazione della disciplina in tema di servizi d'investimento. Piano dell'indagine.*

Delineato (v. capitolo I) il ruolo degli investitori professionali (nella specifica accezione di *informed traders*) nel mercato mobiliare, in generale, e con specifico riferimento alle operazioni di offerta al pubblico di strumenti finanziari e, nel secondo capitolo, l'articolata disciplina federale americana in materia di *private placement* e successiva circolazione delle *securities* (che non può non costituire un saldo punto di riferimento per l'interprete), è ora il momento di volgere l'attenzione al problema principale (così come impostato nel primo capitolo) e, quindi, alla disciplina interna delle operazioni in parola al fine di individuare quale sia il contegno dovuto dagli *information traders* nelle operazioni di *private placement*, avendo particolare riguardo alla successiva circolazione degli strumenti finanziari. È, infatti, con riferimento a tali operazioni che l'art. 100-bis TUIF parrebbe, ad una prima lettura, aver innovato <sup>(1)</sup> l'ordinamento giuridico introducendo una norma che, come si cercherà di dimostrare, non ha soltanto la funzione di tutelare l'investitore *retail*, di colmare "lacune" della disciplina del mercato mobiliare, ma potrebbe perseguire altresì obiettivi di efficienza complessiva del mercato. Ma occorre procedere con ordine, in modo da evidenziare, attraverso il confronto con la previgente disciplina, i reali profili di novità delle regole oggi in vigore <sup>(2)</sup>.

Avendo riguardo al settore dell'ordinamento autorevolmente definito <sup>(3)</sup> « *disciplina giuridica del mercato mobiliare* », la circolazione di prodotti finanziari collocati mediante *private placement* viene in rilievo sotto un duplice profilo. In primo luogo, troverà applicazione la disciplina dei servizi di investimento contenuta nella parte del TUIF relativa agli intermediari, oggi riformata profondamente dal d.lgs. n. 164 del 17

---

<sup>1</sup> Il punto sarà naturalmente chiarito nel corso della presente indagine.

<sup>2</sup> A ciò si deve anche aggiungere la notazione che al di fuori del ristretto ambito di operatività dell'art. 100-bis TUIF, si dovrà applicare la disciplina previgente. Si comprende allora la necessità di proseguire nell'indagine attraverso l'analisi dell'evoluzione della normativa fino all'entrata in vigore di tale norma.

<sup>3</sup> Da MIGNOLI (1981), 240.

settembre 2007 che, com'è noto, ha dato attuazione alla c.d. direttiva MiFID. In secondo luogo, e nella misura in cui si possa parlare di «offerta al pubblico», occorrerà esaminare la disposizione relativa alle ipotesi di esenzione dagli obblighi degli artt. 94 e ss. TUIF. Ma non solo, occorre infatti chiedersi se una volta avuto luogo un *private placement*, i sottoscrittori nel mercato primario possano liberamente far circolare gli stessi nel mercato secondario. In altri termini, è opportuno verificare, in una prospettiva storica, se l'ordinamento abbia preso in considerazione il problema delle «rivendite» e così stabilire quale sia l'apporto innovativo (o, in alternativa, chiarificatore) dell'art. 100-*bis* TUIF.

Sebbene pare opportuno che l'analisi giuridica prenda le mosse da quanto si è già scritto sulla prassi, in sé problematica, delle emissioni nell'euromercato (su cui ancora cfr. capitolo I), vale la pena fin da ora precisare che la trattazione intende riferirsi ad una fattispecie astratta che non coincide solo con le descritte emissioni di titoli di debito, ponendosi in una prospettiva più ampia che intende abbracciare l'intero ambito di applicazione dell'art. 100-*bis* TUIF che dal punto di vista oggettivo si applica a tutte le operazioni che abbiano ad oggetto prodotti finanziari.

Non va poi sottovalutato un dato preliminare ben chiaro alla dottrina internazionale più avveduta <sup>(4)</sup>: le emissioni (e non solo quelle «pubbliche») di strumenti finanziari sono operazioni tipicamente transnazionali. Del che sarà opportuno tenere conto per una serie di ragioni, non ultima l'effettività della disciplina interna. È evidente che alcuni presidi posti a tutela del risparmiatore o, quantomeno, dell'integrità dei mercati interni possano essere vanificati dall'applicazione soltanto territoriale di una disciplina. Ma questo è un punto che dovrà essere ulteriormente analizzato in sede di approfondimento dei profili inerenti le norme di conflitto <sup>(5)</sup> che possono venire in ri-

---

<sup>4</sup> Cfr. già HOPT (1995), 6: « La trattazione della problematica della responsabilità delle banche per il collocamento di valori mobiliari non può oggi essere limitata ad un contesto solo nazionale. La ragione di ciò è insita nel fatto che una gran parte dell'attività di collocamento, soprattutto per quanto concerne le obbligazioni, ma in misura sempre crescente anche per le azioni, è divenuta internazionale (...) ».

Il punto è poi molto chiaro se si esamina, come si farà *infra*, la prassi dell'emissione delle eu-roobbligazioni tristemente nota per i defaults dei gruppi Cirio e Parmalat, che ampiamente avevano fatto uso di questa fonte di finanziamenti. Sul punto v. *supra* Capitolo I.

<sup>5</sup> Cfr. sin d'ora con riferimento al diritto internazionale privato dei mercati finanziari il recente contributo monografico di VILLATA F.C. (2008), *passim*.

lievo con riferimento alla disciplina qui oggetto di esame (<sup>6</sup>).

Le operazioni qui considerate pongono, da una parte, un problema di tutela dell'acquirente (sia pur) "qualificato" presso il quale vengono collocati gli strumenti finanziari, e (soprattutto), dall'altra, un problema di protezione dei risparmiatori situati, per così dire, a valle di quel soggetto. Del primo problema non è possibile in questa sede occuparsi, dal momento che non vi sono differenze, almeno apparentemente, con il generale problema della tutela dell'acquirente nei contratti in cui si trasferiscono (o si costituiscono) diritti su prodotti finanziari.

Il secondo problema (che è poi il problema delle rivendite) va invece approfondito in quanto la disciplina del TUIF, così come interpretata dalla Consob prima delle recenti modifiche, non pareva cogliere appieno la portata e le implicazioni dello stesso. Cionondimeno, sarà opportuno esaminare anche l'assetto normativo previgente, onde poter affrontare l'esame del nuovo approccio di disciplina (si potrebbe dire: la nuova strategia normativa) anche alla luce del contesto storico; ciò potrebbe risultare utile per individuare la funzione dell'attuale disciplina di cui all'art. 100-bis TUIF (indipendentemente da quale fosse l'intenzione del legislatore storico): innovare o chiarire (e in questo secondo caso ci si dovrebbe interrogare sull'efficacia retroattiva della stessa).

Anche a causa dell'alluvionale (<sup>7</sup>) intervento regolatorio, il legislatore ha disciplinato le operazioni sopra descritte in due diverse parti del testo unico. Da un lato, vi è la disciplina dei servizi di investimento, che riguarda l'attività degli intermediari e i contratti tra questi e gli investitori. Dall'altro, vi sono le norme che regolano gli emittenti, in cui rilevano, al contrario, le ipotesi di esenzione dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo e l'estensione della fattispecie di « offerta al pubblico ». Si tratta di due prospettive di disciplina differenti che, come si tenterà di dimostrare, ri-

---

<sup>6</sup> Con ciò – ma vedi anche infra per ulteriori considerazioni – non si vuole concludere che sarebbe inutile l'analisi del diritto positivo interno che si intende in questa sede effettuare: vi sono molteplici ragioni che giustificano un'analisi di questo tipo: anzitutto, non è detto che un futuro sviluppo di efficienza dei mercati finanziari non faccia sì che anche piccole e medie società emettano strumenti finanziari sul mercato interno. Inoltre, l'analisi della disciplina interna potrebbe offrire alcune interessanti indicazioni al legislatore comunitario nell'incessante opera di innovazione dei principi che informano la disciplina del mercato (unico) finanziario.

<sup>7</sup> L'espressione, come noto, si deve a MINERVINI (1992), 5.

spondono a direttive funzionali non del tutto coincidenti.

Benché la disciplina dei servizi d'investimento, in quanto disciplina del contratto (oltre che dell'attività delle imprese autorizzate), rileverà in più occasioni nel corso della presente trattazione (in particolare per quanto riguarda i profili di operatività dei rimedi), occorre escludere preliminarmente una prospettiva di ricerca che si rivela estranea al problema che si è delineato nel primo capitolo. La tipologia di operazioni qui considerate si concreta, nella prospettiva della disciplina dei servizi d'investimento, in due contratti (prendendo in considerazione un'ipotesi fortemente stilizzata). Un primo contratto stipulato dall'emittente con gli investitori professionali che sottoscrivono i titoli nel mercato primario; un secondo negozio attraverso cui questi ultimi immettono i titoli nel mercato secondario *retail*. Ebbene, mentre sarà utile prendere in considerazione la seconda fattispecie negoziale al fine di confrontare la tutela del cliente verso l'intermediario con la tutela offerta dalla disciplina dell'offerta al pubblico (e tale profilo sarà chiarito *infra*), per quel che riguarda il primo contratto di collocamento (<sup>8</sup>), si pone, come si è detto poc'anzi, un problema di tutela dell'investitore

---

<sup>8</sup> Il punto merita una precisazione che sarà utile tenere presente anche nel corso dell'indagine. Si potrebbe infatti dubitare che il contratto tra emittente e intermediario-seller possa essere qualificato alla stregua di un contratto di collocamento dal momento che in dottrina [cfr. COMPORI (1999), 551] si è sostenuto che, mentre si può avere sollecitazione all'investimento senza una parallela attività di collocamento da parte di intermediari, non è possibile immaginare l'attività di collocamento al di fuori del perimetro della sollecitazione, e dunque dell'obbligo di prospetto che - come sarà chiarito - non sussiste ove i titoli siano sottoscritti da investitori qualificati. Ma è forse più corretto ritenere che un'attività di collocamento, e dunque un contratto, sussista in ogni operazione avente ad oggetto strumenti finanziari nel mercato primario, anche se costituito da soli investitori professionali.

Tale questione può essere chiarita se si ha riguardo alla peculiare struttura del contratto di collocamento. In realtà, con il termine collocamento, la stessa legge considera diverse figure contrattuali come oggi dimostrano le definizioni (a seguito delle modifiche introdotte dal d.lgs. 164/2007) contenute nell'art. 1.5 lett. c) e c-bis) « la sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente » e « il collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente », ma tali attività erano qualificabili alla stregua di collocamento anche nel vigore della previgente disciplina. Ciò che è mutato rispetto a prima è il Regolamento Intermediari che nella versione vigente (delibera CONSOB n. 16190/2007) non esclude più il collocamento dall'applicazione della disciplina della forma scritta verso i clienti al dettaglio (v. art. 37 Reg. Intermediari e art. 30.3 Reg. Intermediari previgente).

Vale tuttavia la pena di chiedersi ancora se per contratto di collocamento si intende il contratto che disciplina l'attività dell'intermediario nei confronti dell'investitore ovvero ogni accordo « stipulato in occasione dell'attività di collocamento » (così, sia pure analizzando il contesto normativo previgente, LOBUONO (1999), 88). Sul punto non sembra esservi sufficiente chiarezza prevalendo un approccio funzionale volto a dare un significato di volta in volta diversificato alla nozione di collocamento.

Si può tuttavia notare che, con tale espressione, il legislatore abbia voluto fare riferimento ad

qualificato che esula dalla presente trattazione e potrà agevolmente esser risolto mediante l'applicazione delle regole di diritto speciale eventualmente affiancate dal diritto privato comune.

Dopo questa pur necessaria premessa, è possibile avviare il discorso con l'analisi della fattispecie dell'offerta al pubblico, in modo da verificare, in primo luogo, quale fosse lo spazio per un'interpretazione funzionale di tale ambito che, seppure inizialmente disciplinato in modo molto frammentario, non ha perso, nemmeno nella sua versione attuale, l'originaria fisionomia di fattispecie da cui scaturisce l'obbligo di pubblicare un prospetto informativo controllato da una pubblica autorità (CONSOB).

Per maggiore chiarezza della trattazione, sarà opportuno scindere due aspetti che potrebbero anche esser considerati assieme: per prima cosa, bisogna stabilire le condizioni di utilizzo della locuzione offerta al pubblico e, così, delimitare le ipotesi in cui secondo la legge non si applica l'obbligo di prospetto. Una volta chiariti tali profili preliminari, si potrà affrontare il nucleo del problema delle « rivendite » e quindi della circolazione nel mercato secondario di prodotti finanziari collocati privatamente.

---

operazioni, che si svolgono prevalentemente (ma non necessariamente) nel mercato primario, in cui la società emittente (l'offerente) si rivolge ad un intermediario per organizzare l'offerta che potrà avvenire mediante diverse modalità ma che alla fine scaturirà nella distribuzione ad un pubblico (più o meno ampio; più o meno professionale) di strumenti finanziari. In questa fattispecie si distinguono almeno tre contratti: a) quello tra emittente e intermediario; b) quello tra l'emittente (nel caso di collocamento ex art. 1.5 c-bis) o tra l'intermediario sottoscrittore o garante e gli investitori; c) il contratto tra intermediario e investitore nell'ipotesi della lettera c-bis (per le categorie b e c, anche se in una prospettiva parzialmente diversa, v. LOBUONO, *op. cit.*, 102). Il contratto di collocamento propriamente detto è quello descritto alla lettera b), ma essendo contratti con cui si attua un'operazione complessa pare consentito parlare di collegamento negoziale.

Ebbene, pare consentito concludere [in questo senso cfr. ANNUNZIATA (2008), 93] che anche nell'ipotesi in cui l'attività di collocamento sia diretta esclusivamente ad investitori professionali si può qualificare il contratto alla stregua di un contratto di collocamento (lett. b) in quanto si tratta in ogni caso di un « offerta a terzi di strumenti finanziari » [è questa la sostanza del servizio di collocamento per ANNUNZIATA (2008), 92]; pertanto, poiché si tratta di un'attività riservata alle imprese autorizzate ad esercitare servizi d'investimento, si applicheranno nell'ipotesi considerata le norme che disciplinano i rapporti di tali imprese con controparti qualificate ex art. 58 Reg. Intermediari essenzialmente riconducibili ai doveri ex art. 21 TUIF.

2. Il « collocamento » privato nella disciplina degli emittenti: la non-applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico. Esame preliminare della rilevanza a fini ricostruttivi della fattispecie «appello al pubblico risparmio». Primi indizi sul persistente rilievo del carattere «pubblico» dell'operazione.

Si sono già messi in luce la funzione del prospetto informativo e i costi che ad esso sono legati, con il che si intendeva sottolineare l'esigenza di trovare un punto di equilibrio tra la compiuta attuazione dell'aspetto funzionale, con i benefici per l'efficienza del mercato che da essa discendono, e l'esigenza, presente in ogni settore dell'ordinamento ed in modo particolare nella disciplina del mercato mobiliare, di evitare gli sprechi (principio di economicità o di proporzionalità dell'intervento normativo).

È opportuno, pertanto, avviare la trattazione mediante un tentativo di ricostruire, alla luce di tali principi, la fattispecie della sollecitazione all'investimento [oggi, offerta al pubblico ex art. 1 lett. t) TUIF] poiché, solo così facendo, pare possibile comprendere la *ratio* delle ipotesi di offerta che la legge esclude da tale ambito di applicazione. Una volta completato tale quadro sarà consentito interrogarsi sull'elasticità della fattispecie complessivamente considerata.

Volendo delimitare ulteriormente il campo dell'indagine, sembra possibile tralasciare i profili relativi all'ambito oggettivo dell'offerta al pubblico (<sup>9</sup>). Non è infatti significativo, nella prospettiva qui adottata, che vi possano essere operazioni escluse dall'ambito di applicazione della disciplina perché l'elemento oggettivo della fattispecie non è costituito da «prodotti finanziari». Tale nozione è infatti molto ampia (<sup>10</sup>), e

---

<sup>9</sup> Tali profili sono stati oggetto di molteplici ed approfondite analisi dottrinali (cfr. il recente lavoro di CHIONNA V. (2008), *passim*) che hanno, forse, trovato epilogo tanto nell'indeterminata nozione di "prodotto finanziario" quanto nell'ampia nozione di "strumento finanziario" di cui all'art. 1.2 d.lgs. 58/1998 (recentemente modificato dal d.lgs. 164/2007 senza che ciò possa inficiare la tenuta della considerazione): nozione come noto costituita da un'analitica elencazione la cui valvola di sfogo è costituita dal rinvio (ex art. 18.5 TUIF) – dal sapore oggi alquanto singolare data la generalizzata delega di potestà normativa alle autorità indipendenti – ad un decreto del Ministro dell'Economia volto ad individuare nuove tipologie di strumenti finanziari.

<sup>10</sup> Cfr. ancora CHIONNA (2008), 253 ss. ove anche rilievi sulla distinzione – secondo l'autore – di carattere funzionale tra strumento e prodotto finanziario.

idonea ad includere tutti i valori mobiliari che vengono normalmente emessi dalle imprese nell'ambito di *private placements* e che possono interessare il risparmio di massa <sup>(11)</sup>.

Punto di partenza dell'analisi dell'estensione semantica della nozione di offerta al pubblico nel TUIF deve essere la locuzione «appello al pubblico risparmio» che costituisce l'intestazione del Titolo II, Parte IV (Disciplina degli emittenti) del testo unico in cui è contenuto il capo primo relativo alla «Offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita».

Pare infatti evidente che ove si assegnasse a tale nozione un qualche rilievo normativo, ciò potrebbe essere di aiuto ai fini della comprensione della fattispecie dell'offerta al pubblico di sottoscrizione (o vendita).

A tal proposito, le opzioni ermeneutiche che si schiudono davanti all'interprete sono astrattamente due: a) ritenere che vi siano principi generali riconducibili alla figura dell'appello al pubblico risparmio <sup>(12)</sup>; b) escludere la portata precettiva dell'espressione «appello al pubblico risparmio» che, così come configurata nel testo unico, non andrebbe considerata espressione linguistica riassuntiva di una «fattispecie» in quanto mancherebbe l'elemento essenziale di una disciplina ad essa applicabile <sup>(13)</sup>: con il risultato di ridurre così l'espressione ad una locuzione compendiosa e

---

<sup>11</sup> Elemento che idoneo ad accomunare tutti i prodotti finanziari, e al contempo di differenziarli da tutti gli altri prodotti è il ruolo che in questo particolare mercato svolge l'informazione. V. EASTERBROOK-FISCHEL (1991), 287

<sup>12</sup> In questo senso ritengo abbia usato l'espressione "fattispecie" MIOLA (2002), 788, essendo ormai diffuso l'impiego del termine fattispecie non tanto nel senso tradizionale di fattispecie produttiva di effetti, quanto nel senso di oggetto della valutazione effettuata dall'ordinamento attraverso una norma giuridica [su cui v. CATAUDELLA (1967), 935].

Ritengono che vi sia un nucleo comune di principi tanto nelle offerte volte all'investimento che in quelle volte al disinvestimento COSTI-ENRIQUES (2004), 47: i principi comuni sono quelli della parità di trattamento e della responsabilità per informazioni false. Bisogna tuttavia chiedersi se si tratta effettivamente di «principi» dal momento che, ad esempio, la parità di trattamento, che è effettivamente apostrofata dalla dottrina quale « principio », è oggi contenuta in una specifica disposizione di legge che ne limita l'operatività e l'ambito soggettivo di applicazione ai soli emittenti, non dunque a tutti i soggetti coinvolti nel procedimento d'offerta.

<sup>13</sup> In questo senso, non senza una certa contraddittorietà, cfr. COSTI-ENRIQUES (2004), 48: si veda infatti alla nota precedente la considerazione degli stessi autori relativa all'esistenza di principi comuni tanto alle offerte pubbliche d'acquisto quanto alle offerte pubbliche di sottoscrizione. Gli Aa. citati preferiscono parlare di offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari come categoria riassuntiva. Ritengo invece sia più corretto parlare di appello al pubblico risparmio perché: a) si tratta di un'espressione utilizzata dal legislatore; b) vi è la non irrilevante menzione del carattere pubblico

con funzioni prettamente tassonomiche e didascaliche, ma nulla più.

In questo ordine di idee, il riferimento al «pubblico risparmio» costituirebbe una sorta di debito con la tradizione che il legislatore del testo unico, per così dire, ha voluto saldare: dall'espressione sollecitazione all'investimento era infatti scomparsa, nel testo del 1998, la menzione del "pubblico risparmio", presente, come noto, fin dalla disciplina originaria delle operazioni sollecitatorie di cui agli artt. 18 e ss. della l. 7 giugno 1974, n. 216 che parlava, sulla scorta del legislatore francese, di «sollecitazione al pubblico risparmio». L'argomento storico parrebbe, dunque, consentire una ricostruzione della volontà del legislatore volta a cancellare dalla fattispecie della sollecitazione il carattere pubblico, rendendo applicabile la disciplina dell'informazione obbligatoria a tutte le ipotesi di sollecitazione, salvo le eccezioni di cui all'art. 100

---

dell'appello assente nella locuzione riassuntiva coniata da Costi ed Enriques. È, tuttavia, il caso di accennare al fatto che gli Aa. citati ritengono che il carattere pubblico dell'attività sia proprio unicamente della sollecitazione all'investimento (oggi offerta al pubblico di vendita o sottoscrizione) e dell'offerta fuori sede, ma non dell'o.p.a.: la dimostrazione dell'assunto (v. COSTI-ENRIQUES (2004), 63) discenderebbe dal fatto che la disciplina dell'o.p.a. trova applicazione, a differenza di quella dell'offerta pubblica di sottoscrizione e dell'offerta fuori sede, anche quando i destinatari dell'offerta siano solo investitori professionali (sul punto v. ampiamente infra) ed, in definitiva, non vi sarebbe alcun indice da cui desumere il carattere pubblico dell'offerta. Pur apprezzando lo sforzo anticoncettualistico, volto ad evitare quelli che sono stati definiti peccati contro lo spirito santo, rimane tuttavia da giustificare l'uso del termine "pubblico" nel definiens.

Appaiono invece più convincenti le considerazioni di MIOLA – (PICARDI) (2002), 866 laddove mette in luce che: «La fissazione in via normativa dei presupposti minimi per attribuire carattere pubblico all'offerta di acquisto è necessaria, in quanto essa in via di principio non si rivolge ad un numero di soggetti indeterminati, ma a coloro che già possiedono i prodotti finanziari che ci si propone di acquistare o di scambiare, onde non sono applicabili i criteri generalmente proposti per individuare il carattere pubblico della sollecitazione». Non è escluso dunque che il carattere pubblico costituisca un elemento delle diverse fattispecie di appello al pubblico risparmio, per così dire, a geometria variabile: tale, cioè, da comporsi di elementi di fatto non del tutto coincidenti, ma in grado però di richiamare quegli elementi di disciplina (i principi) comuni alla fattispecie.

Inoltre, la stessa dottrina che ha sostenuto la tesi restrittiva [COSTI-ENRIQUES (2004), 64] riconosce la sussistenza di profili di irragionevolezza (e quindi incostituzionalità ex art. 3 Cost.) della disciplina dell'o.p.a. nelle ipotesi in cui l'offerta a) abbia ad oggetto titoli di debito non quotati; b) sia diretta ad investitori professionali [condividendo dunque i rilievi di MOSCA (1999), 193-194: ove, sia pure senza prendere una netta posizione, mette in luce come i precedenti orientamenti della Consob e la stessa ratio della disciplina dell'offerta pubblica porterebbero a preferire una lettura meno aderente al dato letterale che esclude l'applicabilità in tema di offerte pubbliche d'acquisto dell'esenzione di cui all'art. 100 lett. a) TUIF].

È appena il caso di osservare che la questione qui esaminata si ripropone negli stessi termini anche a seguito del recente intervento normativo (d.lgs. n. 57 28 marzo 2007) che ha riformato in modo non irrilevante la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio. Infatti l'art. 1 lett. v) TUIF, ove si trova la definizione di offerta pubblica d'acquisto conserva il riferimento alle sole lettere b e c dell'art. 100 TUIF.

TUIF: il carattere pubblico non avrebbe, in altri termini, alcun rilievo nella delimitazione della fattispecie ex art. 94 TUIF e, pertanto, la locuzione «appello al pubblico risparmio» costituirebbe una mera descrizione dell'*id quod plerumque accidit*.

Ebbene, nonostante tale soluzione possa sembrare la più stringente da un punto di vista testuale, occorre tenere in debita considerazione due fattori ulteriori, tali da far preferire un diverso approdo ermeneutico. Anzitutto, può essere valorizzata la modifica terminologica con cui si è abbandonata l'espressione sollecitazione all'investimento (<sup>14</sup>) a favore della (forse più perspicua) «offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita» (art. 3 d.lgs. 28 marzo 2007 n. 3 che ha modificato la disciplina dell'intero capo I, Titolo II, Parte IV del d.lgs. 58/1998): si parla nuovamente di «pubblico» nello stesso testo delle disposizioni di legge (<sup>15</sup>). Inoltre, e si tratta di un argomento di cui si doveva tener conto anche prima dell'entrata in vigore della riformata disciplina, la necessità di riflettere sul carattere pubblico della sollecitazione conseguirebbe dall'opportunità di limitare l'ambito del potere regolamentare della Consob in sede di attuazione dell'art. 100 TUIF (<sup>16</sup>).

Alla luce di queste considerazioni non pare illogico ritenere ridimensionato, almeno sotto il profilo che qui interessa, il problema dell'applicabilità di una determinata disciplina (anche solo costituita da principi) alla fattispecie «appello al pubblico risparmio».

È infatti difficilmente contestabile che il carattere *pubblico* dell'offerta costituisce una (pre-)condizione ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'offerta al pubblico di

<sup>14</sup> ( ) Peraltro tale abbandono è stato solo parziale dal momento che vi sono molteplici esempi in cui il termine « sollecitazione all'investimento » continua ad essere utilizzato: ad. es. nella disciplina della società a responsabilità limitata v. art. 2468 c.c. oppure nella disciplina dei fondi speculativi e in quella dei fondi riservati. È evidente come il mancato adeguamento alla nuova terminologia del TUIF possa determinare alcune difficoltà interpretative: ad esempio, ci si potrebbe chiedere se si tratta di un rinvio fisso alla precedente disciplina. Tuttavia, tale impostazione di carattere marcatamente dogmatico lascia perplessi, dal momento che si tratta di problemi che possono essere risolti agevolmente caso per caso e a seconda degli interessi che concretamente vengono in rilievo.

<sup>15</sup> Manca invece nella definizione, di cui all'art. 1 lett. t) TUIF, di « offerta pubblica di sottoscrizione » un qualche riferimento al destinatario pubblico dell'offerta. Indicazione che invece era presente prima dell'intervento riformatore operato con il d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 seguito poi dal d.lgs. n.51/2007. A tale assenza non va però dato troppo peso: il carattere pubblico dell'offerta è richiesto, infatti, dalla stessa nozione.

<sup>16</sup> Per considerazioni analoghe cfr. JANNARELLI (1998), 890.

sottoscrizione, anche dovesse dimostrarsi utile solo nell'argomentazione dell'interprete.

### 3. La fattispecie « offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita ». Rilievi preliminari.

Punto di partenza per l'esame della fattispecie dell'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari è la definizione <sup>(17)</sup> che della stessa dà l'art. 1.1 lett. t) del d.lgs. n.58/1998 (così come modificato dall'art. 2 del d.lgs. 28 marzo 2007 n. 51): *“ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati”* <sup>(18)</sup>.

Ci si trova al cospetto di un impiego in un certo senso “anomalo” della tecnica definitoria <sup>(19)</sup>. Nell'enunciato definitorio si fa, infatti, riferimento ad elementi che riguardano la disciplina in modo – si potrebbe dire - “ottativo” (una sorta di auspicio del legislatore): non sembra che, sotto il profilo della selezione dei fatti rilevanti dal punto di vista normativo, possa avere una qualche importanza la presenza di informazioni nella «comunicazione rivolta a persone» tanto più che le informazioni devono essere “sufficienti” e tali da “mettere un investitore in grado di decidere”. Ma è in realtà la stessa legge a determinare in modo analitico quali informazioni siano rilevanti e a quali condizioni il bisogno di sapere dell'investitore sia soddisfatto. Si deve quindi ri-

<sup>17</sup> Sulle definizioni dell'art. 1 T.U.F. come “una sorta di « vocabolario dei termini, delle espressioni, delle formule ricorrenti nel testo” v. P. RESCIGNO (1998), 10.

<sup>18</sup> L'enunciato è del tutto coincidente con la norma comunitaria di cui costituisce l'attuazione, vale a dire l'art. 2.1 lett. d) della direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003. Una definizione unitaria di offerta al pubblico di strumenti finanziari era stata uno degli auspici principali espressi dal comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati europei degli strumenti finanziari. Le relazioni e gli atti della c.d. commissione Lamfalussy sono disponibili sul sito [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/lamfalussy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm)

Su tale definizione v. BRUNO-ROZZI (2008), 291 s.

<sup>19</sup> Siamo al cospetto di un uso non comune dello strumento definitorio da parte del legislatore [per raggugli sulle definizioni nella teoria generale del diritto v. per tutti GUASTINI (1998), 4-6 e BELVEDERE (1989), 149]: benché si tratti di una definizione stipulativa, in cui il legislatore determina il significato preferibile del sintagma, non si può certo dire che vi sia l'intento di precisare tale significato: ambiguità e vaghezza dell'uso comune del definiens risultano amplificate.

tenere che sussista un'offerta al pubblico anche quando la comunicazione non contenga informazioni idonee a determinare un fondato giudizio dell'investitore. È, in altri termini, sufficiente che la comunicazione determini l'*atto di investimento* da parte di chi la riceve indipendentemente dalla quantità e qualità delle notizie ivi contenute <sup>(20)</sup>.

Il legislatore del 2007, attuando la direttiva comunitaria (2003/71/CE) in tema di prospetti da pubblicare in occasione di un'offerta pubblica, ha inteso sfumare i confini della nozione di offerta al pubblico di vendita o sottoscrizione: manca nella formulazione odierna il riferimento esplicito alle modalità mediante le quali si svolge l'offerta (salvo il riferimento al collocamento tramite soggetti abilitati, forse pleonastico). Si deve assistere ad una operazione diretta al pubblico indistinto dei risparmiatori che non necessariamente sarà il destinatario di una proposta contrattuale <sup>(21)</sup> in senso stretto, essendo sufficiente un invito ad offrire <sup>(22)</sup> o, anche solo, un messaggio promozionale <sup>(23)</sup> che abbia, però, un contenuto minimo idoneo a stimolare una decisio-

---

<sup>20</sup> In senso analogo distingue tra contenuto dell'informazione richiesto ai fini della definizione di offerta pubblica e quello imposto dalla disciplina dell'obbligo di prospetto COMPORZI (2007), 171.

<sup>21</sup> Che il contenuto dell'offerta al pubblico di vendita e sottoscrizione possa essere una proposta contrattuale è osservazione [v. per tutti COSTI (2008), 50] tanto scontata quanto, oggi, necessaria dal momento che la definizione di offerta al pubblico data dal TUIF non contiene più l'esplicito riferimento ad un siffatto contenuto dell'offerta. Né si può affermare che la nozione in esame coincida con quella di offerta al pubblico ex art. 1336 c.c.

Non si può dunque non condividere l'opinione già autorevolmente espressa nel vigore della disciplina di cui alla l. 216/1974 da PREITE (1986), 219 secondo il quale: « [il dibattito civilistico in tema di art. 1336 c.c.] deve tuttavia essere considerato irrilevante nel contesto della legislazione speciale regolatrice dei mercati finanziari ».

<sup>22</sup> Autorevolmente definito [da COSTI (2008), 50] come "l'invito ad avanzare proposte di acquisto, di sottoscrizione (...) da parte degli oblati e che porteranno alla conclusione dei relativi contratti con l'accettazione da parte dell'offerente o, meglio, con la conoscenza da parte dell'oblato della accettazione di quest'ultimo".

Sull'invito ad offrire v. BUCCELLATO (2004), 10 nt. 12 ove ulteriori riferimenti.

<sup>23</sup> La possibile sovrapposizione tra attività promozionale e attività di sollecitazione è, da tempo, ben presente alla dottrina che, pur in assenza di un riferimento esplicito alla pubblicità finanziaria, aveva evidenziato come « sollecitazione e promozionalità dovrebbero essere semanticamente omologhe » [così G. ALPA, *Tipologia dei messaggi pubblicitari relativi ai prodotti finanziari*, in *Diritto e Economia*, 1988, 274 cit. da FERRARINI (1993), 104]

Cfr., inoltre, COSTI (2008), 50 il quale precisa che: "Il che non significa peraltro che ogni annuncio pubblicitario debba essere considerato un messaggio promozionale cui applicare le norme sull'appello al pubblico risparmio". La linea di confine tra le due ipotesi è essenzialmente data da due elementi: a) il contenuto informativo del messaggio; b) il carattere funzionale dello stesso rispetto alla conclusione di un successivo contratto. Cui adde COMPORZI (1999), 545-548.

V. inoltre ANNUNZIATA (2008), p. 323 il quale ritiene decisivo l'inciso relativo alle « sufficienti informazioni » al fine di escludere che ogni messaggio pubblicitario possa costituire di per sé una comunicazione idonea ad integrare la fattispecie dell'offerta al pubblico: determinando con ciò una

ne di investimento (sono dunque esclusi messaggi promozionali di prodotti non finanziari delle imprese o la semplice promozione del marchio, che possono comunque svolgere un ruolo nelle scelte d'investimento dei risparmiatori meno avveduti).

La novità principale, oltre al definitivo abbandono del termine «sollecitazione», è costituita dalla rinuncia, da parte del legislatore (peraltro in ossequio alla lettera della direttiva), di delimitare l'ambito di applicazione mediante una definizione estensionale, vale a dire disaggregando «il *genus* nelle *species* che lo compongono»<sup>(24)</sup>, cioè in una serie di esemplificazioni delle *modalità* attraverso cui si dovrebbe concretizzare l'offerta<sup>(25)</sup> <sup>(26)</sup>. I caratteri della fattispecie sono ora (ancor più) vaghi ed ambigui<sup>(27)</sup>, tali da agevolare un approccio funzionale alla definizione dell'ambito di operativi-

differenza nella delimitazione della fattispecie rispetto alla previgente disciplina la quale, facendo espresso riferimento ai messaggi promozionali era ritenuta da alcuni idonea ad includere gli annunci pubblicitari.

Altro problema è quello di capire se gli annunci pubblicitari di cui all'art. 101 TUIF costituiscono, o non, una *species* del *genus* messaggi promozionali: v., nel diritto previgente, con diversi accenti COSTI-ENRIQUES (2004), 55 [letteratura ivi citata, tra cui] Ferrarini (1993), 103 ss. ; ma v. oggi il nuovo testo dell'art. 101 TUIF che ammette la possibilità di diffondere annunci pubblicitari prima della pubblicazione del prospetto. Sulla scarsa portata delle innovazioni apportate dalla direttiva 2003/71/CE v. BUCCELLATO (2004), 11 nt. 13.

<sup>24</sup> Così BELVEDERE (1989), 150.

<sup>25</sup> Elemento invece ritenuto essenziale nel vigore della precedente disciplina. V. ad esempio F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, III ed., Giappichelli, Torino, 2004, 294-295. Ravvisa una linea di continuità con il passato lo stesso F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, IV ed., Giappichelli, Torino, 2008, 322.

Un precedente dell'attuale tecnica normativa sarebbe, invero, ravvisabile nell'espressione «ovvero sollecitare con altri mezzi [oltre l'offerta al pubblico] il pubblico risparmio» contenuta nella prima esplicita disciplina delle offerte pubbliche di sottoscrizione e vendita: art. 1/18, I comma, l. 216/1974 così come modificata dall'art. 12 della l. 77/1983. La precedente disciplina, infatti, aveva imposto alla dottrina sforzi notevoli affinché fossero incluse nell'ambito d'applicazione dell'art. 1/18 l. 216/1974 le offerte di sottoscrizione, dal momento che la legge faceva riferimento espresso alle sole offerte di vendita [v. ad esempio MARCHETTI (1981), 1153-1157]. Tuttavia il legislatore all'art. 1/18-ter della stessa legge ha inserito un'elencazione, peraltro volutamente disorganica e ampia [così FERRARINI (1993), 82 il quale a p. 83 si esprimeva nel senso che non si trattasse di un elenco tassativo], volta a concretizzare l'espressione «altri mezzi» utilizzata nella disposizione cui si faceva riferimento.

<sup>26</sup> A ben vedere, la definizione contiene un inciso che riguarda espressamente una particolare modalità (la più diffusa) di distribuzione al pubblico di prodotti finanziari, vale a dire il collocamento tramite soggetti abilitati. Tale inciso riguarda però il secondo aspetto della trattazione e quindi si rinvia al successivo sviluppo del discorso per alcune considerazioni.

<sup>27</sup> Come afferma la stessa Commissione: «The definition is intended to be broad» (cfr. European Commission, Internal Market and Services DG, Financial Services Policy and Financial Markets, Securities Markets, Bruxelles, MARKET/G3/WG D (2005) 3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 Summary Record).

In dottrina cfr. MARTINA (2008), 220; v. invece BRUNO-ROZZI (2008), 294 i quali ritengono che la nuova nozione «non dovrebbe avere (...) effetti sostanziali in merito alla disciplina domestica», ma

tà della disciplina.

In particolare, anche alla luce di quanto si è detto nel precedente paragrafo, non sembra ancora oggi eludibile l'interrogativo concernente la natura «pubblica» dell'attività posta in essere da emittente ed intermediari incaricati del collocamento<sup>(28)</sup>: in altri termini, pare che l'espressione «comunicazioni rivolte a persone» vada intesa nel senso di *comunicazioni al pubblico*. La conclusione è suffragata da almeno due ragioni: a) la prima, di carattere letterale, tende a valorizzare il *definiendum*, ossia il fatto che il legislatore usa l'espressione «offerta *al pubblico*»; b) la seconda concerne piuttosto gli stessi interessi che la disciplina in esame protegge e cioè, rinviando al capitolo introduttivo per i compiuti riferimenti e approfondimenti, l'interesse degli investitori ad una corretta formazione del prezzo degli strumenti finanziari negoziati sul mercato. È infatti difficile negare che, ove manchi il coinvolgimento del risparmio innominato, possa essere risolto in modo diverso il problema della corretta ed efficiente formazione dei prezzi<sup>(29)</sup>.

Peraltro, il tema del carattere pubblico della sollecitazione all'investimento è stato oggetto di un approfondito dibattito nella dottrina e nella giurisprudenza di cui è opportuno dare conto prima di affrontare l'esame delle ipotesi in cui la legge espressamente esclude l'applicazione della disciplina di cui agli artt. 94 e ss. TUIF, contribuendo ad affinare la delimitazione della fattispecie, obiettivo a cui la definizione legislativa contribuisce in modo solo parziale. Tale approfondimento si giustifica anche con l'opportunità di verificare se, quantomeno sotto il profilo degli interessi tutelati, sia corretto ritenere che le ipotesi in cui viene esclusa l'applicazione della disciplina della sollecitazione all'investimento possano comunque essere (ri)lette nell'ottica del principio di fondo, ossia la necessità che l'offerta abbia carattere «pubblico» (qualunque cosa ciò significhi): con la non irrilevante conseguenza di poter rifiutare la loro

---

tale affermazione, sebbene non del tutto priva di fondamento [nello stesso senso si esprimevano già PAGNONI-PROVIDENTI (2005), 622 commentando la direttiva comunitaria], appare un po' tranchant nel restringere le nuove possibilità interpretative aperte da una disposizione tanto vaga. Più misurata l'opinione di COMPORTI (2007), 171. V. da ultimo, per la tesi della continuità tra le definizioni ACCETTELLA (2009), 456.

<sup>28</sup> Per analoghe considerazioni in relazione alla nozione di sollecitazione all'investimento v. COMPORTI (1999), 537 e 548-549.

<sup>29</sup> Sul punto si tornerà, ampiamente, nel prosieguo del presente lavoro.

operatività quando lo richiedano elementi della fattispecie concreta.

### 3.1. Il carattere «pubblico» dell'offerta. Necessità del richiamo alla disciplina codicistica dell'offerta al pubblico. Critica.

Tutti i formanti, seppur in momenti diversi, sono stati determinanti nell'evoluzione del significato del carattere pubblico della sollecitazione. Tuttavia, prima di analizzare la varietà di approcci adottati con riferimento a tale complesso problema, è opportuno escludere immediatamente un possibile collegamento cui potrebbe condurre l'*habitus* mentale del giurista: non vi è infatti alcuna affinità tra l'offerta al pubblico ex art. 1/18 l. 216 (e nemmeno tra l'attuale nozione contenuta nel TUIF) e l'omonimo istituto disciplinato all'art. 1336 del codice civile.

Pur essendo la dimostrazione di tale assunto agevole, non va sottovalutata la natura problematica della questione: non è infrequente <sup>(30)</sup> trovare riferimenti all'istituto codicistico quando viene affrontato il tema della delimitazione della fattispecie ex art. 1/18 l. 216 (ma il discorso non perde di significato anche considerando la "nuova" offerta al pubblico ex art. 94 e ss. TUIF). In particolare, il riferimento alla proposta contrattuale *in incertam personam* è servito alla dottrina a mettere in luce due distinti profili e cioè, per un verso, a definire la sollecitazione alla stregua di un'offerta diretta ad un destinatario indeterminato o, quantomeno, determinato solo nel genere, e quindi individuabile *a priori*; e, per altro, a ritenere necessario il carat-

<sup>30</sup> V. in giurisprudenza Pretura Roma, 8 maggio 1984, in *Giur. comm.*, 1986, II, 217 ss. in part. a p. 226. In dottrina cfr. ROSSI, *Offerta al pubblico* (1985), 4; ROPPO (1983), 203. Prima della l. 77/1983, nello stesso senso v. MARCHETTI (1981), 1153 il quale, tuttavia, esprime la necessità di una certa cautela nell'impiego delle categorie civilistiche. Il che, tuttavia, non impedisce l'A. di individuare gli elementi costitutivi della fattispecie nelle modalità di svolgimento dell'offerta (offerta mediante un mezzo pubblicitario di massa, standardizzato; presunzione di carattere « pubblico » delle offerte effettuate da società quotate; valore presuntivo dell'intervento di intermediari specializzati nelle operazioni di collocamento; utilizzo di strumenti tipici della contrattazione di massa quali la tecnica "porta a porta"); FERRARINI (1982), 228-230, nell'ambito di un'indagine comparatistica confronta l'approccio statunitense incentrato – come si è visto – sull'applicazione della disciplina solo ove ciò sia sorretto da serie giustificazioni funzionali con l'approccio tedesco che è invece teso a limitare i poteri discrezionali del giudice offrendo agli operatori regole (tendenzialmente) certe basate sulle modalità dell'offerta: l'A. ritiene "preferibile l'adozione di criteri che guardino alle modalità della vendita e che siano espressi, tuttavia, in formule dotate di una certa duttilità, come accade nella recente esperienza tedesca".

tere standardizzato della comunicazione che costituisce l'offerta (<sup>31</sup>). Corollari che non sarebbe stato facile desumere dalla disciplina che dell'operazione dà la legge speciale.

Ebbene, non sembra che tali caratteri possano discendere dall'integrazione della nozione ex art. 18 l. 216 (com'è noto, oggi v. art. 1.1 lett. t) TUIF) con la norma del codice civile, ciò per una assorbente ragione: l'offerta al pubblico (<sup>32</sup>) ex art. 1336 c.c. è prevista in quanto deroga alla attuazione dei procedimenti richiesti per la costituzione di un valido rapporto contrattuale, con la specifica funzione di permettere all'offerente di concludere contratti anche laddove manchino i requisiti previsti nell'ordinaria serie procedimentale di cui all'art. 1326 c.c., tra i quali vi è anche l'elemento estrinseco della destinazione della proposta ad una persona individuata. La *ratio* di tale disciplina va individuata nella più agevole realizzazione dell'interesse dell'offerente (alla conclusione del maggior numero di contratti) mediante il più vasto coinvolgimento in chiave concorrenziale di oblati, ottenuto attraverso l'ampliamento dei soggetti legittimati a concludere validamente il contratto. Si spiega così, del resto, un aspetto della disciplina dell'offerta al pubblico in virtù del quale la revoca della proposta deve essere portata a conoscenza del pubblico attraverso le stesse modalità utilizzate per diffondere la stessa, senza che possa rilevare l'ignoranza, in capo all'oblato, della revoca (debitamente pubblicizzata): è indubbio il vantaggio per l'offerente rispetto alle modalità di revoca richieste dall'art. 1326 c.c.

Se, dunque, il fondamento della disciplina codicistica è la facilitazione per l'offerente dei meccanismi volti alla conclusione di contratti, è evidente la distanza di

---

<sup>31</sup> Un punto merita forse un cenno ulteriore, toccando i rapporti, ancora non del tutto coincidenti, tra dichiarazione formativa ex art. 1336 c.c. e offerta al pubblico nella disciplina del mercato mobiliare. Si intende fare riferimento a quei casi, non sempre facili da distinguere nella pratica, in cui la divulgazione dell'offerta costituisce un mero preludio allo svolgersi di trattative individualizzate: in tali ipotesi, mentre non è integrata la fattispecie ex art. 1336 c.c., così non si può dire con riferimento alla fattispecie omonima qui in esame: sarà infatti opportuno indagare la sussistenza dei presupposti funzionali per l'applicazione della disciplina (quindi, come si vedrà, la sussistenza di reali trattative tra le parti in cui vi sia un adeguato scambio di informazioni sulle caratteristiche tanto dell'emittente quanto dei prodotti finanziari offerti).

<sup>32</sup> In verità, come opportunamente sottolinea, da ultimo, ORESTANO (2006), 153 anche la fattispecie dell'offerta al pubblico ex art. 1336 c.c. non è espressamente delineata dal codice, dovendo l'interprete desumerla dal confronto con la proposta individualizzata, da un lato, e con la promessa al pubblico ex art. 1989 c.c., dall'altro.

tale *ratio* con quella da cui è informato il TUIF: si è infatti già dimostrato come tale disciplina, e in particolare l'obbligo di prospetto informativo, sia giustificata dal bisogno di protezione dei risparmiatori mediato dalla corretta ed efficiente formazione dei prezzi nel mercato <sup>(33)</sup>.

Tale conclusione è, peraltro, ispirata dalle considerazioni di autorevole dottrina <sup>(34)</sup> e avvalorata dai risultati cui è giunta l'odierna dottrina prevalente <sup>(35)</sup> che ha analizzato la disciplina della sollecitazione all'investimento, laddove l'art. 1.1 lett. t) TUIF, nell'originaria formulazione, faceva espresso riferimento tanto all'offerta al pubblico, quanto all'invito ad offrire. Non sembra vi siano ragioni tali da imporre un mutamento di prospettiva con l'introduzione della nozione di derivazione comunitaria di offerta al pubblico (ma sul punto v. comunque *infra*).

Da una disciplina differente non può che discendere una diversa delimitazione della fattispecie, attesa la necessaria congruenza tra la seconda e la prima <sup>(36)</sup>: ciò risulterà ancor più chiaro dopo aver analizzato la prassi applicativa in materia, che ha in più occasioni operato in modo coerente con tale affermazione, nonostante il richiamo alle disposizioni del codice civile.

### 3.2. segue. La giurisprudenza della Pretura di Roma.

Non è solo l'interesse storico che spinge a riesaminare alcune note decisioni della Pretura di Roma <sup>(37)</sup> della metà degli anni ottanta del secolo ormai trascorso: in

<sup>33</sup> V. supra Capitolo Primo.

<sup>34</sup> La tesi dell'incompatibilità funzionale tra disciplina dell'offerta al pubblico codicistica e della sollecitazione del pubblico risparmio è di PREITE (1986), 220 s. Peraltro già CASTELLANO (1975), 16 auspicava l'esclusione di un ambito di operatività nel mercato mobiliare per l'art. 1336 c.c.

<sup>35</sup> Cfr. PEDERZINI (2002), 843; MIOLA (2002), 795. Afferma, a dire il vero un po' apoditticamente, che la questione si è stemperata BUCCELLATO (2004), 7 il quale non coglie che accanto al profilo del numero dei soggetti coinvolti nell'offerta vi è anche l'ulteriore problema che sarà affrontato *infra* nella parte conclusiva del capitolo del carattere standardizzato. Peraltro lo stesso A. a pagg. 137-138 esclude un'affinità strutturale tra offerta al pubblico ex art. 1336 c.c. e sollecitazione all'investimento sulla base dell'idea che quest'ultima costituirebbe « un'autonoma tecnica procedimentale di formazione del contratto ».

<sup>36</sup> Applica le stesse direttive metodologiche FERRARINI (1993), 124: « L'ambito dell'offerta al pubblico e, quindi l'estensione del pubblico sono segnati dalla *ratio* della disciplina di riferimento ».

<sup>37</sup> Cfr. Pretura di Roma, 8 maggio 1984, in Giur. comm., 1986, II, 217 ss.; cui adde le pronunce riportate per estratto in Aa. Vv., *CONSOB L'istituzione e la legge penale*, a cura di G.M. Flick, Giuffrè, Milano, 1987, 309 ss. La Pretura di Roma aveva allora la competenza generale ad attivare i procedi-

esse è possibile, infatti, ravvisare quella tensione tra le argomentazioni di carattere formale e il necessario approccio sostanzialistico che la corretta interpretazione della disciplina del mercato mobiliare esige <sup>(38)</sup>.

In particolare, il solo caso la cui decisione si è potuta leggere integralmente riguardava l'offerta di una società ai propri azionisti di certificati di partecipazione ad affari di carattere immobiliare emessi da una società controllata. Si trattava di stabilire se l'amministratore delegato della società offerente fosse incorso nell'illecito penalmente rilevante conseguente all'omessa comunicazione alla Consob dell'operazione (art. 1/18 l. 216). A tal fine occorreva comprendere se l'offerta agli azionisti di valori mobiliari integrasse o non la fattispecie dell'offerta al pubblico (con il conseguente obbligo di comunicazione). Il giudice statuì che si era trattato di offerta al pubblico sulla base di una pluralità di argomenti: alcuni di carattere formale, altri di carattere sostanziale. Per quanto riguarda i primi, dopo un riferimento, - come si è cercato di dimostrare - non necessario, alla categoria dell'offerta al pubblico ex art. 1336 c.c. <sup>(39)</sup> attraverso cui si chiariva che *«la destinazione al pubblico dell'offerta in esame non viene meno per il fatto che essa è diretta non ad una pluralità indifferenziata di soggetti fungibili ma a persone individuabili in funzione di una specifica qualificazione atta a distinguerle nell'ambito della generalità dei risparmiatori; anche rispetto a destinatari determinabili a priori un'offerta si qualifica come fatta al pubblico quando l'effettiva individuazione sia concretamente possibile soltanto a posteriori a seguito di verifica e riscontro della qualità e condizione specificante presupposta a priori; né conta il numero più o meno alto dei destinatari di risulta, ben potendo pochissimi soggetti ed al limite anche uno solo trovarsi nella condizione e qualità rilevante per l'identificazione quale destinatario dell'offerta, senza che venga meno la qualificazione di questa come pubblica in ragione della sua iniziale e originaria desti-*

---

menti concernenti i reati disciplinati dalla l. 216.

<sup>38</sup> In questo senso, con particolare vigore, v. PREITE (1986), 237.

<sup>39</sup> v. Pretura di Roma, cit., pp. 225-227 pagine da cui sono tratti i passi riportati nel testo. Ancora più legato alla fattispecie codicistica, e quindi meno condivisibile, il provvedimento successivo della Pretura di Roma, 5 febbraio 1986, in CONSOB (1987), 322 in cui non si considera «offerta pubblica» la comunicazione inviata ad una «pluralità indifferenziata di soggetti fungibili» in cui manchino alcuni requisiti essenziali affinché l'offerta possa «valere come proposta» ex art. 1336 c.c.

*nazione in incertam personam»; il che, sempre nel pensiero, del Pretore implica «la necessità di standardizzare il contenuto e le modalità dell'offerta con riferimento al destinatario (...)». Ma è proprio dove il provvedimento cerca di trovare un raccordo tra disciplina civilistica e disciplina del mercato mobiliare che lo stesso tradisce la considerazione di una *ratio decidendi* non del tutto coerente con l'uso di argomenti di carattere squisitamente formale <sup>(40)</sup>. La motivazione prosegue infatti esaminando quelli che poi sono stati considerati <sup>(41)</sup> i passaggi che hanno determinato l'esito della decisione <sup>(42)</sup>. In primo luogo, il rilievo che « *la qualità di azionista (...) è di per sé priva di qualsiasi stabilità nel tempo in capo al portatore delle azioni anche se iscritte al libro soci, potendo egli ad libitum dismetterla e riacquistarla (...). Dal che si desume come il vero destinatario dell'offerta anche riservata è in sostanza il pubblico* » <sup>(43)</sup>. Cui si deve aggiungere la constatazione <sup>(44)</sup> – di grande rilievo, come si vedrà – che, essendo i titoli emessi da società diversa dall'offerente <sup>(45)</sup>, « *non può negarsi l'evidente interesse del potenziale sottoscrittore dei certificati alla più ampia informazione sulle specifiche operazioni immobiliari* ».*

---

<sup>40</sup> ( ) Si legga infatti Pretura di Roma, cit., p. 227-228: « (...) sul piano sistematico le richiamate norme introdotte dalla l. 77/83 costituiscono un significativo e rilevante parametro interpretativo di conferma e convalida del concetto di offerta pubblica quale si era elaborato in riferimento all'ipotesi generica civilistica già richiamata, comprendendovi i pubblici annunci di emissione di titoli pur se riservata ad aventi diritto ad opzioni e prelazioni od ogni forma di collocamento porta a porta pur se personalizzata ovvero a mezzo di circolari pur se dirette a destinatari preselezionati; il legislatore infatti ha ravvisato, per tutte le ipotesi descritte, il ricorso di quelle esigenze di tutela dei risparmiatori che lo hanno indotto a disciplinare con maggiori vincoli le attività che li hanno come bersaglio » e infatti è – aggiungerei – solo « sotto questo nuovo aspetto (...) [che] l'offerta di titoli nuovi fatta pubblicamente ad azionisti in quanto tali non può non qualificarsi come offerta pubblica ».

<sup>41</sup> ( ) In particolare da PREITE (1986), p. 218.

<sup>42</sup> ( ) L'esito, però, sullo specifico punto dell'elemento del fatto tipico del reato: l'imputato è stato infatti assolto perché mancava la possibilità di rimproverargli la condotta, in quanto era giustificato l'errore sulla legge extrapenale determinato dalle incertezze interpretative sulla natura pubblica dell'offerta.

<sup>43</sup> ( ) V. Pretura di Roma, cit., p. 230-231. Ma v. già Pretura di Roma, 30 gennaio 1984, in Aa. Vv., CONSOB (1987), 311.

<sup>44</sup> ( ) V. Pretura di Roma, cit., p. 232-233.

<sup>45</sup> Sembra, come rileva FERRARINI (1993), p. 127, che il pretore abbia considerato decisivo il fatto che i titoli fossero emessi da una società diversa da quella che li offriva, facendo così pensare ad una decisione di segno diverso nell'ipotesi di offerta di titoli emessi da una società ai propri azionisti, e ciò sulla base dei diritti di informazione di cui godono i soci. Tale inferenza non è però condivisibile (ammesso che sia corretto ragionare a contrario sul testo di una sentenza): troppo limitato è l'accesso da parte dell'azionista all'informazione tanto fuori quanto dentro l'assemblea.

Tale decisione, che pure ha attirato le critiche di parte della dottrina <sup>(46)</sup> nei limiti in cui non ha contribuito a chiarire quale fosse l'effettivo perimetro della fattispecie dell'offerta al pubblico nel mercato mobiliare, ha tuttavia il pregio di essere, sia pur solo implicitamente, coerente con la *ratio* della disciplina; il che è pare ancor più significativo in relazione all'applicazione di una sanzione penale che, dal punto di vista costituzionale, è informata dal principio di offensività.

Sotto diverso angolo visuale, bisogna, invero, rilevare come dallo stesso provvedimento emerga chiaramente un'esigenza di certezza per quanto riguarda le ipotesi in cui l'offerente sia obbligato a comunicare gli estremi dell'offerta alla Consob e a diffondere il prospetto informativo senza che la scelta di effettuare un'offerta privata possa essere a posteriori messa in discussione<sup>(47)</sup>: a tale finalità è stata diretta l'azione della stessa Commissione nazionale e, successivamente, della CE ed del nostro legislatore. Ma occorre non anticipare le tappe di questo processo che ha interessato un periodo lungo e non meno travagliato.

### *3.3. segue. Gli orientamenti della Consob in tema di offerta pubblica in opzione.*

Non può essere sottaciuto il ruolo che la Consob ha avuto nel definire il concetto di «offerta pubblica» (e poi di sollecitazione al pubblico risparmio), attività che è stata concretizzata sia attraverso lo strumento regolamentare, sia attraverso l'importante strumento persuasivo delle comunicazioni che, come si vedrà, hanno avuto in più occasioni un ruolo determinante di indirizzo della prassi.

Con riferimento allo specifico problema dell'offerta ai propri azionisti di azioni o di obbligazioni convertibili emesse a seguito di un'operazione di aumento di capitale a pagamento, si possono distinguere tre diverse fasi <sup>(48)</sup>.

Durante la prima (1974-1986) la Consob ha manifestato un orientamento forma-

<sup>46</sup> V. in particolare PREITE (1986), 218-219 il quale riesce a distinguere tre differenti definizioni di offerta al pubblico implicitamente accolte nella sentenza.

<sup>47</sup> Non ritiene questa esigenza meritevole di considerazione PREITE (1986), 232, 234 il quale intende proporre, per contingenti, ma condivisibili, ragioni di politica del diritto (la promozione dell'efficienza del giovane mercato italiano e l'assenza della tutela dell'investitore data dalla disciplina dell'intermediazione finanziaria) una definizione ampia di sollecitazione al pubblico risparmio.

<sup>48</sup> Ne distingue solo due FERRARINI (1993), 127.

listico in base al quale non erano ritenute pubbliche le offerte dirette al proprio azionariato o ai dipendenti, sia da parte di società quotate che da parte di società chiuse. Tale posizione era influenzata <sup>(49)</sup> dagli interventi del Ministero del Tesoro (decreto emesso in data 8 settembre 1983) e del CICR (delibera 27 ottobre 1983) che avevano chiarito che si dovesse intendere come offerta al pubblico «ogni offerta indirizzata ad una pluralità indeterminata di soggetti» e che tale non si potesse considerare l'offerta diretta ai dipendenti o agli azionisti.

Tale orientamento era tuttavia criticabile alla luce del criterio qui utilizzato per individuare la fattispecie: vale a dire, la coerenza con la disciplina e la *ratio* da cui è informata. I provvedimenti del Ministro del Tesoro e del CICR avevano infatti la funzione di specificare la nozione di pubblico ai fini della disciplina della raccolta del risparmio tra il pubblico da parte di enti non creditizi ex art. 11 l. 77/83 che risponde a diverse direttive funzionali.

Con la Comunicazione n. 7/86/13923 del 3 settembre 1986 <sup>(50)</sup> la Commissione ha ritenuto di allargare l'ambito di applicazione dell'art. 1/18 l. 216 alle emissioni di valori mobiliari in cui era attribuito il diritto di opzione ai soci dell'emittente, ma solo nel caso in cui si trattasse di società quotata. Tale mutamento di prospettiva può essere trovare giustificazione in considerazione di due ordini di ragioni: da una parte, vi era l'influenza del nuovo indirizzo giurisprudenziale della Pretura di Roma teso ad estendere le ipotesi di offerta al pubblico anche ai casi in cui il destinatario non fosse del tutto indeterminato. Mentre, dall'altra, vi era la considerazione del disposto dell'art. 2443, terzo comma, c.c. che, come noto, imponeva l'offerta in borsa dei diritti di opzione non esercitati dai soci nel caso di aumento di capitale deliberato da una società quotata <sup>(51)</sup>.

Il medesimo orientamento veniva poi cristallizzato dalla Consob nell'art. 2.1 lett. b) delle « Disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti

---

<sup>49</sup> Lo rileva Assonime nella circolare n. 86/1986, in Riv. soc., 1986, 661 senza però porre il giusto accento sul fatto che tali interventi normativi riguardavano in realtà altro settore di disciplina: il controllo della raccolta del risparmio da parte di enti diversi da quelli creditizi. Sul punto v. comunque infra.

<sup>50</sup> Disponibile in Riv. soc., 1986, 633 con di seguito il commento di Assonime, Circolare n. 107/1986

<sup>51</sup> In questo senso v. FERRARINI, *Il carattere « pubblico »* (1990), 1020.

informativi e i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica relative ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio effettuate ai sensi dell'art. 18, sub art. 1, della legge 7 giugno 1974, n. 216 » <sup>(52)</sup> che, nel definire l'ambito di applicazione delle successive disposizioni, includeva anche «l'offerta in opzione ai soci e ai possessori di obbligazioni convertibili, da parte di società con azioni quotate in borsa, di azioni rivenienti da aumenti di capitale a pagamento nonché di obbligazioni di nuova emissione convertibili in azioni della stessa società emittente».

Tale orientamento, volto a consentire l'emissione di valori mobiliari nei confronti di soggetti individuati *a priori* senza che sorga l'obbligo di prospetto, ha trovato espressa conferma in alcune successive comunicazioni della Consob <sup>(53)</sup> riguardanti altre ipotesi, quali l'assegnazione di azioni emesse da una società straniera a dirigenti della controllata italiana o, in genere, ai dipendenti (sempre se preventivamente identificati); l'offerta di obbligazioni ordinarie ai soci della società emittente, a condizione che il prestito « *sia stato contestualmente sottoscritto dai soci partecipanti all'assemblea, ovvero che sia stato conferito mandato al consiglio di amministrazione della Società di promuovere la sottoscrizione dei suddetti titoli tra i soli azionisti della società medesima* » <sup>(54)</sup>; l'offerta di azioni a beneficio esclusivo dei possessori di *warrants* in circolazione.

La Consob manifestava dunque l'intento di applicare in modo un po' meccanico il criterio volto ad esentare dall'obbligo di prospetto tutti gli offerenti che avessero sollecitato persone già individuate *a priori*, senza dare spazio ad un'indagine più approfondita sulla *ratio* della disciplina in tema di sollecitazione al pubblico risparmio. Se per un verso non si può negare che, avendo riguardo a tale *ratio*, potrebbe costituire un assurdo applicare l'obbligo di offerta nell'ipotesi di un aumento di capitale di una

---

<sup>52</sup> Provvedimento emanato con delibera n. 4173 del 18 luglio 1989 pubblicata assieme alla relazione illustrativa in Riv. soc., 1989, 1302 ss.

<sup>53</sup> V. Comunicazione n. 89003574 del 13 luglio 1989; Comunicazione n. 89003651 del 18 luglio 1989 entrambe in Riv. soc., 1989, 1380; nonché Comunicazione n. 9004510 del 31 luglio 1990; Comunicazione n. 9001126 del 23 febbraio 1990; Comunicazione n. 90003068 del 25 maggio 1990; Comunicazione n. 90004453 del 30 luglio 1990 tutte in Riv. soc., 1990, 1056

<sup>54</sup> Così testualmente Comunicazione n. 89003651 cit. in cui si specifica anche che «L'esito di tale collocamento dovrà inoltre essere documentato da apposita dichiarazione sottoscritta dall'intero consiglio di amministrazione e controfirmata dal collegio sindacale».

società con dieci soci <sup>(55)</sup>; dall'altro, bisogna ammettere, però, che escludere in ogni caso diverso dalla quotazione l'applicazione della disciplina imperativa della l. 216 nel caso di offerte ai soci manifesta un eccesso di fiducia nei diritti d'informazione che il diritto societario attribuisce agli azionisti e sulla (ir)razionalità della scelta di esercitarli attivamente <sup>(56)</sup>.

Sotto questo specifico profilo, vale a dire la disciplina delle offerte in opzione agli azionisti, la Consob mutò <sup>(57)</sup> ancora il proprio indirizzo di lì a qualche anno. Adottando il regolamento attuativo <sup>(58)</sup> della disciplina dell'*insider trading* (art. 6 e 7 l. 157/1991) la Commissione statuì che, in caso di aumento di capitale con diritto di opzione, gli emittenti quotati devono informare il pubblico attraverso un documento informativo che è stato paragonato ad "*un prospetto di collocamento «abbreviato»*"; documento che, a differenza però del prospetto vero e proprio, non è sottoposto al controllo preventivo da parte dell'autorità di vigilanza.

Successivamente, la Consob scelse di veicolare la trasparenza sulle operazioni di aumento di capitale attraverso un meccanismo diverso rispetto alla disciplina dell'offerta pubblica e all'ampliamento dell'ambito di applicazione della stessa: con il che si determinò una indesiderabile involuzione nella razionalizzazione del sistema. Allo stesso tempo, la Commissione, modificando <sup>(59)</sup> le disposizioni generali in tema di prospetti aveva eliminato il riferimento alle offerte in opzione da parte di emittenti quotati giustificando la scelta con una malintesa <sup>(60)</sup> coerenza con la disciplina dell'art. 20, decimo comma della l. 1/1991 che escludeva l'applicazione dell'art. 1/18 l. 216 alle offerte in borsa da parte di s.i.m. e altri intermediari (non dunque tutte le offerte in borsa, ma su tale regola si v. quanto si dirà infra, nel capitolo IV, sull'art. 205 TUIF).

L'evoluzione storica della disciplina regolamentare dimostra come sia ancora

---

<sup>55</sup> Si fa riferimento all'esempio provocatoriamente proposto da COLOMBO (1988), 27.

<sup>56</sup> Cfr. FERRARINI, *Il carattere « pubblico »* (1990), 1020 il quale tuttavia, a p. 1021, riconosce però all'orientamento della Consob il pregio di avere un margine di certezza nell'applicazione maggiore rispetto ad altre proposte.

<sup>57</sup> Come ha correttamente notato FERRARINI (1993), 129-131.

<sup>58</sup> Delibera n. 5553 del 14 novembre 1991

<sup>59</sup> v. Delibera 5892 del 27 dicembre 1991.

<sup>60</sup> Come correttamente ha notato FERRARINI (1993), 132.

difficile raggiungere un punto di equilibrio nella delimitazione della fattispecie dell'offerta al pubblico giacché è evidente come il pendolo continui ad oscillare tra la certezza del diritto e gli elementi di natura formale, da una parte, e, dall'altra, gli interessi tutelati.

*3.4. segue. Considerazioni critiche su tecnica legislativa e fattispecie della «offerta al pubblico». Il necessario contemperamento tra standards e rules. Emersione di tali istanze nell'attività regolamentare della Consob e a livello europeo.*

Dovrebbe essere ormai evidente che l'approccio utilizzato (anche) dal nostro legislatore nel delimitare la fattispecie della «offerta al pubblico», prima e, in un secondo momento, della «sollecitazione al pubblico risparmio» si poteva prestare (e si è effettivamente prestato) a differenti letture. In particolare, preme segnalare come parte della dottrina<sup>(61)</sup> abbia portato una critica radicale agli (incerti) esiti interpretativi cui erano giunti tanto l'autorità regolatoria, quanto il formante dottrinale. In particolare, si è messo in luce come la dottrina risalente (seguita – nella sostanza – dalla Consob e dalla giurisprudenza), nel cercare una definizione del concetto normativo di «offerta al pubblico», avesse (da questo punto di vista) erroneamente posto l'accento sulle modalità attraverso cui avveniva l'offerta ovvero sulle modalità attraverso cui venivano selezionati gli oblati. E ciò senza attribuire alcun peso ai profili funzionali della normativa. Secondo tale più moderna impostazione, la nozione di offerta andrebbe diversamente ricostruita dando ad essa la massima capacità espansiva: per sollecitazione al pubblico risparmio si dovrebbe intendere ogni situazione in cui «*l'oblato sia privo delle informazioni necessarie a decidere con cognizione di causa sull'investimento ed incapace od impossibilitato a valutarle (...) od a procurarsele (...)*»<sup>(62)</sup>. L'obiettivo dichiarato dell'A. è di disincentivare le offerte private e, di conseguenza, permettere lo sviluppo di un efficiente mercato nel nostro paese. Seppure bisogna riconoscere (e lo si farà anche *infra*) a tale autorevole dottrina una non comune sensibilità che le ha permesso di cogliere problemi e proporre soluzioni ancora

---

<sup>61</sup> Cfr. PREITE (1986), 223.

<sup>62</sup> Così PREITE, *op. cit.*, 234.

attuali, non ci si può tuttavia esimere dal notare che, a distanza di vent'anni, molte cose sono mutate nel panorama dei mercati internazionali; come in parte è già emerso e come emergerà con maggiore chiarezza, non è detto che l'offerta privata (se sono previste le dovute cautele, che come riconosce lo stesso A. mancavano nell'ordinamento di allora) sia necessariamente foriera di inefficienze, ma anzi può e deve essere un'alternativa cui gli emittenti (soprattutto i medio-piccoli, ma anche i maggiori) possano accedere. Invero, preme sottolineare la diversità di approccio tra l'A. di cui si è riportato il pensiero rispetto tanto la dottrina maggioritaria quanto la Consob e la giurisprudenza.

Seguendo una tassonomia piuttosto diffusa oltreoceano (<sup>63</sup>), la definizione di « offerta al pubblico » si può intendere alla stregua di un concetto normativo qualificabile come *standard* (<sup>64</sup>). Occorre sul punto un chiarimento.

In breve, per *standard* si intende generalmente un discorso normativo, relativo ad una fattispecie, che utilizza una terminologia particolarmente vaga (<sup>65</sup>), assegnando così agli interpreti il compito di dare concretezza all'enunciato nell'applicazione delle norme non potendosi trovare, attraverso una semplice lettura, tutte le condizioni d'uso dello stesso. Ne consegue che non è sempre possibile che si riesca a conoscere *ex ante* la contrarietà ad una norma di una determinata condotta. Viceversa, una *rule* specifica in modo chiaro e facilmente prevedibile quali siano i fatti che determinano l'applicazione di una certa disciplina.

---

<sup>63</sup> Che tuttavia ha avuto anche in Italia efficaci esemplificazioni di impiego: cfr. DENOZZA F. (2000), 327 s.

<sup>64</sup> Si intende qui fare riferimento al dibattito che da più di mezzo secolo ha impegnato gli interpreti americani e, in particolare, quelli di *law and economics*: non essendo in questa sede possibile dare conto della completa bibliografia al riguardo ci si limiterà ai fondamentali riferimenti a KAPLOW (1992), 557 s. (per la visione di *law and economics*); KOROBKIN (2000), 23 s. (per un approccio *behavioral*); SCHLAG (1985), 379 s. (per un approccio critico e scettico sulla distinzione).

Va inoltre detto che alla nostra dottrina non è ignota la tematica (del resto di carattere generale) e ad essa è riferito il dibattito sulle clausole generali che ha animato soprattutto gli anni 70 e 80 del secolo trascorso. Vi è però da notare che nella nostra dottrina, a differenza di quella americana, non vi è stato particolare approfondimento degli argomenti utilitaristici e orientati alle conseguenze della scelta dell'una piuttosto che dell'altra tecnica di regolazione.

<sup>65</sup> La vaghezza delle norme è caratteristica, come noto, ineliminabile di ogni enunciato normativo. Ciò non vuol dire però che alcune proposizioni normative abbiano aree di incertezza semantica minori di altre e, pertanto, è possibile distinguere le disposizioni in base alla precisione del proprio significato.

Ecco che lo sforzo di dottrina e giurisprudenza di chiarire la nozione di «sollecitazione al pubblico risparmio» attraverso l'esemplificazione delle modalità attraverso cui avviene l'offerta o attraverso cui vengono selezionati gli oblati si spiega come un tentativo, forse maldestro e inidoneo, di introdurre delle *rules* [secondo altra - e forse più corretta terminologia - dei "fattori" <sup>(66)</sup>] la cui applicazione avrebbe dovuto ridurre i problemi operativi sollevati dall'impiego di *standard* vaghi. Del resto, i benefici delle *rules* in un settore quale il mercato dei capitali sono piuttosto evidenti <sup>(67)</sup>: resta però salva l'opportunità di consentire l'operare di una valvola di sfogo dell'ordinamento, di una norma di chiusura che permetta di ricondurre la disciplina alla sua *ratio* nelle ipotesi tanto di *underinclusiveness*, quanto di *overinclusiveness* tipica delle *rules* <sup>(68)</sup>. Tale avrebbe potuto dunque essere il ruolo del concetto di «sollecitazione al pubblico risparmio» e tale può essere oggi la funzione della definizione (tanto ampia) di « offerta al pubblico ».

Ciononostante, prima dell'introduzione del testo unico, vi era soprattutto bisogno di una maggiore certezza raggiungibile solo mediante *rules* che fossero dotate – a differenza delle proposte interpretative dottrinali o della comunque limitata efficacia persuasiva di sentenze e comunicazioni Consob – di maggiore stabilità.

Questa fu, in effetti, la strada intrapresa dalla Consob attraverso l'emanazione

---

<sup>66</sup> Ritiene SUNSTEIN (1995), 963-964 che nello spettro che va dalle *rules* agli *standard* sia identificabile la tecnica normativa che pur mantenendo l'elasticità dello *standard* è in grado di fornire un certo livello di prevedibilità attraverso l'indicazione dei fattori rilevanti al fine dell'applicazione dello *standard*.

<sup>67</sup> In una prospettiva marcatamente teleologica i benefici delle *rules* sono legati ad un minor costo delle controversie (nel senso di un numero minore di controversie e di una soluzione più semplice e prevedibile delle stesse): tali benefici sono però giustificati solo ove superino i costi di redazione, ben più elevati rispetto ad uno *standard* generico. Va detto, tuttavia, che la *rule* è preferibile se la fattispecie che deve essere presa in considerazione è sufficientemente chiara e le controversie saranno, tra loro, molto simili e frequenti: in questa ipotesi il costo dell'applicazione frequente di uno *standard* potrebbe ben essere superiore ai costi di redazione di una *rule*. In caso contrario, sarà opportuno affidarsi ad uno *standard*. Cfr. KAPLOW (1992), 571 s. (il quale ritiene rilevante anche il costo per i destinatari delle norme di informarsi sul loro contenuto assumendo v. p. 575 – ma non sempre è così, soprattutto in sistemi normativi complessi – che la consulenza legale su uno *standard* abbia un costo superiore alla consulenza su una *rule*); KOROBIKIN (2000), 33.

<sup>68</sup> Da un punto di vista giuseconomico tali fenomeni vanno considerati insieme ai costi delle condotte desiderabili vietate (nel caso di *overinclusiveness*) e delle condotte indesiderabili permesse (nel caso di *underinclusiveness*) V. KOROBIKIN (2000), 36-37. Distingue l'analisi sulla desiderabilità delle strategie normative (*ex ante* ed *ex post*) dalla complessità della formulazione cui è legato il tema dell'*under-/over-inclusiveness* KAPLOW (1992), 588 s.

delle menzionate disposizioni generali sui prospetti in cui all'art. 3 venivano elencate le ipotesi in cui era espressamente esclusa l'applicazione della disciplina dell'art. 1/18 l. 216. In tale disposizione veniva definitivamente statuito che non si trattasse di sollecitazioni del pubblico risparmio nei casi di a) «*offerte di valori mobiliari rivolte ai soli investitori professionali*»<sup>(69)</sup>; b) «*vendite all'incanto di valori mobiliari riconnesse a procedimenti di espropriazione mobiliare, alla procedura fallimentare*» e altri strumenti di attuazione coattiva della garanzia patrimoniale del debitore; c) «*offerte di pacchetti rappresentanti l'intero capitale o una partecipazione di controllo, quando debbano essere accettate da una sola persona*».

Benché l'introduzione di questa serie specifica di ipotesi non fosse in grado di rispondere a tutti gli interrogativi concernenti la nozione di sollecitazione al pubblico risparmio, la stessa permise agli operatori di agire con meno incertezze, cristallizzando alcune condotte consentite in assenza di un prospetto da sottoporre ad un controllo pubblico. Allo stesso tempo, veniva affidato agli interpreti un ulteriore elemento per ricostruire la *ratio* e, di conseguenza l'ambito di applicazione, della disciplina della sollecitazione. Ancorché infatti l'ipotesi b) fosse riconducibile ad una logica estranea alla disciplina del mercato mobiliare, è possibile individuare una comune giustificazione sottesa ai casi di cui alle lettere a) e c). Sia nell'ipotesi di offerta a soli investitori professionali che nell'ipotesi di acquisto della partecipazione di controllo in una società si tratta di controparti in grado di prendere la decisione del se e quanto investire senza la necessità di una disciplina imperativa volta a garantire un determinato grado di trasparenza sull'oggetto dell'investimento, giacché i flussi informativi sono garantiti tanto direttamente nel corso delle trattative, quanto dalla capacità di valutare la rilevanza di tali informazioni e i loro potenziali riflessi sul prezzo<sup>(70)</sup> <sup>(71)</sup>.

---

<sup>69</sup> Intendendo per tali «le aziende e gli istituti di credito, le società e gli enti di assicurazione, le società di gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare, le società commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida delle borse valori, le società finanziarie di cui all'art. 19, sub art. 1, della legge n. 216»

<sup>70</sup> La *ratio* dell'ipotesi c) non è dunque ravvisabile nelle diverse modalità attraverso cui avviene l'offerta ad un potenziale compratore del pacchetto di controllo. In ipotesi, anche nel caso in cui vengano pubblicati annunci pubblicitari ovvero vengano utilizzate proposte standardizzate diffuse su mezzi di comunicazione di massa è difficile ritenere che si tratti di sollecitazione al pubblico risparmio, non solo in base ad una meccanica applicazione di tale *rule*, ma anche perché la *rule* è in questo caso perfettamente coerente con lo standard, dal momento che è del tutto improbabile che l'acquisto di una

Invero, va anche detto che, nella successiva regolamentazione, la Consob pare aver “tradito” la razionalità del precedente intervento ampliando le *rules* che prevedono i casi di esenzione dall’obbligo di prospetto in modo che difficilmente avrebbe potuto essere ricondotto ad un’ispirazione unitaria. Le lett. d), e), f) dell’art. 4 c.d. Regolamento o.p.v. (<sup>72</sup>) escludono dall’ambito di applicazione della sollecitazione del pubblico risparmio: e) «*le offerte di valori mobiliari rivolte ai dirigenti del soggetto emittente, nonché ai dirigenti dei soggetti che direttamente o indirettamente lo controllano o ne sono controllati*»; f) «*le offerte di valori mobiliari rivolte ai dipendenti del soggetto emittente nominativamente individuati, purché sia predeterminato il quantitativo da assegnare a ciascuno di essi e il medesimo sia riservato in via esclusiva al singolo dipendente*».

La dottrina (<sup>73</sup>), adottando la consueta (e corretta) impostazione teleologica, sottolineò immediatamente come non fosse possibile ricondurre tali ipotesi all’assenza di un bisogno di protezione da parte degli investitori-dipendenti. Se, da un lato, i dirigenti avrebbero potuto costituire una categoria in grado di comprendere il significato delle informazioni di cui dispone, si è rilevato come non fosse appropriato un riferimento generico ai dirigenti di qualsiasi livello, compresi anche quelli di imprese controllate, che ben potrebbero situarsi ai margini dei flussi informativi che caratterizzano in genere un gruppo di società. Dall’altro, i dipendenti, anche nell’ipotesi di individuazione preventiva, non possono essere considerati, *ex ante* come gruppo, alla stregua di investitori professionali o dei dirigenti.

Piuttosto, sarebbe stato più corretto chiedersi se un simile intervento da parte dell’autorità indipendente fosse ammissibile (<sup>74</sup>) o, invece, ponendosi in contrasto con la stessa *ratio* della disciplina di rango superiore sarebbe stato più corretto disapplicare le descritte *rules* facendo così riemergere la forza espansiva dello *standard*, ma

---

partecipazione di carattere “imprenditoriale” possa avvenire senza l’attuazione di una serie di trattative che sostituiscono, di fatto, l’esigenza imperativa di trasparenza.

<sup>71</sup> In senso analogo cfr. FERRARINI (1993), 139;

<sup>72</sup> Delibera n. 6430 del 26 agosto 1992, in Riv. soc., 1992, 1127 ss.

<sup>73</sup> v. FERRARINI (1993), 137-138. Più di recente v. ANNUNZIATA, *sub art. 100* (1999), 153-154.

<sup>74</sup> Cfr. ANNUNZIATA, *sub art. 100*, 153-154 il quale concentra l’attenzione sull’assenza di una delega legislativa alla Consob. L’A. sembra però dimenticare che alcune delle ipotesi di esenzione erano comunque giustificate dalla presenza della direttiva 89/298/CEE.

essendo il punto non privo di attualità rinviamo *infra* per qualche ulteriore considerazione.

A questo punto, occorre analizzare le principali *rules* che consentono agli operatori di non incorrere nell'obbligo di prospetto con riferimento a determinate operazioni di « offerta al pubblico ». Solo dopo tale analisi sarà possibile considerare il problema oggetto del presente lavoro dall'angolo visuale dell'applicabilità della disciplina di cui agli artt. 94 e ss. TUIF.

#### *4. Le ipotesi in cui non trova applicazione la disciplina dell'offerta al pubblico. Dalla normativa comunitaria al Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria.*

L'opportunità di introdurre *rules* idonee a cristallizzare le ipotesi escluse dall'ambito di applicazione della disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio ormai da tempo sperimentata nel diritto federale americano è confermata anche dalla disciplina comunitaria, a partire dalla direttiva 89/298/CEE sul prospetto di offerta pubblica <sup>(75)</sup> che, pur [consapevolmente <sup>(76)</sup>] rinunciando a definire il concetto di offerta pubblica, all'art. 2.1 esplicitamente esclude dal proprio ambito di applicazione quattro tipologie di offerte: a) «*offerta di valori mobiliari offerti a persone nell'ambito delle loro attività professionali*»; b) «*offerta di valori mobiliari offerti ad una cerchia ristretta di persone*»; c) «*offerta il cui prezzo di vendita dell'insieme dei valori mobiliari non supera i 40 000 ECU*»; d) «*offerta di valori mobiliari che possono essere acquisiti solo mediante una contropartita di almeno 40 000 ECU per investitore*». A tale e-

<sup>75</sup> Su tale direttiva v. FERRARINI, *La direttiva comunitaria* (1990), 828 [considerazioni ribadite in Id (1993), 39-41] il quale considera criticamente l'approccio di fondo della direttiva di distinguere il prospetto prodromico alla prima quotazione (il cui contenuto informativo deve essere più dettagliato) dal prospetto che accompagna un'offerta al pubblico senza che vi sia richiesta di quotazione: manca infatti una giustificazione funzionale convincente di tale opzione ufficialmente motivata con l'esigenza delle piccole-medie imprese ad accedere al mercato mobiliare senza eccessivi costi (in questo senso l'VIII considerando della direttiva). Il legislatore italiano nell'attuare tale direttiva con il d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 85 non ha sfruttato la possibilità concessa agli Stati di semplificare (anche sotto il profilo del controllo pubblico preventivo) la disciplina dell'offerta pubblica nell'ipotesi in cui non vi sia la contestuale richiesta di ammissione a quotazione in un mercato borsistico. V. inoltre HOPT (1995), 9-14 oltre alle considerazioni sulla *Public offers directive (POD)* sia pure contenute in un'opera di carattere generale di MOLONEY (2002), 177-193

<sup>76</sup> Cfr. il VII considerando.

lenco vanno poi aggiunte talune ipotesi previste al secondo comma dello stesso articolo che, erroneamente, il legislatore comunitario riferisce ai valori mobiliari oggetto dell'offerta invece che alle caratteristiche dell'offerta stessa: a) «*valori mobiliari offerti in tagli di un importo unitario di almeno 40 000 ECU*»; d) «*valori mobiliari offerti in occasione di un'offerta pubblica di cambio*»; e) «*valori mobiliari offerti in occasione di una fusione*»; h) «*valori mobiliari offerti dal datore di lavoro*»; l) «*euro-valori mobiliari che non sono oggetto di una campagna generalizzata di pubblicità o di offerte a domicilio*».

L'impostazione della direttiva comunitaria si è naturalmente riflessa nella normativa italiana di attuazione. Si sono già menzionati alcuni atti della Consob che sancivano una serie di ipotesi di esenzione dall'obbligo di prospetto, peraltro non del tutto coincidente con quella che si legge all'art. 2 della direttiva (<sup>77</sup>). Nessun riferimento invece alle ipotesi di offerta escluse dall'ambito di applicazione era presente nel provvedimento - il d. lgs. n. 85/1992 - che attuò tale direttiva nel nostro ordinamento: l'intera materia veniva in toto rimessa alla potestà regolamentare della Consob.

È stato il d. lgs. 58/1998 a contenere le prime disposizioni di rango primario che pongono limiti espressi all'ambito di applicazione dell'offerta al pubblico: come è noto, l'art. 100 enumera alcune ipotesi espressamente demandando l'individuazione delle rimanenti ad un regolamento della Consob.

Ultimo dato tenere in considerazione per completare il quadro del diritto oggi vigente è l'emanazione in sede comunitaria della "nuova" direttiva 2003/71/CE del 4 novembre 2003 che ha accorpato, con modifiche non irrilevanti (<sup>78</sup>), la disciplina delle

<sup>77</sup> Norma che avrebbe ben potuto essere ritenuta dotata di effetto diretto, in quanto *self executing*, e quindi applicabile senza il necessario diaframma di un organo appartenente allo Stato-apparato italiano.

<sup>78</sup> Parla di radicali novità DE LILLO (2002), 271 (in sede di commento alla proposta di direttiva su cui v. anche la notizia in *Riv. soc.*, 2001, 1319) anche in tema di esenzioni dall'obbligo di prospetto anche se l'innovazione principale apportata dalla direttiva consiste nel passaggio da un sistema di mutuo riconoscimento dei prospetti ad un sistema definito del «passaporto unico» vale a dire che gli emittenti potranno destinare i prodotti finanziari oggetto dell'offerta a tutto il mercato unico europeo ottenendo l'autorizzazione dell'autorità del proprio paese d'origine (v. artt. 13 e 17 direttiva 2003/71/CE). Sulla direttiva v. BRUNO-ROZZI (2008), 278 s.; CARIELLO (2002), 582 s.; FERRAN (2004), 135 s.

Continuano a parlare di mutuo riconoscimento COSTI (2008), 61-62 e CUNGNASCO (2008) 807-

direttive 80/390/CEE sulle condizioni per l'ammissione alla quotazione e 89/298/CEE già menzionata.

Occorrerà quindi analizzare il diritto vigente cercando di individuare ed evidenziare le eventuali discordanze dalle riformate disposizioni comunitarie, per poi concludere con una sintesi sul concetto di «offerta al pubblico» alla luce dell'odierno contesto normativo. Solo in un secondo momento, sarà possibile esaminare la particolare ipotesi in cui la circolazione successiva dei titoli collocati nell'ambito di un'ipotesi di esenzione *ex art. 100 TUIF* ha messo in crisi la nozione stessa di offerta al pubblico, determinando l'intervento della giurisprudenza prima e del legislatore successivamente entrambi finalizzati a ridefinire la nozione di offerta al pubblico in termini meno rigidi rispetto a quelli originari.

#### *4.1. Le rules dettate dall'art. 100 del d.lgs. 58/1998. Le offerte ad investitori qualificati.*

La disciplina comunitaria ricordata poc'anzi ha, com'è noto, trovato definitiva attuazione in una norma di rango primario con l'art. 100 della c.d. legge Draghi. Quest'ultima affermazione va tuttavia parzialmente emendata dal momento che il testo di tale norma fa ampio rinvio alla normativa secondaria, cioè al potere regolamentare della Consob, la quale ha conservato la facoltà di individuare e disciplinare buona parte delle specifiche ipotesi in cui l'emittente pur potendo dare luogo ad una «offerta al pubblico» (ieri, sollecitazione all'investimento) non sia soggetto all'obbligo di diffondere un prospetto informativo sottoposto al controllo dell'autorità di vigilanza<sup>(79)</sup>.

L'art. 100 (nel testo modificato dal d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51<sup>(80)</sup>), che ha at-

808 ma con tale locuzione si era soliti fare riferimento al sistema delineato dalle direttive 80/390/CEE e 89/298/CEE in cui il prospetto approvato dall'autorità del paese d'origine era sottoposto ad un controllo seppur semplificato da parte delle autorità degli stati membri in cui si svolgeva l'offerta.

<sup>79</sup> Ovviamente non si pone più a tal riguardo un problema di assenza di un fondamento normativo del potere regolamentare della Consob come giustamente sottolinea ANNUNZIATA (2008), 341.

<sup>80</sup> Tale decreto legislativo ha attuato con notevole ritardo la delega contenuta nell'art. 12 della c.d. Legge sul risparmio (l. 262/2005) Su tale disposizione v. COMPARTI (2007), 166 s.

Per un primo commento delle innovazioni apportate dal d.lgs. 51/2007 tra le quali la disposizione riportata nel testo v. ANNUNZIATA (2008), 321 s.; COSTI (2008), 53 s.; FOSCHINI (2008), 158 s.;

tuato la direttiva 2003/71/CE) statuisce, nella prima delle ipotesi elencate al primo comma, che non si applica la disciplina della «offerta al pubblico» quando l'offerta sia «rivolta ai soli investitori qualificati, comprese le persone fisiche e le piccole e medie imprese, come definiti dalla Consob con regolamento in base ai criteri fissati dalle disposizioni comunitarie»<sup>(81)</sup>. Tale ipotesi riveste qui una peculiare importanza per almeno due ragioni: anzitutto, ai fini della prosecuzione del presente lavoro, in quanto l'art. 100-bis che disciplina le «rivendite» di prodotti finanziari collocati privatamente appare, per ragioni di carattere testuale, applicabile alle sole ipotesi di collocamento effettuato esclusivamente presso investitori qualificati; inoltre, dal punto di vista pratico, non va sottaciuto che tale modalità di offerta è la più diffusa e utilizzata dagli emittenti che non vogliono sottoporsi ai costi del prospetto. Dal che consegue l'opportunità di approfondire immediatamente tale argomento, rimandando *infra* l'esame delle altre *rules* con lo scopo di verificare se possa essere individuata una lacuna nell'art. 100-*bis* TUIF laddove appare applicabile alle sole offerte destinate ad investitori qualificati.

Si è già in più occasioni sottolineato come la *ratio*<sup>(82)</sup> cui dovrebbe essere riconducibile tale ipotesi sia l'assenza di un bisogno di protezione<sup>(83)</sup> in capo agli investitori definiti, oggi, qualificati<sup>(84)</sup>. Tali investitori non dovrebbero essere solo dotati

---

CUGNASCO (2008), 803 s.; BRUNO-ROZZI (2008), 282 s.; MARTINA (2008), 219 s.

Va da ultimo ricordato che l'art. 12, comma 2, della l. 262/2005 conferisce al Governo delega per emanare disposizioni integrative e correttive del decreto delegato con termine di due anni dall'entrata in vigore del provvedimento in parola.

Occorre infine precisare che, come correttamente sottolineano alcuni autori [BRUNO-ROZZI (2008), 283; MARTINA (2008), 220], la Consob nel rivedere (delibere 29 novembre 2005, n. 15232; 20 luglio 2006, n. 15510; 27 luglio 2006, n. 15520 e 12 ottobre 2006, n. 15586) il contenuto del Regolamento Emittenti aveva già introdotto norme che attuavano, laddove possibile in assenza di previsioni legislative, il contenuto della direttiva.

<sup>81</sup> Su quest'ultima regola v. CUGNASCO (2008), 803 s. e in part. 809-812; ANNUNZIATA (2008), 342-344

<sup>82</sup> Cfr., *ex multis*, MIOLA (2002), 796 il quale occupandosi però, in generale, del carattere pubblico della sollecitazione all'investimento non approfondisce il tema della coerenza della specifica ipotesi con la *ratio* della disciplina.

<sup>83</sup> Cfr. per tutti ANNUNZIATA (2008), 341.

<sup>84</sup> L'opportunità di differenziare la disciplina sulla base della qualità dei soggetti destinatari è, come segnala SCALISI (1994), 185, espressione di un modo più moderno (vi sono infatti notevoli differenze strutturali e soprattutto funzionali con il principio di personalità tipico dei diritti preilluministi) di considerare il soggetto: si tratta della c.d. soggettività plurima o multipla da contrapporre alla storica uguaglianza formale davanti alla legge.

di un sufficiente potere contrattuale tale da imporre all'emittente un livello di trasparenza nella fase precontrattuale tanto da rendere inutile l'obbligo di prospetto, ma anche di peculiari capacità di valutazione ed elaborazione delle informazioni, talché il prezzo, corrispettivo del rilascio dei prodotti, corrisponda, benché in modo solo tendenziale, al valore reale degli stessi.

Si tratta dunque di verificare fino a che punto le regole volte ad delimitare tale categoria siano coerenti con l'individuata giustificazione e, in altri termini, in che limiti la *rule* sia un estrinsecazione del principio sottostante (la natura pubblica dell'offerta).

Anche in questo caso non è inutile premettere qualche considerazione sull'evoluzione normativa della disciplina in esame, che non è consistita, come a prima vista potrebbe apparire, in una mera riformulazione delle norme precedentemente in vigore.

Dal momento che si è già visto quali siano le formulazioni utilizzate dalla Consob e dalla POD (cfr. il paragrafo precedente) <sup>(85)</sup> per identificare la medesima *rule*, pare utile completare il quadro prendendo in considerazione la formulazione originaria del TUIF in virtù della quale la disciplina imperativa della sollecitazione all'investimento non era applicabile alle sollecitazioni «*rivolte ai soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'art. 30, comma 2*».

È di immediata evidenza che il concetto di investitore *professionale* (utilizzato dal Testo Unico sulla scia della regolamentazione Consob) dovrebbe avere, almeno dal punto di vista semantico, un significato non del tutto coincidente con quello di investitore *qualificato*: un indizio in questo senso lo si trova nel testo della direttiva che rinunciava ad una formulazione sintetica chiarendo piuttosto che le offerte ad investitori professionali dovrebbero essere intese come offerte dirette a soggetti che intendono investire nello svolgimento di un'attività professionale. Non si dovrebbe trattare, pertanto, di una caratteristica statica dell'investire, quanto, viceversa, di una qualità dinamica attinente, più che al soggetto-investitore, all'attività da questi svolta. Il che pare perfettamente in linea con l'ipotizzata *ratio* della disciplina.

---

<sup>85</sup> Si tratta della direttiva 89/298/CEE nell'acronimo (*Public Offering Directive*) utilizzato da MOLONEY (2002), 177.

A questo punto però occorre soffermarsi su tale nozione e verificare se, tanto nella disciplina previgente quanto in quella attuale, tale approccio funzionale sia stata mantenuto nella disciplina, o, quantomeno, quali siano gli spazi per un'interpretazione teleologica della stessa.

*4.2. Dall'investitore professionale all'investitore qualificato. Il sistema previgente e il problema dell'operatore qualificato: inadeguatezza della nozione stabilita dalla Consob rispetto alla nozione comunitaria. La nozione attuale: il mantenimento della carattere professionale dell'investitore.*

L'investitore professionale, come definito dall'art. 100 TUIF (nel testo in vigore fino al 2007), non avrebbe potuto essere individuato dalla Consob senza considerare i parametri utilizzati per individuare i soggetti cui non si applica la disciplina dell'offerta fuori sede di strumenti finanziari ex art. 30.2 TUIF; viceversa, nessuna coerenza era richiesta con la nozione impiegata nella disciplina dei servizi di investimento <sup>(86)</sup>.

La Consob ha, ciononostante, optato per un approccio - si potrebbe dire - sintetico, volto a dare coerenza alle diverse nozioni possibili di investitore professionale: mediante la disposizione contenuta nell'art. 31.2 reg. Intermediari previgente (delibera Consob n. 11522/1998) l'autorità ha deciso di introdurre [*rectius* di mantenere <sup>(87)</sup>] la nozione di operatore qualificato, estendendola tanto al settore delle offerte fuori sede con l'art. 36.3 dello stesso Reg. Intermediari, quanto, per il citato "gioco" di rinvii, alla disciplina della sollecitazione all'investimento.

Attraverso tale disposizione la Commissione concretizzava il profilo soggettivo

---

<sup>86</sup> Risponde positivamente all'interrogativo ANNUNZIATA, *sub art. 100* (1999), 156-157 il quale analizza il problema prima dell'emanazione, da parte della Consob, del regolamento emittenti (Delibera Consob n. 11971/1999).

<sup>87</sup> Non si può infatti sottacere che la nozione di operatore qualificato è precedente alla disciplina europea volta ad armonizzare le leggi nazionali in tema di intermediazione finanziaria: la Consob introdusse tale nozione dapprima nell'art. 13 del regolamento 2 luglio 1991, n. 5387, il cui contenuto fu reso più perspicuo nell'art. 11 del regolamento 9 dicembre 1994, n. 8850. Mancava tuttavia nel vigore della l. 1/1991 una norma che esplicitamente attribuisse alla Consob la facoltà di differenziare la tutela da accordare a diverse classi di clienti in ragione dell'effettivo bisogno di protezione. Sul punto, v. LENER (1997), 349-50 e ID (1996), 83 s.

del principio posto in tema di vigilanza regolamentare dall'art. 6.2 TUIF (versione precedente al 2007) in forza del quale l'esercizio del potere regolamentare della Commissione in materia di servizi di investimento avrebbe dovuto tener conto «*delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi*». Con il che trovava una giustificazione normativa la disciplina ex art. 31 Reg. Intermediari (precedente versione) a mente della quale alcune regole specifiche (esplicitamente richiamate dal primo comma dell'art. 31) attinenti alla tutela del cliente nell'ambito di servizi di investimento non avrebbero trovato applicazione quando il cliente fosse un «operatore qualificato». La nozione di operatore qualificato era disegnata dalla stessa Consob in modo articolato: da un lato, vi era un'elencazione specifica di alcuni soggetti che esercitano attività professionali nel mercato finanziario <sup>(88)</sup>; dall'altro si faceva riferimento a «*ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*».

Senza voler entrare nel complesso (e, per certi versi, ancora attuale) dibattito sul significato e l'efficacia della dichiarazione ex art. 31.2 Reg. Intermediari (versione previgente) <sup>(89)</sup>, non è chi non veda come tale definizione si allontanasse alquanto dall'impostazione della direttiva POD, per cui investitori professionali sono solo i soggetti che svolgono attività di investimento professionalmente (si potrebbe forse parlare di imprese). La definizione di operatore qualificato, concepita con riferimento all'esclusione (si badi, solo *parziale*, mentre *totale* è la disapplicazione della disciplina

---

<sup>88</sup> A questa categoria appartenevano: «gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie»

<sup>89</sup> La questione è recentemente stata oggetto di numerosi interventi giurisprudenziali (da ultimo v. Cass., 26 maggio 2009, n. 12138) nell'ambito della disciplina dei servizi di investimento ed in particolare nell'ambito di operazioni di negoziazioni di strumenti finanziari derivati. Sul punto basti il rinvio a Motti (2008), 1167 s. ove gli opportuni riferimenti.

nell'ipotesi di offerta al pubblico) dell'applicabilità di una disciplina, mal si prestava a costituire il fondamento per esentare alcune operazioni dall'ambito di applicazione della disciplina della sollecitazione all'investimento. Invero, non pare potersi ravvisare, con riferimento ad alcune categorie di operatori qualificati, l'assenza di quel bisogno di protezione che costituisce ancora oggi – anche se da intendere alla luce della moderna teoria dei mercati dei capitali - la ragione di fondo della disciplina imperativa. Né è possibile pensare che la Consob potesse incidere in modo così penetrante sulla funzione della disciplina in esame.

Non è improbabile, pertanto, che fosse più corretta una lettura della disciplina volta ad escludere dall'operatività dell'esenzione le offerte dirette agli operatori qualificati che non appartenessero altresì alla categoria degli investitori professionali, e ciò in ossequio alle direttive funzionali che guidano l'interprete della disciplina del mercato mobiliare.

Bisogna verificare ora la tenuta dell'impostazione adottata nel diritto positivo vigente, innovato in modo non trascurabile dalla disciplina comunitaria; e proprio da quest'ultima pare opportuno prendere le mosse.

Gli organi comunitari, a differenza dell'autorità di vigilanza italiana, non hanno avuto l'ardire di individuare un'unica nozione di investitore professionale valida per tutto il diritto del mercato mobiliare. Tale concetto ha però subito un profondo ripensamento nel testo della direttiva 2003/71: la CE ha abbandonato l'impiego di un concetto vago dotato di sufficiente elasticità per indicare con un maggior grado di precisione il significato della nozione. La tecnica legislativa è quella di ispirazione anglosassone ormai consueta anche nel nostro ordinamento: vengono premesse al corpo normativo alcune definizioni tra le quali particolarmente articolata è proprio quella di investitore qualificato.

L'art. 2.1 lett. e) della direttiva 2003/71/CE definisce come investitori qualificati i) « le persone giuridiche che sono autorizzate o regolamentate ad operare sui mercati finanziari » <sup>(90)</sup> « come pure le entità non autorizzate né regolamentate aventi come

---

<sup>90</sup> Segue un elenco da ritenere solo esemplificativo in quanto volto a lasciare il dovuto spazio ai legislatori nazionali: si fa riferimento infatti genericamente a « enti creditizi, imprese di investimento, altri enti finanziari autorizzati o regolamentati, imprese di assicurazione, organismi di investimento col-

esclusivo scopo sociale l'investimento in strumenti finanziari »: con riferimento a tale prima categoria, vale la pena sottolineare che si tratta di veri e propri investitori professionali che, nella prospettiva della teoria dei mercati finanziari ben possono essere considerati quali informed investors, soggetti quindi essenziali per il buon funzionamento e l'efficienza informativa del mercato mobiliare; ii) « le amministrazioni statali e regionali, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sopranazionali (...) »: per quanto riguarda le pubbliche amministrazioni e gli enti di diritto internazionale va, per inciso, segnalato come sia dubbio se possano rientrare nel novero delle amministrazioni regionali gli enti locali (comuni e provincie) che, come è noto, hanno sottoscritto negli ultimi anni una serie di strumenti finanziari derivati, affermando di essere operatori qualificati ai sensi dell'art. 31.2 Reg. Intermediari (vecchio testo); iii) «altre persone giuridiche che non soddisfano due dei tre criteri di cui alla lettera f) » vale a dire non possono essere qualificate PMI ai fini della direttiva in commento: il legislatore comunitario presume (iuris et de iure), da un lato, che le piccole e medie imprese (<sup>91</sup>) non siano dotate (né debbano esserlo) di assetti organizzativi e amministrativi (v., ad es., art. 2381 c.c.) tali da escludere i rischi che un'operazione di private placement normalmente comporta e, dall'altro, che le stesse abbiano la solidità patrimoniale e finanziaria per assorbire un investimento i cui rischi potrebbero non essere compiutamente compresi data l'assenza di tali presidi organizzativi (<sup>92</sup>); iv) le persone fisiche (purché vi sia reciproco riconoscimento) che chiedono di rientrare nel novero degli investitori qualificati, ma tale richiesta dovrà essere sottoposta al vaglio dell'autorità di vigilanza che deve verificare la sussistenza dei requisiti all'uopo posti dal

---

lettivo e le loro società di gestione, fondi pensione e le loro società di gestione, operatori in merci ».

<sup>91</sup> La direttiva definisce anche che cosa si intenda per PMI, attraverso l'elencazione di tre indici presuntivi, fermo restando che è sufficiente che ne sussistano almeno due su tre [cfr. art. 2.1 lett f)]: l'impresa può essere qualificata piccola o media se, sulla base del più recente bilancio annuale o consolidato, ha un numero medio di dipendenti inferiore a 250, un totale dello stato patrimoniale non superiore a 43.000.000 di euro e un fatturato annuo netto non superiore a 50.000.000 di euro.

<sup>92</sup> Mentre è logico pensare che imprese di minore dimensione non dispongano di una divisione finance diretta da un CFO e un sistema di controllo interno dipendente da un CRO ci si deve chiedere se la scelta di una tale semplificazione organizzativa in seno ad una grande impresa sia oggi giuridicamente giustificabile alla luce di quanto dispone il nuovo art. 2381 c.c. Da tale ragionamento potrebbe discendere altresì l'opportunità di un'applicazione analogica dell'art. 2381 c.c. alla società a responsabilità limitata: solo quando il dato tipologico lo impone (ad esempio quando siano superati almeno due delle soglie comunitarie entro le quali si è qualificati PMI ai sensi della direttiva in esame).

comma successivo dello stesso art. 2, vale a dire il compimento da parte dell'investitore in questione di operazioni frequenti e di dimensioni significative sui mercati mobiliari, un portafoglio di investimenti superiore a 500.000 euro e precedenti esperienze lavorative da cui si può desumere una sufficiente esperienza in materia di investimenti: non si può sottacere l'ambiguità dei requisiti dal momento che nessuno di essi pare garantire in modo efficace l'assenza del bisogno di protezione, tale da giustificare l'inoperatività della disciplina imperativa del prospetto. Infine, possono rientrare nel novero degli investitori qualificati anche v) « determinate PMI» come precedentemente definite a condizione però che, come per le persone fisiche, vi sia tanto un reciproco riconoscimento quanto che tali imprese chiedano inserite in un apposito registro <sup>(93)</sup> tenuto dall'autorità di vigilanza o sotto il suo controllo.

Rispetto alla nozione di investitore professionale (peraltro sganciata dall'antecedente comunitario) in vigore prima dell'attuazione della direttiva 2003/71/CE, quella odierna di investitore qualificato pare meno ampia perché focalizzata sull'idea (se si vuole, pregiuridica) di investitore professionale o, quanto meno, sulla capacità dei soggetti presi in considerazione di sopportare dal punto di vista organizzativo e patrimoniale i rischi connessi con l'attività di investimento in prodotti finanziari emessi in assenza di prospetto controllato da un'autorità di vigilanza. Va altresì sottolineata la presa di coscienza che la disciplina (e quindi la fattispecie) delle operazioni di offerta al pubblico non risponde alla stessa logica (seppure si tratta di logiche affini) della disciplina dei servizi d'investimento <sup>(94)</sup>. Molto più articolate sono infatti le norme che

---

<sup>93</sup> Il registro delle persone fisiche e delle PMI che sono investitori qualificati su richiesta è tenuto ai sensi dell'art. 2.3 della direttiva dall'autorità di vigilanza e in ogni momento il soggetto può chiedere la cancellazione da tale registro. Non è invece chiaro se la Consob debba svolgere un controllo meramente formale sulla sussistenza dei requisiti di "professionalità": con il che si potrebbe porre un problema in parte analogo a quello che sta impegnando la giurisprudenza in relazione all'efficacia della dichiarazione ex art. 31.2 Reg. Intermediari (vecchio testo) nella prestazione di servizi d'investimento. Sarebbe in un certo senso sorprendente che l'autorità ritenesse di svolgere un vaglio solo formale sulla richiesta dopo aver sanzionato alcune istituzioni finanziarie per non essersi dotate di presidi organizzativi idonei a verificare l'effettiva sussistenza dell'esperienza in materia di investimenti solo dichiarata dal legale rappresentante ai sensi del citato art. 31.2.

<sup>94</sup> DE LILLO (2002), 274 afferma che una differente nozione di investitore professionale potrebbe ingenerare confusione negli operatori. Tale opinione non appare condivisibile se si riflette sul fatto che chi si troverà a dover discernere tra investitori qualificati e clienti professionali (o controparti qualificate) sono soggetti sufficientemente sofisticati per poter ottemperare ad un dettato legislativo che risponde a precise esigenze di disciplina del mercato mobiliare.

definiscono le categorie diverse dalla clientela al dettaglio nella direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID), caratterizzate da un profilo funzionale profondamente diverso<sup>(95)</sup>: nel caso dei servizi d'investimento si tratta infatti di disapplicare la disciplina solo parzialmente, non potendo la Consob, in assenza di esplicita previsione legislativa, escludere *tout court* l'applicazione dei principi posti dall'art. 21 (sia pure adattati al contesto di un rapporto contrattuale che intercorre tra l'impresa d'investimento e soggetti diversi dal risparmiatore *retail*), nell'ipotesi della disciplina dell'offerta al pubblico invece viene meno l'operatività di tutti gli accorgimenti legislativi volti a tutelare il risparmiatore.

Occorre a questo punto occuparsi del diritto positivo nazionale, ma non è stato ozioso il dilungarsi sulle disposizioni comunitarie: la disciplina interna attua in modo più fedele le nozioni comunitarie di quanto, come si tentato di spiegare *supra*, sia accaduto nel passato con la direttiva POD.

Come si è accennato nel precedente paragrafo, l'art. 100, comma 1, lett. a) TUIF esclude l'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico quando quest'ultima sia destinata esclusivamente a «*investitori qualificati, comprese le persone fisiche e le piccole e medie imprese*» da tale inciso appare corretto desumere che coloro che professionalmente esercitano un'attività di investimento nel mercato mobiliare sono da considerare di per sé nel novero degli investitori qualificati. Viceversa, per quanto concerne le persone fisiche e le piccole e medie imprese occorre fare riferimento a disposizioni di rango inferiore che dovrebbero essere emanate dalla Consob<sup>(96)</sup>. L'autorità di vigilanza ha provveduto con notevole (ma comprensibile) ritardo a rivedere le norme del regolamento emittenti con la recentissima delibera n. 16840 del 19 marzo 2009 a conclusione di un lungo periodo di consultazioni.

---

<sup>95</sup> Non pare ravvisare la differente prospettiva CUGNASCO (2008), 812-813 il quale ritiene che la nozione di investitore qualificato coincida con quelle di cliente professionale e di controparte qualificata di cui all'art. 6.2-*quater* e 6.2-*quinquies* TUIF (e corrispondenti disposizioni di attuazione del Reg. Intermediari). Tale opinione non può essere condivisa per le ragioni esposte nel testo.

<sup>96</sup> Attuazione che la legge in modo pleonastico impone che avvenga secondo le disposizioni comunitarie, quando invece la legge delega (art. 12, comma 3, lett. i) l. 262/2005 imponeva di «*prevedere i criteri in base ai quali la Consob può autorizzare determinate persone fisiche e piccole e medie imprese ad essere considerate investitori qualificati ai fini dell'esenzione delle offerte rivolte unicamente a investitori qualificati dall'obbligo di pubblicare un prospetto*».

In particolare, l'art. 34-ter, comma 1, lett. b) del nuovo regolamento emittenti statuisce che si intendono investitori qualificati ai sensi dell'art. 100 TUIF: « 1) *le persone giuridiche autorizzate o ammesse ad operare dalla disciplina di settore sui mercati finanziari, compresi le banche, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, gli organismi di investimento collettivo del risparmio, le società di gestione del risparmio, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del Testo unico bancario, le società di cui all'art. 18 del Testo unico bancario, le fondazioni bancarie, le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci come pure le entità non autorizzate né regolamentate aventi come esclusivo scopo sociale l'investimento in strumenti finanziari* »: si tratta degli *informed investors* e la Consob, pur ricalcando il testo della direttiva, ha opportunamente chiarito che fanno parte di questa categoria alcuni soggetti caratteristici del nostro ordinamento (ad es. gli intermediari finanziari del Testo unico bancario). Al punto n. 2, la Commissione si è limitata a tradurre il testo della direttiva senza chiarire cosa si debba intendere per “amministrazioni regionali”.

Per quanto riguarda le PMI, il n. 3 stabilisce due requisiti: la sede legale in Italia e l'iscrizione nel registro di cui all'art. 34-quater dello stesso regolamento il quale, a sua volta, rinvia all'art. 3, comma 1, lett. b) <sup>(97)</sup> per l'identificazione dei soggetti che possono essere iscritte nel registro tenuto dalla Consob. Per quanto riguarda il primo requisito si pone il problema della compatibilità comunitaria dello stesso: appare infatti abbastanza evidente un contrasto con la libertà di stabilimento senza che tale compressione sia giustificata da una effettiva esigenza di carattere imperativo. Pare che la Consob abbia confuso i requisiti per l'iscrizione nel registro, tra i quali può ben essere prevista la necessità della sede nel territorio nazionale, con i requisiti per essere considerati investitori qualificati: è infatti ovvio che si debba ritenere tali anche le

---

<sup>97</sup> I requisiti sono tre ma è sufficiente che ne sussistano almeno due. La Consob non si è discostata da quanto previsto in sede comunitaria e ha chiarito che sono PMI le imprese che nel più recente bilancio annuale o consolidato soddisfano (almeno due de) i seguenti criteri: a) numero medio dei dipendenti inferiore a 250; b) totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro; c) fatturato annuo netto non superiore a 50 milioni di euro.

PMI con sede in stati della CE iscritti nei registri tenuti dalle autorità nazionali.

Anche per quanto concerne le persone fisiche la Commissione ha ritenuto sufficiente una traduzione del testo della direttiva (<sup>98</sup>): per quanto riguarda il requisito della residenza in Italia, vale il discorso fatto sopra con riferimento al requisito della sede per le PMI.

È infine prevista la categoria residuale delle persone giuridiche che non possono essere qualificate PMI e non hanno per scopo sociale esclusivo (*rectius* oggetto sociale) l'investimento in strumenti finanziari. Con tale disposizione si amplia in modo significativo il novero delle persone giuridiche che possono essere considerate investitori qualificati ai fini della disciplina dell'offerta al pubblico senza che, come almeno si richiedeva nel vigore della precedente disciplina, il legale rappresentante dichiarasse una particolare competenza in materia di investimenti in prodotti finanziari.

#### 4.3 Le altre ipotesi di inapplicabilità della disciplina: cenni.

L'art. 100 TUIF (ricalcato ed integrato dall'art. 34-*ter* Reg. Emit.) prevede ulteriori *rules* che consentono l'effettuazione di offerte al pubblico senza l'obbligo di diffondere un prospetto informativo. Si tratta di ipotesi meno rilevanti della precedente sia dal punto di vista pratico, sia perché, nel discorso che stiamo qui conducendo, assume un rilievo particolare il caso dell'offerta ad investitori professionali (in particolare a quelli che possono costituire un canale distributivo di prodotti finanziari). Per completezza e per evitare elusioni della disciplina dell'art. 100-*bis* è però opportuno prendere brevemente in considerazione le sole ipotesi che trovano una potenziale applicazione di carattere generale, ponendosi in competizione con le offerte ad investitori professionali.

a) In primo luogo, sono esentate le offerte effettuate ad un numero di soggetti

---

<sup>98</sup> Sono infatti investitori qualificati solo le persone fisiche iscritte nel registro tenuto dalla Consob. Per ottenere l'iscrizione l'art. 34-*quater* Reg. Emit. richiede che siano soddisfatte almeno due delle seguenti condizioni: a) effettuazione di operazioni di dimensioni significative sui mercati mobiliari con una frequenza media di almeno dieci operazioni a trimestre negli ultimi quattro trimestri; b) dimensione del portafoglio strumenti finanziari superiore a 500.000 euro; c) attività lavorativa, anche pregressa, per almeno un anno nel settore finanziario con l'esercizio di funzioni che richiedono una conoscenza degli investimenti.

inferiori a 100, diversi dagli investitori qualificati (cfr. art. 34-ter, comma 1, lett. a Reg. Emit.): si vuole in questo caso evitare che l'emittente (o l'offerente, ma sul punto occorrerà tornare) sostenga i costi (in questo caso eccessivi) dell'offerta al pubblico quando i soggetti bisognosi di protezione sono pochi. Inoltre, nell'ottica qui adottata, si può anche aggiungere che offerte rivolte a pochi investitori non sono intrinsecamente in grado di esprimere nella fase di mercato primario quella precisione nella determinazione del prezzo che il procedimento di offerta al pubblico garantisce in operazioni di maggiori dimensioni.

Pur non essendo chiaro nel testo della norma, discende dalla *ratio* della disciplina che è sufficiente che i cento investitori non professionali siano semplicemente oblati, mentre non è necessario che effettivamente investano nei prodotti finanziari offerti.

b) E' poi prevista una specifica ipotesi di esenzione per le c.d. *small offerings*, vale a dire le offerte di ammontare non elevato (il cui corrispettivo è inferiore a 2.5 milioni di euro) (art. 34-quater, comma 1, lett. c Reg. Emit.). La Commissione ha poi cura di precisare che, per stabilire se si è superato il tetto massimo, bisogna considerare unitariamente le offerte effettuate nell'arco di dodici mesi (<sup>99</sup>).

c) Sono infine esentate tutte le offerte che prevedano un corrispettivo totale di almeno 50.000 euro per investitore (e per ogni offerta separata) ovvero che abbiano ad oggetto prodotti finanziari di valore nominale unitario di almeno 50.000 euro (v. art. 34-quater, comma 1, lett. c e d Reg. Emit.). In questa ipotesi, il regolatore presume che i soggetti che hanno sufficienti mezzi per investire in singoli strumenti finanziari somme così elevate siano dotati di sufficiente esperienza negli investimenti da rendere inutile un prospetto informativo. Pur essendo tale spiegazione plausibile, va anche detto che vi potranno essere casi in cui ciò non si verifica e sarà dunque essenziale verificare i meccanismi di « rivendita » anche con riferimento a tale ipotesi. Tanto più tali casi di inapplicabilità sono previsti dalla Consob in assenza di una esplicita attribuzione di potere regolamentare in questo senso, bensì in forza del gene-

---

<sup>99</sup> Tale norma appare un'applicazione di un principio antielusivo, che potrebbe operare anche al di fuori della specifica ipotesi della *small offering*. Si pensi all'offerta a meno di 100 investitori non qualificati.

rale rinvio di cui all'art. 100, comma 2, TUIF che impone uno scrutinio più severo sulla rispondenza dell'attività regolamentare della Commissione alla ratio complessiva della disciplina.

*5. Gli incerti confini della nozione di offerta al pubblico e il problema delle «rivendite» da parte dei soggetti abilitati: il collocamento privato presso investitori qualificati e la successiva circolazione degli strumenti finanziari nel mercato secondario. La fattispecie generale (di matrice comunitaria) dell'art. 100-bis, I comma, TUIF: incertezze interpretative, spunti sistematici e opportunità di una ricostruzione in chiave storica del significato della norma.*

È giunto il momento di affrontare il primo corno (<sup>100</sup>) del problema che si è tentato di delineare nei primi paragrafi del Capitolo I.

Le emissioni di euroobbligazioni effettuate negli anni a cavallo del secolo hanno messo in luce una tensione tra l'interpretazione formale e quella teleologica della disciplina. Per comprendere il punto, giova partire da un indiscutibile dato di fatto: le obbligazioni collocate inizialmente presso intermediari-investitori professionali (oggi, qualificati), si trovavano, al momento del *default* delle società emittenti, nelle mani di investitori *retail* [non si vuol qui prendere posizione sulla natura previdenziale o speculativa di tale impiego di fondi, che pure potrebbe essere decisiva ai fini di stabilire quale sia la miglior tutela (<sup>101</sup>)], che le avevano spesso acquistate in un momento immediatamente successivo all'accesso da parte dell'emittente al mercato primario (<sup>102</sup>).

Invero, non si vede ragione che impedisca di condurre il discorso su un piano più generale: se dal punto di vista pratico il problema si è posto principalmente con riferimento alle emissioni, e alla successiva circolazione, di strumenti finanziari di debito, non vi è chi non veda che, almeno sotto il profilo teorico, la questione si pone in

---

<sup>100</sup> Al secondo, che è poi l'interpretazione dell'art. 100-bis, II e III comma, TUIF sarà interamente dedicato il capitolo successivo.

<sup>101</sup> Sul punto è d'obbligo il rinvio a DENOZZA (2004), 346-349

<sup>102</sup> Che questo sia il dato di partenza per effettuare una valutazione degli interessi coinvolti è confermato dalla dottrina più attenta PICARDI (2005), 715.

modo analogo per i titoli azionari (o altri strumenti finanziari ibridi).

In altri termini ci si deve chiedere se l'ipotesi di inapplicabilità di cui all'art. 100 lett. a) TUIF sottintenda, nel caso particolare del collocamento presso intermediari, un dovere dei sottoscrittori di mantenere nel proprio portafoglio i prodotti finanziari acquisiti nel mercato primario (<sup>103</sup>).

In questa prospettiva, oggi, l'indagine non può che prendere le mosse dalla controversa disposizione di cui all'art. 100-*bis*, I comma, TUIF che, si potrebbe dire, definisce la fattispecie generale delle « rivendite », determinando un ampliamento (<sup>104</sup>) della nozione di offerta al pubblico verso operazioni svolte nel mercato secondario. In particolare, la norma impone l'obbligo di prospetto (cioè integra la definizione di offerta al pubblico) al ricorrere le condizioni indicate nella definizione (come si è visto molto generica) di cui all'art. 1.1 lett. t) e qualora non ricorra alcuno dei casi di inapplicabilità di cui all'art. 100 TUIF, se un soggetto (qualsiasi) effettua una « successiva rivendita » di prodotti finanziari che sono stati oggetto di un'offerta al pubblico esente.

È evidente come sia molto arduo comprendere il significato della norma sulla base di una semplice interpretazione testuale. Sotto il profilo della fattispecie, infatti, la norma appare tautologica: si dice che è offerta al pubblico ciò che rientra ...nella definizione legislativa. Ma, a ben vedere, la norma introduce il termine « rivendita », prima ignoto al nostro ordinamento e che potrebbe essere oggetto di una valorizzazione ermeneutica. Inoltre, per quanto concerne la disciplina, non vi è alcuna indicazione dei rimedi applicabili nell'ipotesi in cui il soggetto che « rivende » effettuando un'offerta al pubblico non rispetti la disciplina dell'art. 94 e ss. TUIF.

Tanto basta a giustificare un'indagine di carattere storico (rinviando al capitolo precedente per quella di carattere comparatistico) sulla tensione che il fenomeno delle « rivendite » ha determinato nell'interpretazione della nozione di sollecitazione all'investimento nonché sui rimedi applicabili nell'ipotesi di violazione di tale disciplina.

Si tratta di una disciplina di chiusura essenziale al fine di evitare facili elusioni

<sup>103</sup>

Si pone tale problema facendo riferimento al dato comparatistico COMPORTI (1999), 561.

<sup>104</sup>

In tal senso VIGLIONE, *Circolazione* (2008), 51-52.

degli obblighi imposti a chi desideri effettuare un'offerta al pubblico di strumenti finanziari. In altri termini, il legislatore impone dei costi su chi effettui un *private placement* con la mal celata intenzione di distribuire presso il pubblico gli strumenti finanziari collocati presso intermediari-investitori professionali.

*6. Fattispecie e disciplina delle « rivendite » in prospettiva storica. L'orientamento della Consob.*

Per comprendere in chiave storica il tema delle « rivendite » bisogna prendere le mosse dall'orientamento – per certi versi – formalistico <sup>(105)</sup> dell'autorità di vigilanza espresso nel 1997 in una nota Comunicazione <sup>(106)</sup> e, successivamente, mai smentito. Comunicazione che ha permesso quello che, in modo non condivisibile, è stato definito alla stregua di un « *modello alternativo di offerta di prodotti finanziari* » <sup>(107)</sup>: infatti, di alternativo c'è, a ben vedere, solo il fatto che gli strumenti finanziari finiscono nel portafogli di investitori *retail*, senza che sia possibile ravvisare, sul fronte delle garanzie all'investitore, alcuno strumento equivalente. Profilo che la Consob non dovrebbe ignorare nella sua attività <sup>(108)</sup>.

L'effetto immediato della Comunicazione della Consob del 1997 è stato di aval-

<sup>105</sup> Così è stato definito in giurisprudenza da Trib. Milano 20 marzo 2006, in *Giur. it.*, 2006, 2322 su cui v. infra.

<sup>106</sup> V. la nota Comunicazione n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997 (disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it)). Tale Comunicazione intendeva rispondere ad un quesito posto da una banca che intendeva acquistare a fermo l'intera emissione di obbligazioni emesse da un Comune per poi includere nel paniere che viene proposto alla clientela che si presenta allo sportello: il quesito riguardava l'applicabilità della disciplina della sollecitazione all'investimento e quindi, per l'emittente, dell'obbligo di prospetto nell'ipotesi di circolazione di detti titoli nel mercato secondario interno che si sarebbe creato una volta che la banca avesse iniziato a negoziare tali valori mobiliari in contropartita diretta; oltre al fatto che fosse eventualmente configurabile un'ipotesi di conflitto di interessi ex art. 21 TUF nella prestazione del servizio di negoziazione.

<sup>107</sup> Così il titolo del contributo di PAGONI (2005), 157.

<sup>108</sup> È degli anni '30 la lucida affermazione che l'utilità di un'autorità pubblica di controllo dei mercati finanziari si giustifica solo se gli interessi ultimi perseguiti dalla stessa sono quelli degli investitori, gli unici che non potrebbero trovare soddisfazione altrimenti: si vuol far riferimento alle parole di W.O. DOUGLAS: “*We have got brokers' advocates; we have got Exchange advocates; we have got investment banker advocates; and WE are the investors' advocate*” da ultimo riportata dal Chairman della SEC Mary Shapiro in *The SEC's Upcoming Agenda to Protect Investors*, relazione dell'Aprile 2009 al Council of Institutional Investors, Spring Meeting (disponibile sul sito <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2009/04/13/sec-chairman-addresses-council-of-institutional-investors/#more-955>).

lare alcune prassi di mercato strutturate nel modo che segue: l'emittente si rivolge ad un investitore professionale, in genere una banca (un *investment bank*), che sottoscrive (da sola o insieme ad altri intermediari costituendo un consorzio di collocamento) a fermo i titoli oppure li colloca presso altri investitori professionali (spesso altri intermediari, che hanno una diffusione più capillare nel mercato *retail*): si tratta, come si è chiarito, di un'operazione esentata ad opera dell'art. 100 TUF (tanto nell'attuale quanto nella precedente versione) dall'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico. Né l'emittente, né i membri del consorzio di collocamento sono obbligati a redigere (e a sottoporre ad accurato controllo) un prospetto informativo. Piuttosto, viene redatta – come già si accennava nel Capitolo I – una *offering circular*, che contiene molte informazioni sull'operazione e sull'emittente, ma che non è certo paragonabile al prospetto informativo quanto all'accuratezza con cui viene redatto e, soprattutto, controllato.

Successivamente (ma non necessariamente dal punto di vista cronologico), gli investitori professionali che hanno sottoscritto gli strumenti finanziari a fermo o, comunque, che li hanno acquistati nel mercato primario nel corso di un *private placement*, inseriscono tali valori mobiliari nel proprio paniere (<sup>109</sup>) di titoli da offrire alla clientela in contropartita diretta.

Il servizio d'investimento prestato, in questo caso, non sarebbe dunque il collocamento, bensì la negoziazione in conto proprio (intermediario come *dealer*) (<sup>110</sup>) o, nel caso in cui si tratti di titoli non facenti parte del portafogli dell'intermediario, in con-

<sup>109</sup> Vi è chi ha parlato al riguardo di « limitata attività propositiva » cfr. PAGNONI (2005), 159.

<sup>110</sup> La negoziazione per conto proprio era definita all'art. 1.5 TUIF; oggi v. art. 1.5-*bis* TUIF (come modificato dal d.lgs. n.164 del 17 settembre 2007) che recita: « per “negoziazione per conto proprio” si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker* ». Va poi precisato che un particolare tipo di servizio di negoziazione in conto proprio è quella svolta dal c.d. intenzionalizzatore sistematico, definito nell'art. 1.5-*ter* TUIF come « il soggetto che in modo organizzato frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione ».

Sugli aspetti strutturali del servizio di negoziazione per conto proprio v. per la disciplina previgente ENRIQUES (1998), 1020-1022 e 1026-1033 il quale mette in luce i problematici confini dell'attività del *dealer* e come tale attività di negoziazione in conto proprio sia essenziale non solo per la tutela dell'investitore a livello micro ma anche per la corretta formazione nei prezzi nel mercato secondario

Sul servizio di negoziazione in conto proprio nella disciplina post-MiFID v. ANNUNZIATA (2008), 88-90

to altrui (intermediario come *broker*) (<sup>111</sup>). Si tratterebbe, in altri termini, di un'operazione svolta nel mercato secondario, da distinguere logicamente dal "collocamento" (<sup>112</sup>) iniziale, e, pertanto, non può trovare applicazione la disciplina della sollecitazione all'investimento (oggi, offerta al pubblico).

È dunque essenziale identificare quale sia il fondamento giuridico (ma anche economico) che ha consentito al mercato di sviluppare tali prassi: non pare infatti che la Commissione, nel rispondere allo specifico quesito, abbia preso in considerazione tutte le sfaccettature del problema (<sup>113</sup>). Per ottenere un quadro completo, sarà necessario valutare attentamente i limiti dell'orientamento della Consob alla luce di quanto sostenuto dalla giurisprudenza e dalla dottrina (<sup>114</sup>).

Anzitutto, secondo la Consob (<sup>115</sup>) non si poteva ravvisare nella fattispecie sottoposta al proprio esame (che, va detto, riguardava *esclusivamente* la sottoscrizione a fermo dei titoli di un emittente pubblico da parte di un *investment bank*, senza che fosse prevista la successiva circolazione presso altri intermediari) la prestazione di un servizio di collocamento che « *tipicamente si caratterizza per essere un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pub-*

---

<sup>111</sup> L'attività del *broker* che consiste nel reperire per conto del cliente una controparte per l'acquisto/vendita di strumenti finanziari nel mercato può essere ricondotta al contratto di commissione cfr. CARBONETTI (1992), 71 s.seguito da ENRIQUES (1998), 1030 e ANNUNZIATA (2008), 91 il quale precisa che tale questione ha perso gran parte dell'interesse che ebbe nel passato vista la pervasiva disciplina speciale che disciplina tale contratto.

La MiFID ha modificato la denominazione del servizio di negoziazione per conto terzi che oggi è qualificato esecuzione di ordini per conto dei clienti: sul tale servizio nella disciplina attuale v. ANNUNZIATA (2008), 90-91.

<sup>112</sup> Va detto che la dottrina ha dimostrato come l'attività di assunzione a fermo, se non è seguita da un effettivo collocamento dei titoli presso altri investitori non rientra nel servizio di collocamento, ma è semplice assunzione di partecipazioni cfr. ENRIQUES (1998), 1023 e 1031.

<sup>113</sup> Va invero precisato che la Consob, pur limitando ad una specifica fattispecie concreta il proprio intervento non ha mai colto l'occasione successivamente per precisare ulteriormente il proprio convincimento, limitando la portata dell'originario orientamento.

<sup>114</sup> Basti pensare che la difficoltà di distinguere operazioni di negoziazione da quelle di collocamento è ormai dato segnalato dalla manualistica v. PRESTI-RESCIGNO (2007), 181. V. inoltre per il momento l'interessante studio di PICARDI (2005), 716.

<sup>115</sup> La quale denuncia un approccio discutibile all'interpretazione giuridica parlando di « natura giuridica dell'operazione prospettata » v. in tal senso Comunicazione n. DAL/97006042, cit. In più occasioni si è tentato di sottolineare che, nel diritto del mercato mobiliare, l'interprete deve privilegiare un approccio funzionale alla determinazione del significato delle disposizioni e alla delimitazione dell'ambito di operatività degli istituti: per tali ragioni sembra che parlare di "natura" di un'operazione non costituisca l'approccio corretto.

*blico, da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate»* <sup>(116)</sup>: la banca - secondo la Consob - si sarebbe impegnata solo nella sottoscrizione dei titoli in conto proprio, ma non nel successivo collocamento. Rilevando, dunque, in modo autonomo la sola prima parte dell'accordo, non si sarebbe potuto ravvisare nel caso di specie una sollecitazione del pubblico risparmio ex art. 1/18 l. 216/1974 da parte dell'emittente. Né sarebbe stato possibile qualificare la rivendita a valle degli strumenti finanziari alla stregua di una autonoma sollecitazione del pubblico risparmio ad opera della banca in quanto l'acquisto delle obbligazioni da parte della clientela sarebbe avvenuto nell'ambito di una « normale attività di negoziazione in contropartita diretta (...), in esecuzione di ordini di acquisto ricevuti dalla stessa (sebbene conferiti a seguito di una "proposta in tal senso da parte di codesta banca) » <sup>(117)</sup>. Decisivo, ai fini dell'esclusione dell'applicabilità della disciplina della sollecitazione, sarebbe dunque il carattere *non standardizzato* delle "proposte" effettuate alla clientela <sup>(118)</sup>. Spesso viene inoltre asserito <sup>(119)</sup> che elemento presuntivo per identificare il discrimine tra sollecitazione e collocamento privato, da un lato, e successiva negoziazione, dall'altro, sarebbe il trascorrere di un lasso di tempo molto breve tra le due operazioni, ma la circostanza è clamorosamente smentita dal fatto che è stata unanimemente considerata lecita la pratica del collocamento degli *eurobonds* nella fase di *grey market*.

Si è già messo in luce come uno dei principali problemi sollevati da tale prassi fosse la scarsa significatività del prezzo di vendita <sup>(120)</sup> degli strumenti finanziari spesso negoziati su *trading venues* alternative (gli SSO della previgente normativa,

<sup>116</sup> Così Comunicazione n. DAL/97006042, cit.

<sup>117</sup> Così sempre Comunicazione n. DAL/97006042, cit.

<sup>118</sup> Il punto viene segnalato anche da SCIMEMI (2004), 718 nt. 71 il quale, come si è precedentemente segnalato, aderisce a quell'opinione dottrinale volta ad escludere il requisito della standardizzazione della proposta quale elemento qualificante il carattere pubblico della sollecitazione.

In ogni caso, non è facile comprendere come sia possibile sostenere che non sia in un certo senso standardizzata la proposta effettuata dall'intermediario che inserisce le obbligazioni collocate mediante *private placement* nei panieri offerti ai clienti, mediante l'inserimento di prezzi d'acquisto e vendita.

<sup>119</sup> Dalla stessa Banca d'Italia (2004), 16.

<sup>120</sup> PICARDI (2005), 715 non evidenzia questo specifico profilo, che permette di dare ulteriore fondamento all'interrogativo circa l'applicabilità della disciplina dell'appello al pubblico risparmio ad ipotesi di negoziazione nel mercato secondario.

oggi sostituiti da internalizzatori sistematici e sistemi multilaterali di negoziazione v. art. 77 *bis* e 78 TUIF), nonostante la quotazione su mercati regolamentati: è del resto noto che l'ammissione a negoziazione non significa necessariamente (e soprattutto in assenza di un obbligo di concentrazione degli scambi) effettiva negoziazione sul mercato regolamentato. Dal che è facile comprendere come il prezzo cui sono scambiati gli strumenti finanziari non possa essere significativo a meno che non si tratti di titoli il cui mercato è dotato di un grado di liquidità tale da sostenere tale frammentazione dei luoghi di scambio.

È allora opportuno spostare immediatamente l'attenzione sul fronte dei rimedi concessi dall'ordinamento all'investitore deluso per comprendere quali fossero le risposte possibili a questo specifico profilo in cui si manifesta quel *need of protection* che caratterizza l'accesso al mercato mobiliare dell'investitore *retail*: a tal proposito, è utile l'esame di alcune pronunce giurisprudenziali che hanno affrontato il tema dei rimedi assicurati dall'ordinamento all'investitore per la violazione delle regole di condotta, per comprendere se e in che limiti si può affermare che i principi in tema di servizi di investimento siano in grado, da soli, di ovviare a questa possibile lacuna del diritto del mercato mobiliare.

*6.1 La tutela del risparmiatore nella giurisprudenza maggioritaria: l'inadempimento dell'intermediario-seller alle regole di condotta. Il problema del coinvolgimento degli intermediari coinvolti nelle fasi del processo di emissione anteriori al placement.*

La giurisprudenza <sup>(121)</sup> che ha affrontato *ex professo* il tema della tutela dei ri-

<sup>121</sup> Cfr. Trib. Roma 8 ottobre 2004, p. 702-703 (in cui si limita ad affermare che non vi può essere obbligo di prospetto se l'offerta nel mercato primario è coperta da un'esenzione ex art. 100 TUIF, né possono essere rilevanti a tal fine operazioni nel mercato secondario, anche se *grey market*); Trib. Monza 16 dicembre 2004, in *BBTC*, 2006, II, 505-507; Trib. Milano, 9 marzo 2005, in *NGCC*, 2006, I, 773 (in cui pur riportando gli argomenti della sentenza del Tribunale di Roma dell'ottobre 2004 si afferma che la questione meriterebbe ulteriore approfondimento); Trib. Roma, 11 marzo 2005, in *ilcaso.it*, I, 83 (in cui in modo un po' circolare si ammettono attività propositive da parte degli intermediari-sellers a meno che non costituiscano violazione della disciplina della sollecitazione all'investimento la cui applicabilità costituisce il problema da risolvere); Trib. Trani 7 giugno 2005, in *NGCC*, 2006, I, 777; Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Contratti*, 2006, p. 462 e in *NGCC*, 2006, I, 596 (che si occupa del tema anche se si tratta di titoli di stato della Repubblica Argentina con riferimento ai quali si applica una diversa esenzione, di carattere oggettivo, ex art. 100 TUIF); Trib. Catania, 8 febbraio 2007, in

risparmiatori in relazione a siffatte operazioni di “collocamento” si è talvolta interrogata sull'applicabilità, alla fattispecie in esame, della disciplina della sollecitazione all'investimento. Nella quasi totalità dei casi (v. *infra* per l'indicazione dei precedenti di segno opposto), i giudici hanno preferito escludere l'applicabilità di tale disciplina, probabilmente sulla base di una considerazione frutto di realismo: in assenza di una disciplina dell'azione di classe, la giurisprudenza ha ritenuto condivisibili i rilievi della dottrina (<sup>122</sup>) che ha rilevato come i rimedi conseguenti alla violazione dei doveri degli intermediari che prestano dei servizi d'investimento risultino più favorevoli nella prospettiva del singolo risparmiatore. Al di là di tale considerazione, che pure è possibile leggere tra le righe delle sentenze, la giurisprudenza, nell'esaminare la fattispecie in questione, si è accontentata di ripetere, senza approfondimento critico, quanto affermato dalla Consob (e ribadito dalla Banca d'Italia in sede scientifica), senza cogliere le peculiarità delle diverse fattispecie concrete: tanto di quella originariamente esaminata dalla Consob quanto di quelle sottoposte al proprio vaglio.

In assenza delle cautele (giuridiche e di mercato) che operano nelle operazioni di offerta al pubblico, senza cioè la possibilità di fare affidamento su un prezzo realmente “informato”, la protezione accordata dall'ordinamento all'investitore *retail* coinciderebbe esclusivamente con la tutela del cliente dell'impresa che presta il servizio di negoziazione: sarebbero dunque gli obblighi informativi (attivi e riflessivi) e l'obbligo di astenersi dall'effettuare operazioni inadeguate o in conflitto di interessi e (oggi, in particolare, venuto meno l'obbligo di concentrazione delle negoziazioni nei mercati regolamentati) la c.d. regola di *best execution* a costituire lo strumento che l'ordinamento predispone per proteggere l'investitore in questi casi.

Questa è stata in effetti la risposta che la giurisprudenza quasi totalitaria (<sup>123</sup>) ha dato alle pressanti richieste di compensazione delle perdite subite dai risparmiatori a

---

*www.ilcaso.it*, 9 s.; Trib. Torre ANNUNZIATA, 27 giugno 2007 (data pronuncia), in *ilcaso.it*, I, 986; Trib. Milano, 3 giugno 2008, in *BBTC*, 2009, II, 441 ss. (in cui si tratta di obbligazioni Cerruti e viene ritenuta decisivo, come negli altri casi, il carattere standardizzato dell'offerta, ma non solo, in quanto le rivendite devono essere ripetute, eseguite in tempi ravvicinati e a prezzi omogenei)

<sup>122</sup> V. SCIMEMI (2004), 726; ma analoga considerazione era svolta da PERRONE (2003), 46 sia pure in un più ampio discorso sulla rispondenza della responsabilità da false informazioni al mercato a criteri di *optimal deterrence* piuttosto che di *corrective justice*.

<sup>123</sup> V. *infra* l'indicazione di un precedente difforme del Tribunale di Milano.

seguito dei noti default.

Sul punto non occorre dilungarsi troppo, l'esame delle regole in tema di servizi d'investimento ha ricevuto un apprezzabile approfondimento nella dottrina e nella giurisprudenza più recenti (<sup>124</sup>).

Ciò che preme qui sottolineare sono alcuni aspetti – per così dire – rimediali della tutela offerta dai Tribunali: in particolare, paiono non irrilevanti i profili concernenti la legittimazione passiva e quelli riguardanti la determinazione del *quantum* che il risparmiatore “tradito” riesce ad ottenere a seguito del giudizio.

Per quanto riguarda il primo, va sottolineato, seppur ovvio, che nella catena degli intermediari coinvolti nel procedimento di emissione di strumenti finanziari (<sup>125</sup>) è solo l'ultimo anello a venire coinvolto nel contenzioso. Ciò appare corretto se si adotta un angolo visuale in cui è la singola negoziazione ad essere in primo piano: il risparmiatore, in fin dei conti, ha concluso un contratto solo con l'intermediario *retail* (il più delle volte, la banca presso cui ha acceso un conto di deposito titoli) e, nei confronti di quest'ultimo, lamenta la violazione delle regole di comportamento di cui all'art. 21 TUIF.

Ma, come si è tentato di mettere in luce, se si ha riguardo all'architettura complessiva delle operazioni, il deficit informativo sta probabilmente altrove. L'intermediario *retail* si trova (in molti casi, ma non in quello preso in considerazione dalla Consob nel 1997) in una posizione piuttosto distante dall'*origination* dell'operazione e, in particolare, dalle informazioni aziendali che emergono in tale fase del procedimento di emissione e che sono essenziali affinché si possa considerare il risparmiatore sufficientemente informato (<sup>126</sup>) sui rischi che si assume (informazione che, non circolando, come si è visto, non si traduce nemmeno nel prezzo e che, di fatto, non riesce ad

---

<sup>124</sup> Si veda da ultimo il volume a cura di PERRONE, *I soldi degli altri* (2008), *passim*. ove anche un'interessante indagine empirica sugli orientamenti dei tribunali di Milano e Roma.

La casistica è ormai sterminata: oltre alle decisioni edite su riviste, è utile consultare il foglio di giurisprudenza on-line [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>125</sup> Così come descritto nel primo capitolo.

<sup>126</sup> Il punto è ben segnalato da PISANI MASSAMORMILE (2005), 788 in cui si legge: « Potrebbe invece accadere che l'intermediario operante sul *retail* sia immune da “colpe”, perché non ha mai ricevuto e non avrebbe potuto ricevere, nonostante l'idonea organizzazione posseduta, le informazioni di carattere “interno” riguardanti l'emittente ».

incidere sulle scelte d'investimento).

È allora al *lead manager* e ai membri del consorzio di collocamento che occorrerebbe ascrivere una qualche responsabilità per aver predisposto un meccanismo di distribuzione dei titoli che consente di mantenere riservatezza su alcune informazioni rilevanti e, quindi, di diffondere strumenti finanziari il cui prezzo è stabilito in modo sostanzialmente arbitrario. Del resto, se l'operazione è costruita a monte nel senso di volere coinvolgere il risparmio innominato è difficile che sussistano, tra i vari attori coinvolti, i corretti incentivi alla determinazione di un prezzo informato.

Resta il fatto che, seppure è immaginabile (<sup>127</sup>) una responsabilità civile, di natura aquiliana, dei membri del consorzio di collocamento per non aver diffuso sul mercato le informazioni rilevanti, tale responsabilità risulta assai complessa da attuare nel caso concreto (<sup>128</sup>). Soprattutto se è viceversa molto semplice ottenere ristoro mediante un'azione diretta nei confronti dell'intermediario *retail*.

Si tratta pertanto di un sistema di rimedi che privilegia decisamente la *compensation* e la *corrective justice* ad una prospettiva di *optimal deterrence* (<sup>129</sup>). Il che, ovviamente, è una scelta del tutto legittima, ma è necessario che sia chiaro che tale opzione è l'esito di un delicato bilanciamento di scopi della regolamentazione. Non è invece detto che escludere la deterrenza dagli obiettivi della regolamentazione finisca con il garantire il massimo grado di protezione degli investitori.

Tale conclusione è confermata dall'esame di un secondo profilo e, cioè quello che attiene al *quantum* che il risparmiatore ottiene attuando i meccanismi di *private enforcement*. Se in una prospettiva puramente compensativa, si sarebbe a prima vista potuto giustificare l'impiego del rimedio demolitorio della nullità (e, per le stesse ragioni, della risoluzione), è emerso, ad una più attenta analisi, come si trattasse di un rimedio poco funzionale (oltre che dogmaticamente poco giustificabile), dal quale

---

<sup>127</sup> Si veda sul punto PISANI MASSAMORMILE (2005), 789-792.

<sup>128</sup> Vi sono una serie di circostanze su cui occorre procedere per presunzioni con il rischio di incappare nel divieto di *praesumere de praesumpto*: a) la conoscenza di maggiori informazioni da parte dei *managers*; b) il nesso di causalità tra la mancata diffusione delle informazioni e il danno subito dal risparmiatore; c) l'antigiuridicità del comportamento dei *managers* reticenti (si tratta di soggetti che in fondo hanno rapporti solo con investitori professionali). Non convincono del tutto i tentativi di superare tali difficoltà messi in atto con eleganza da PISANI MASSAMORMILE (2005), 789-792.

<sup>129</sup> Per l'impostazione del discorso in questo senso v. PERRONE (2003), 38-40

possono scaturire soluzioni che ben possono essere definite ingiuste: la restituzione delle somme versate dal risparmiatore all'intermediario impedisce di distinguere le peculiarità del caso concreto e finisce con l'addossare sull'intermediario alcuni rischi (come quelli sistematici di andamento negativo del mercato) non possono non caratterizzare qualsiasi atto d'investimento (<sup>130</sup>). Questi rischi non sono evitati dalla Corte di Cassazione, che a Sezioni Unite ha chiuso le porte alla strada della nullità, ma non a quella – sotto questo profilo analoga – della risoluzione (<sup>131</sup>).

Se il rimedio reale si dimostra inadeguato (in una prospettiva di corretta compensazione), il rimedio risarcitorio deve comunque essere “maneggiato” con cura. Anche qui una eccessiva disinvoltura delle corti nell'utilizzo del meccanismo di valutazione ex art. 1226 c.c. finisce con il consentire risultati non molto distanti da quelli – indesiderati – che il rimedio reale porta con sé.

Ad esempio, non sembra sempre corretto assumere che ove fossero state date ulteriori informazioni al risparmiatore questi avrebbe diretto le proprie intenzioni di investimento altrove, magari in strumenti finanziari che avrebbero permesso quantomeno il rimborso del capitale investito.

## *6.2 Considerazioni critiche della dottrina. L'indipendenza della disciplina dell'offerta al pubblico rispetto a quella dei servizi d'investimento e la conseguente possibilità di una forza espansiva dello standard.*

Seppure sia ormai consolidata l'idea che la tutela più adeguata per l'investitore che abbia acquistato strumenti finanziari collocati presso investitori qualificati sia quella predisposta dal legislatore in tema di prestazione di servizi d'investimento, è possibile individuare alcune critiche a tal modo di ragionare segnalando il pensiero di alcuni autori (<sup>132</sup>) che hanno rilevato come vi sia il rischio che tali operazioni, lungi dal

---

<sup>130</sup> Il punto è efficacemente sottolineato dalla dottrina: PERRONE (2005), 1019 seguito da parte della giurisprudenza: v. ad es. Trib. Milano, 25 luglio 2005, p. 463

<sup>131</sup> Cfr. da ultimo BARCELLONA (2009), 43-46.

<sup>132</sup> Il primo che affronta il problema con riferimento alla disciplina del TUIF e alle vicende dei collocamenti presso investitori professionali e successiva circolazione presso gli investitori retail parrebbe essere SCIMEMI (2004), 714 s.; v. inoltre PICARDI (2005), 716 s. e ROMAGNOLI (2006), 784. Ma v. *contra*, per tutti, PISANI MASSAMORMILE (2005), 793-794 il quale non sembra avere dubbi sul fatto che si

costituire una semplice “alternativa” alla disciplina dell'offerta al pubblico (<sup>133</sup>), diano luogo ad un vero e proprio fenomeno elusivo (<sup>134</sup>) della disciplina dell'appello al pubblico risparmio (<sup>135</sup>).

In particolare, è stata manifestata una certa insoddisfazione per la tesi della Consob, così come applicata dalla giurisprudenza, per cui l'acquisto degli strumenti finanziari da parte degli investitori *retail* avveniva sulla base di richieste da parte della clientela, senza che si potessero ravvisare i caratteri della sollecitazione all'investimento. Anche senza ritenere che si tratti di una vera e propria finzione giuridica, è però possibile condividere l'opinione di chi, sotto il profilo fattuale, ha icasticamente affermato che un siffatto modo di intendere i fatti « *costituirebbe un dato sulla cui base occorrerebbe riscrivere tutti i manuali di marketing dei prodotti finanziari* » (<sup>136</sup>).

L'attività *latu sensu* sollecitatoria, sebbene priva dei caratteri di standardizzazione, che si è visto esser legati ad un errato collegamento della sollecitazione con la nozione civilistica di offerta pubblica, ben potrebbe essere consistita in un'attività di consulenza, magari anche solo orale (c.d. consulenza spot), che normalmente è collegata alla prestazione di servizi di negoziazione. Né pare corretto sostenere che la tutela offerta al cliente nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza o di negoziazione sia sufficiente ad escludere l'applicabilità della disciplina dell'offerta al pubblico (<sup>137</sup>): la dottrina (<sup>138</sup>) ha infatti da tempo dimostrato come vi sia una totale

trattasse di operazioni prive di un intento elusivo.

<sup>133</sup> Secondo quanto affermato da PAGNONI (2005), 157.

<sup>134</sup> V. SANGIOVANNI, *Sollecitazione all'investimento* (2006), 1393 che parla di tecniche individuate dalla prassi per « aggirare le disposizioni sulla sollecitazione all'investimento ».

<sup>135</sup> In particolare, anche se il profilo non è sufficientemente emerso dall'analisi dottrinale, sotto l'angolo visuale della significatività del prezzo di acquisto nel mercato primario/secondario dei titoli da parte dell'investitore *retail*.

<sup>136</sup> Così ONADO (2003), 553 e v. a p. 552 l'indicazione che tale ricostruzione rivela tutta la sua fragilità di fronte alla diffusa pratica della vendita nel *grey market*. « È vero che l'annuncio delle principali emissioni era riportato nella stampa specializzata e qualche caso isolato di richieste alla banca potrebbe essere avvenuto, ma neppure il più accanito tifoso de « Il Sole 24 Ore » potrebbe ritenere che la lettura di un articolo di questo tipo abbia indotto migliaia di casalinghe di Voghera a marciare compatte sugli sportelli bancari per chiedere quel titolo ».

<sup>137</sup> In questo modo si può allora comprendere l'impostazione della direttiva MiFID che nel 30 considerando afferma che « Un servizio dovrebbe essere considerato come prestato su iniziativa del cliente a meno che il cliente lo richieda in risposta ad una comunicazione personalizzata da o per conto dell'impresa a quel particolare cliente, che contiene un invito o è intesa a influenzare il cliente rispetto ad uno strumento finanziario o operazione finanziaria specifici. Un servizio può essere considerato

indipendenza tra i due settori di disciplina del TUIF che, come si è tentato di dimostrare, rispondono al logiche funzionali non coincidenti (<sup>139</sup>).

Del resto, se così non fosse, sarebbe molto arduo spiegare perché, in presenza di un'operazione di offerta al pubblico, si continuino ad applicare alcune norme a tutela del cliente di servizi d'investimento (<sup>140</sup>).

Inoltre, nel vigore della precedente disciplina, si annoverava espressamente l'invito ad offrire tra le modalità tipiche attraverso cui effettuare una sollecitazione all'investimento: in dottrina, si è messo correttamente in luce come fosse difficile escludere che tale tipologia di offerta potesse dare luogo ad una serie di trattative tra l'offerente e gli oblati (<sup>141</sup>). Tale argomento conserva tutta la sua validità anche con riferimento alla nozione, più ampia, di offerta al pubblico: costituirebbe un *non sense* sostenere oggi che l'invito ad offrire non rientra più tra le modalità attraverso cui può avvenire un'offerta al pubblico.

A questo punto, non pare difficile giungere alla conclusione che l'offerta al pubblico, nonostante la presenza di *rules* che ne escludono esplicitamente il verificarsi (<sup>142</sup>), sia una fattispecie a geometria variabile la cui applicabilità discende dalla sussi-

come prestato su iniziativa del cliente nonostante il cliente lo richieda sulla base di comunicazioni contenenti una promozione o offerta di strumenti finanziari effettuate con mezzi che siano per natura generali e rivolti al pubblico o a un più ampio gruppo o categoria di clienti o di potenziali clienti ».

<sup>138</sup> Così SCIMEMI (2004), 716; cfr. inoltre MIOLA, *sub art. 94* (2002), 790-793.

<sup>139</sup> Per tali ragioni non appare condivisibile l'opinione di DELLACASA (2006), 604 che, oltre ai tralizi argomenti tratti dalla Comunicazione Consob e dal Bollettino della Banca d'Italia, adduce un inconveniente dell'interpretazione funzionale: « Del resto, a differenza di quanto avviene nelle ipotesi di sollecitazione all'investimento, l'adempimento dell'obbligazione di consegnare il prospetto informativo sarebbe praticamente molto difficile nel servizio di negoziazione individuale, stante la frequenza delle contrattazioni e la varietà degli strumenti finanziari negoziati ». Appare piuttosto evidente che l' a. non colga l'aspetto essenziale della tesi che intende avversare: non si tratta infatti di applicare l'obbligo di prospetto ad ogni negoziazione nel mercato secondario, ma solo a quelle che ad un attento esame degli elementi di fatto nascondono la struttura di operazioni di collocamento al pubblico, caratterizzate però da un prezzo degli strumenti finanziari che non si è formato correttamente tanto nel mercato primario, quanto nel mercato secondario (se si può affermare che vi sia stato).

<sup>140</sup> V. ancora SCIMEMI (2004), 718; ma il punto è pacifico in dottrina v. ANNUNZIATA *sub art. 94* (1999), 94; MIOLA, *sub art. 94* (2002), 790-793. A tale tematica è oggi dedicato un approfondimento monografico di ROSSI M.G. (2007), *passim*.

<sup>141</sup> L'argomento di MIOLA, *sub art. 94* (2002), 793 è condiviso anche da SCIMEMI (2004), 719 e da ROMAGNOLI (2006), 784.

<sup>142</sup> Valorizza il dato letterale distinguendo i casi in cui non si applica la disciplina dell'offerta al pubblico da quelli in cui la legge esclude il verificarsi della fattispecie (come l'art. 205 TUIF) COMPORTI (1999), 555 seguito da BUCCELLATO (2004), 43 nt. 57

stenza di un effettivo bisogno di protezione, secondo direttive ermeneutiche di carattere funzionale che si è già dimostrato essere più corrette in questo settore del diritto, come dimostra anche il rango costituzionale del valore della tutela del pubblico risparmio (<sup>143</sup>); in altri termini, ogni qual volta si assista alla distribuzione tra il pubblico *retail* di strumenti finanziari, senza che vi sia un prezzo di emissione o di scambio nel mercato secondario significativo, senza che gli stessi investitori siano dotati di una forza contrattuale tale da imporre all'offerente di diffondere le informazioni rilevanti, compendiandole in un documento sottoposto al controllo di una serie di soggetti che prestano la loro reputazione (i c.d. *gatekeepers*), o, ancora, senza che i soggetti oblati siano in grado di trarre le informazioni rilevanti da fonti alternative, coloro che effettuano l'offerta sono obbligati a rispettare la disciplina speciale.

Pare abbastanza evidente che tale obbligo non diverrà effettivo nella maggior parte dei casi (<sup>144</sup>). Ma, in un certo senso, è anche questa la logica della disciplina dell'appello al pubblico risparmio: costituire un costo (costo economico, ma anche costo opportunità) che si rivela essere un forte deterrente (<sup>145</sup>) al coinvolgimento dei risparmiatori in operazioni poco trasparenti (<sup>146</sup>). Del resto, nel contesto della discipli-

---

Ma per un efficace critica a tale impostazione v. SCIMEMI (2004), 717.

<sup>143</sup> Per un collegamento tra il principio costituzionale previsto dall'art. 47 Cost. e l'interpretazione funzionale della nozione di « pubblico » inteso quale insieme di « soggetti bisognosi di tutela da parte dell'ordinamento » v. FERRO LUZZI (2004), 130; COMPORZI (1999), 532 nt. 2

<sup>144</sup> Un'ipotesi simile è quella dell'OPA obbligatoria totalitaria.

<sup>145</sup> Come tale, il deterrente deve avere un'efficacia preventiva *ex ante*: è proprio qui, forse, il limite di questa affascinante proposta interpretativa ed il motivo che potrebbe condurre a dubitare dell'utilità di introdurre norme *ad hoc*. In assenza di una reale efficacia deterrente, e lasciando per il momento sullo sfondo il problema dei rimedi, il rischio è che tali misure costituiscano costi ingestibili per gli operatori con conseguenze ben delineate da DENOZZA (2004), 344-345, ma con specifico riferimento alla mancata applicazione delle regole sull'emissione di strumenti finanziari v. p. 348-349 dove « questa generica dilatazione della portata degli obblighi d'informazione, non assistita da più precise formulazioni che individuino *i precisi obblighi d'informazione che devono ricorrere in relazione a precise categorie di atti* (ad. es. la vendita di obbligazioni emesse da privati, da privati privi di rating, da privati non quotati ecc.) corre tra l'altro il rischio di non consentire alcuna discriminazione tra i diversi soggetti che hanno acquistato le obbligazioni sul mercato. Il che comporterebbe che in caso di traslazione dei costi da risarcimento sui prezzi dei servizi, i risparmiatori più avveduti e prudenti dovrebbero finanziare non solo il risarcimento di quelli sprovvisti, ma anche il risarcimento degli speculatori ». La stessa tesi (ed in particolare i problemi di equità che sollevano i fenomeni di *cross subsidization*) può ben essere considerata un forte argomento contrario a forme di tutela così radicale e, pertanto, si giustifica una sua considerazione specifica *infra*, ma v. già la nota 17 a p. 349 per il pensiero dell'autore al riguardo.

<sup>146</sup> Anche se evidente, pare necessario precisare che la prospettata riviviscenza dello *standard* non sia consentita laddove operino le singole *rules*, vale a dire i *safe harbours* previsti dal legislatore.

na previgente, si era giustamente messo in luce che alcune delle modalità tipiche dell'attività sollecitatoria (invito ad offrire e messaggi promozionali) avessero la funzione di « spingere verso quei comportamenti *virtuosi* che, codificati nei vincoli procedurali stabiliti, escludono però ogni concreto spazio alle suddette figure »<sup>(147)</sup>.

L'alternativa è la rassegnata accettazione che la disciplina dell'offerta al pubblico sia facilmente eludibile<sup>(148)</sup>. Una siffatta alternativa è però inaccettabile nei suoi presupposti (l'interpretazione delle norme non può avere come effetto la disconnessione delle stesse dagli interessi protetti) e nei suoi risultati (la disciplina dei servizi d'investimento non risulta del tutto adeguata).

A questo punto occorre completare il quadro analizzando il profilo rimediabile collegato alla violazione delle norme in tema di offerta al pubblico per poi capire come si innesta nella precedente disciplina la disciplina generale delle « rivendite » contenuta nel I comma dell'art. 100-*bis* TUIF.

### *6.3 Una sentenza del Tribunale di Milano e il problema dei rimedi per la mancata offerta al pubblico. Critica alle tesi volte ravvisare l'operatività di rimedi reali: a) l'illiceità dell'operazione per la violazione delle norme imperative in tema di offerta al pubblico.*

La costruzione della fattispecie della sollecitazione all'investimento volta a ricomprendere nella stessa anche le negoziazioni a valle di un *private placement* è stata accolta da una sentenza del Tribunale di Milano del 2006<sup>(149)</sup> che costituisce

---

Se fosse così probabilmente i benefici di un'applicazione più ampia della disciplina dell'offerta al pubblico sarebbero superati dai costi (economici e opportunità) imposti alle imprese che fanno appello al pubblico risparmio dovuti all'incertezza in merito alla normativa cui dare seguito. Costi che sarebbero imposti in modo diseguale sul tessuto imprenditoriale, maggiori sulle PMI e minori sulle società quotate: si tratterebbe di un risultato ovviamente poco desiderabile. Sull'importanza dei *safe harbours* ai fini dell'efficienza complessiva del sistema v. il perspicuo scritto di un professore di Singapore nella prospettiva però del diritto australiano LOKE (s.d.), *passim*.

<sup>147</sup> Così BUCCELLATO (2004), 126 il quale mette in luce come la disciplina prenda in considerazione la sola ipotesi della diffusione al pubblico di una proposta contrattuale.

<sup>148</sup> Questa l'opinione di DELLACASA (2006), 604.

<sup>149</sup> Cfr. Trib. Milano, 20 marzo 2006, cit., 2321: la fattispecie riguardava la negoziazione ad opera di un intermediario *retail* (BPM) di obbligazioni Cirio Holding Lux 6,25% con scadenza 2004, emissione in cui uno dei principali *lead managers* era stata Banka Akros, l'*investment bank* del gruppo BPM. La sentenza del Tribunale di Milano è condivisa da Trib. Parma, 7 marzo 2007, in *ilcaso.it*, I, 1213 che propone passaggi argomentativi differenti per giungere alla conclusione della nullità per indeterminazione dell'oggetto nello specifico caso di vendita di *eurobonds* nel *grey market*. La sentenza è ampia-

un precedente di merito estremamente interessante di cui è utile ripercorrere i principali passaggi argomentativi.

Tale provvedimento discostandosi dall'orientamento della giurisprudenza di merito, in prevalenza deferente <sup>(150)</sup> al contenuto della Comunicazione Consob sulla rivendita di strumenti finanziari collocati mediante *private placement*, si pone sulla scia di quella parte della dottrina che esclude la sussistenza di una precisa definizione di sollecitazione all'investimento con particolare riferimento al tema del carattere pubblico della stessa <sup>(151)</sup>: tale incertezza ha consentito secondo i giudici milanesi il diffondersi della prassi di collocamento degli *eurobonds*, definita significativamente «offerta pubblica indiretta».

La decisione in esame, proseguendo nella critica dell'orientamento della Consob, ravvisa piuttosto un « tacito accordo tra “Emittente” e “Intermediario” finanziario (...) o, quantomeno, la consapevolezza che gli strumenti finanziari saranno ri-offerti ai clienti in tempi assai brevi»; secondo tale provvedimento, non possono essere ritenute sufficienti ad escludere tale elemento eventuali *selling restrictions* <sup>(152)</sup> contenute nel contratto di acquisizione di partecipazioni da parte dell'intermediario sottoscrittore; né può essere considerato rilevante il fatto che l'acquisto da parte dell'investitore retail sia avvenuto nell'ambito di un servizio di negoziazione in contropartita diretta con condizioni non standardizzate: tale argomento è, come si è visto, facil-

---

mente riportata da BERSANI (2008), 43 s. sia pure nell'ambito di un discorso che poco centra con il contenuto della stessa.

Per un *obiter* in tal senso senza che però si traggano conseguenze di disciplina, poiché l'intermediario viene ritenuto responsabile per la violazione delle regole di condotta in tema di servizi d'investimento v. Trib. Genova, 2 agosto 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 1225 con nota di M. DELLACASA; Trib. Torino, 8 maggio 2007, in *ilcaso.it*, I, 558

<sup>150</sup> Si tratta di un punto significativo, perché forse troppo spesso la giurisprudenza di merito rinuncia a rivedere gli orientamenti della Consob anche quando concernono l'interpretazione di norme giuridiche scovre di contenuto tecnico come in questo caso. Tale specifico aspetto va dunque sottolineato e salutato con favore perché segno di un effettiva sussistenza di essenziali meccanismi di *check and balances* necessari per giustificare le pervasive competenze che, in particolare nel mercato mobiliare, hanno le c.d. autorità amministrative indipendenti.

<sup>151</sup> In particolare viene messo in luce come la legge non desse alcuna indicazione sul « momento in cui un'offerta sia da considerarsi “rivolta al pubblico” » (cfr. Trib. Milano, *cit.*, 2321)

<sup>152</sup> Si tratta di previsioni contrattuali prive di efficacia reale, dunque non opponibili ai successivi acquirenti degli strumenti finanziari. Su cui v. *infra* Capitolo Quarto § 4.1.

mente superabile <sup>(153)</sup>. Seguendo questo ordine di idee, ci si troverebbe al cospetto di un'ipotesi in cui l'emittente avrebbe dovuto, d'accordo con gli intermediari coinvolti con ruoli diversi nell'operazione, predisporre un prospetto informativo e dare luogo ad una vera e propria sollecitazione all'investimento.

Da queste corrette, anche se minoritarie, premesse, tuttavia, il giudice trae conseguenze, sul piano dei rimedi concessi all'investitore *retail*, che non convincono per ragioni tanto dogmatiche, quanto funzionali <sup>(154)</sup>. Più precisamente, con un passaggio, forse un po' troppo rapido, il giudice qualifica « *tale comportamento [come] gravemente lesivo del principio – sancito dal T.U.F. - del rispetto dell'integrità dei mercati, diversamente dai restanti obblighi (informativi) eventualmente posti a carico dell'intermediario giustifica la nullità dei contratti* » <sup>(155)</sup> e nelle conclusioni lo stesso giudice parla di nullità per violazione delle regole che presiedono (a monte) la distribuzione dei titoli sul mercato che determina la sanzione della nullità per contrarietà all'ordine pubblico economico.

Non è chiaro quale sia la causa di nullità del singolo ordine di negoziazione ravvisata dal Tribunale di Milano, è invece chiaro che tale argomento era volto a riaprire la strada al rimedio demolitorio nelle cause di intermediazione finanziaria, all'epoca già avversato da un arresto della Cassazione <sup>(156)</sup> e oggi precluso dalla nota pronuncia delle Sezioni Unite <sup>(157)</sup>.

---

<sup>153</sup> La sentenza in esame non cerca solo di sostenere l'irrilevanza del requisito della standardizzazione, ma ritiene altresì che da un attento esame della prassi si possa desumere che gli acquisti avvenissero a condizioni standard in quanto l'intermediario utilizzava i prezzi espressi da sistemi di scambio organizzati.

<sup>154</sup> Ciò non toglie che non si può ignorare la rilevanza che in questo settore riveste quella che è stata definita l' « urgenza del risultato » [v. BARCELLONA (2009), 5]: è infatti tale esigenza a far emergere con eccezionale drammaticità il ruolo essenziale svolto dal *private enforcement* per una riduzione dei comportamenti opportunistici da parte degli intermediari finanziari.

<sup>155</sup> Così Trib. Milano, cit., 2323.

<sup>156</sup> V. Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *NGCC*, 2006, I, 897 s.

<sup>157</sup> Si tratta in realtà di due pronunce gemelle v. Cass., ss. uu., 19 dicembre 2007, nn. 26724 (su ricorso della società che cassa con rinvio) e 26725 (su ricorso dei fideiussori che rigetta il gravame), in *Danno e resp.*, 2008, 525 s. con nota di V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf* e di F. BONACCORSI, *Le sezioni unite e la responsabilità degli intermediari finanziari*; in *NGCC*, I, 432 s. con nota di U. SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*; e in ... Tali sentenze sono state pronunciate sulla base dell'ordinanza di rimessione della prima sezione Cass. (ord.), 16 febbraio 2007, n. 3683, in *NGCC*, 2007, I, 999 s. con nota di U. SALANITRO, *Violazione delle norme di condotta nei*

Non pare poi dubbio che il giudice si sia ispirato a quella corrente dottrinale <sup>(158)</sup> propensa ad applicare il rimedio demolitorio nell'ipotesi di violazione delle norme in materia di offerta al pubblico.

Sarà allora opportuno valutare la tenuta delle tesi giurisprudenziali dal punto di vista sistematico anche per verificare quale sia la portata dell'art. 100-*bis* TUIF con specifico riferimento all'operatività del rimedio reale: l'alternativa si pone ovviamente tra la semplice delimitazione dell'ambito di operatività e della sua disciplina o innovazione *tout court* dell'ordinamento.

Poiché il ragionamento contenuto nella sentenza non è sufficientemente chiaro sul punto, occorre procedere immaginando, servendosi anche di quanto è stato scritto in dottrina, le possibili cause di nullità che avrebbero potuto esser comminate dal giudice.

Cominciando dall'ipotesi più radicale, pare opportuno sciogliere ogni dubbio sulla possibilità di predicare la nullità c.d. strutturale (*rectius* funzionale) <sup>(159)</sup> del contratto (art. 1418, secondo comma, c.c.), conclusione che potrebbe essere indotta dal riferimento del giudice meneghino all'ordine pubblico economico e che determinereb-

---

*contratti di intermediazione finanziaria e tecniche di tutela degli investitori: la prima sezione della casazione non decide e rinvia alle sezioni unite; e in Corr. Giur., 2007, 635 s. con nota di V. MARICONDA, Regole di comportamento nelle trattative e nullità del contratto: la criticabile ordinanza di rimessione alle sezioni unite*

<sup>158</sup> Corrente che definisce « consolidata » ANNUNZIATA (2008), 350 il quale tuttavia non cita né dottrina, né giurisprudenza, e si limita a qualificare alla stregua di imperative, in quanto tutelano interessi di carattere pubblico, le norme in materia di offerta pubblica.

A ben vedere, invece, l'opinione favorevole alla nullità, pur autorevolmente sostenuta, è alimentata da autori che hanno affrontato il tema nel vigore della disciplina anteriore (dove vi era una ambigua disposizione che introduceva un'ipotesi aperta di nullità testuale v. art. 1/18 ter l. 216/1974) ed è, come si vedrà a breve, tutt'altro che consolidata nel nuovo ambiente normativo: cfr. per il momento in giurisprudenza Trib. Torino 19 dicembre 1989 (dove si prende in considerazione un'ipotesi di violazione della disciplina regolamentare della sollecitazione del pubblico risparmio fuori sede, disciplina oggi non più assimilata a quella dell'offerta al pubblico) sul percorso argomentativo di tale sentenza v. CHIAPPETTA (1991), 81. In dottrina cfr. altresì BUSSOLETTI (1983), 470 (il quale, dopo aver collegato la nullità alla sola ipotesi di uno specifico provvedimento di divieto ad opera della Consob, ammette come la soluzione prospettata sia « poco convincente sul piano dell'interpretazione sistematica »);

Non si pone il problema dell'eventuale nullità per mancata pubblicazione del prospetto la Cass. 17 novembre 2003.

<sup>159</sup> Per una classificazione delle cause di nullità v. MANTOVANI (2006), 37 s. cfr. in part. p. 69 per la discussione delle nullità funzionali o "da disvalore".

be la c.d. illiceità del contratto (<sup>160</sup>), per illiceità della causa ex art. 1343 c.c. (contrarietà a norme imperative, all'ordine pubblico o al buon costume).

L'argomento del contrasto con l'ordine pubblico (<sup>161</sup>) pare più che altro un espediente retorico, in un certo senso pleonastico: la disciplina delle operazioni di appello al pubblico risparmio appare già sufficientemente articolata e, pertanto, il riferimento a principi di carattere extralegale (o comunque ricavabili per astrazione dalle norme giuridiche) non risulta perspicuo, né tanto meno utile. Sarà dunque opportuno proseguire l'esame della tesi per quella che è: l'asserzione della nullità del contratto di intermediazione per contrasto con norme imperative che impongono di pubblicare un prospetto informativo.

Soffermando, per il momento, l'esame ai soli profili di nullità funzionale, bisogna valutare, in primo luogo, se si possa parlare effettivamente di norme imperative (<sup>162</sup>) e, ove così fosse, se la mancata ottemperanza all'obbligo di prospetto sia in grado di incidere ex artt. 1343 c.c. e 1418, secondo comma, c.c. sulla struttura causale dei negozi in cui si è concretato il collocamento ed, in particolare, di quello che ha come

---

<sup>160</sup> È noto che la distinzione tra contratto illecito e contratto illegale è tutt'altro che pacifica in dottrina [per un quadro v. PASSAGNOLI (2006), 491 s.]; ciononostante appare più persuasivo l'orientamento dottrinale volto a distinguere tra l'ipotesi in cui sia uno degli elementi essenziali del contratto ad essere contrario a norme imperative (art. 1418, II comma, c.c.) dalla contrarietà a norme imperative del regolamento contrattuale di cui al primo comma della stessa disposizione: per questa tesi v. De Nova (1985), 453; Contra Passagnoli (2006), 495.

<sup>161</sup> Il concetto di ordine pubblico (ammesso che si possa utilizzare il termine concetto, con riferimento ad una clausola generale di così ampia portata) non è stato chiarito dalla giurisprudenza e dalla dottrina in termini che ne rendono neutro l'utilizzo da parte dell'interprete. Vi sono caratteri di vaghezza ineliminabili, forse riconducibili alle origini storiche della nozione. Pur propendendo per le nozioni che hanno agganciato il senso dell'espressione ai principi costituzionali, non occorre addentrarsi nella selva di definizioni proposte dalla dottrina [sul punto v. SACCO-(DE NOVA) (2004), 84 s.; PASSAGNOLI (2006), 453 s.] in quanto è, in linea di massima, condivisibile l'affermazione, forse frutto di un eccesso di realismo, per cui: « in questo campo le definizioni non condizionano né tanto né poco le applicazioni pratiche! » così SACCO-(DE NOVA) (2004), 88. Ciò non vuol certo dire che l'interprete deve rinunciare all'opera di ricerca di soluzioni accettabili tra gli estremi dell'identificazione super-positivista dell'ordine pubblico con l'insieme delle norme operative e della libertà assoluta dell'interprete nel delineare la nozione [l'alternativa è ben delineata da PASSAGNOLI (2006), 454]: ciò che rileva è l'impossibilità di rinunciare all'immediato confronto con soluzioni pratiche delle costruzioni teoriche. Di certo, la protezione dell'ordine pubblico sarà diretta verso le moderne prerogative della personalità, così come riconosciute dalla Costituzione che, in ambito economico, significano tutela della libertà contrattuale o della proprietà. Cfr. CARUSI (1999), 557.

Non pare che tale discorso sia indebolito dalla recente propensione degli interpreti verso la possibilità di concepire un ordine pubblico di protezione su cui v. PASSAGNOLI (2006), 456.

<sup>162</sup> Problema definito ormai "scontato" da attenta dottrina: v. DOLMETTA (2008), 81.

parte l'investitore *retail*.

Per quanto riguarda il primo profilo, è il caso di rilevare preliminarmente come non vi sia accordo in dottrina sulla nozione di norma imperativa (<sup>163</sup>): vi è invece concordia in merito alla necessità di affrontare il problema differenziando le soluzioni in funzione della disciplina che si intende applicare (<sup>164</sup>).

Invero, va tenuto presente che la dottrina più risalente e la giurisprudenza (di cui è espressione la sentenza qui in esame) sono propense ad identificare la natura imperativa con la protezione di interessi pubblici o generali, con il correttivo, posto dalla dottrina più recente, del nesso con i valori posti al vertice dell'ordinamento giuridico dalla Costituzione (<sup>165</sup>). A tal proposito, preme segnalare che la dottrina più moderna ha sottoposto a vaglio critico tali tesi sostenendo che la nullità non risponde solo alla logica dell'interesse generale, essendo ormai strumento di protezione di interessi particolari nei numerosi casi di nullità relative e di protezione, tanto da costringere l'interprete ad un ripensamento dell'insegnamento tradizionale (<sup>166</sup>) volto a sostituire il riferimento all'interesse generale con un interesse indisponibile (<sup>167</sup>).

Per tale ragione, pur potendosi dubitare della natura generale degli interessi protetti dalla disciplina del pubblico risparmio (<sup>168</sup>), non pare potersi escludere con

---

<sup>163</sup> È superata l'idea che coincidano le nozioni di norma imperativa e di norma inderogabile essendo l'inderogabilità « un carattere necessario, ma non sufficiente dell'imperatività ». Così RABITTI (2004), 88. A dimostrare l'assunto, basti considerare che il contrasto con una norma inderogabile non determina sempre la nullità dell'atto, dal momento che il diritto obbiettivo può prescrivere diverse conseguenze.

Da ultimo va considerato anche che una linea di tendenza dell'ordinamento che può essere accomunata sotto l'etichetta di ordine pubblico di protezione ammette la possibilità di derogare la disciplina imperativa di protezione in modo unidirezionale a vantaggio del solo interesse protetto.

Ritiene pleonastica la parola imperativa SACCO-(DE NOVA) (2004), 77 in quanto la norma non imperativa sarebbe solo quella dispositiva.

<sup>164</sup> Sul punto v. PASSAGNOLI (2006), 439.

<sup>165</sup> Sul punto v. MANTOVANI (2006), 40.

<sup>166</sup> È questa una visione volta a ridurre a sistema le ipotesi testuali di nullità di protezione (tra cui, per certi versi, l'art. 100-bis TUIF) previste dalla normativa degli ultimi vent'anni. Sul punto per un cenno v. PASSAGNOLI (2006), 442..

<sup>167</sup> Cfr. in luogo di molti MANTOVANI (2006), 42-43.

<sup>168</sup> La tutela dell'efficienza del mercato finanziario cui risponde la disciplina dell'obbligo di rispetto non può essere infatti ritenuto un interesse generale in sé in quanto solo ancillare all'interesse che quello della tutela degli investitori, interesse sottostante alla disciplina del TUIF. Tale interesse non è di carattere generale dal momento che pare riferibile ad una particolare categoria (di fatto, non tutti sono o possono essere investitori nel mercato mobiliare) e, nella scala di valori costituzionale, la medesima categoria non assume certo a vertice del sistema di protezione delle prerogative dell'individuo.

certezza che sussista il primo aspetto della fattispecie della nullità strutturale per illiceità della causa.

Occorre allora concentrare l'attenzione sul secondo elemento, ossia l'idoneità delle norme violate ad incidere sulla causa del contratto. È noto come nel corso degli ultimi cinquant'anni il concetto di causa abbia percorso un'evoluzione <sup>(169)</sup> di cui è necessario essere consapevoli se si vuole evitare di fornire soluzioni poco controllate o incompatibili con il diritto vivente. Il riferire l'illiceità ad un requisito del contratto problematico quale la causa (in concreto) non semplifica affatto l'indagine, se si concorda con la dottrina che ha messo in luce come la nozione di causa in concreto possa essere « *tanto generica, assorbente e tecnicamente inutilizzabile da condurre a scorgere ovunque, senza più criteri di distinzione, un'illiceità funzionale dell'atto* » <sup>(170)</sup>.

A tale riguardo, è stato messo in luce <sup>(171)</sup> come possa essere utile scindere la categoria delle norme imperative ai fini dell'art. 1343 c.c. in funzione della struttura del comando distinguendo tra norme proibitive e norme ordinarie; le prime impongono un determinato risultato che i privati non possono disattendere se non incorrendo in un abuso dell'autonomia contrattuale cui l'ordinamento nega rilevanza, mentre le seconde si limitano a prescrivere oneri che incidono sulla condotta del soggetto

Si può infatti riferire l'interesse dell'investitore all'art. 47 Cost. che tutela ogni forma di risparmio, ma si tratta di una disposizione costituzionale di non chiara portata precettiva e poco idonea ad indicare in modo chiaro un'esigenza di imperatività, nel senso sopra specificato, delle discipline che ne hanno dato attuazione. Sulla portata programmatica dell'art. 47, primo comma, Cost. v. Corte Cost., sentenza n. 143 27 luglio 1982, in *Giur. cost.*, 1982, 1268; Corte Cost., sentenza n. 143 4 maggio 1995, in *Giur. cost.*, 1995, 1226. E in dottrina BARONCELLI (2006), 949-950 ove ulteriori riferimenti.

La natura imperativa delle norme è desunta dal collegamento con l'art. 47 Cost. da CHIAPPETTA (1991), 83 il quale tuttavia si limita a fare un cenno a tale disposizione. In giurisprudenza la natura imperativa delle norme del TUIF (o dei precedenti normativi) è sancita da Cass., 6 aprile 2001, n. 5114, in *Foro it.*, 2001, I, 2185 con nota di E. Filograna la quale però si occupa della diversa fattispecie di un contratto d'investimento stipulato con un soggetto non autorizzato a svolgere l'attività.

<sup>169</sup> È impossibile anche solo tentare, in questa sede, di ricostruire il dibattito dottrinale e giurisprudenziale sulla causa del contratto. Sul punto occorre fare rinvio a CARUSI (1999), 553 s. ove si mette in luce come il concetto di causa sia transitato dalla nozione tradizionale di funzione economico-sociale del contratto (con la conseguenza che un giudizio di liceità della causa non era di per sé proponibile per i contratti tipici) alla nozione di funzione economico-individuale (c.d. causa in concreto), che permette un vaglio più accurato della funzione svolta dal regolamento negoziale.

<sup>170</sup> Così PASSAGNOLI (2006), 449.

<sup>171</sup> Cfr. NUZZO, *Negoziio illecito*, in *Enc. Giur.*, vol XX, 6; v. da ultimo anche BARCELLONA (2009), 47 s.

(<sup>172</sup>). Con il che appare evidente che l'obbligo di prospetto, costituendo una specificazione normativa degli obblighi precontrattuali (<sup>173</sup>) di emittente e intermediari coinvolti, costituisce un elemento estraneo alla funzione in concreto svolta dal contratto d'investimento, allo scopo pratico di tale contratto. Del resto, pare assurdo affermare che la mancanza del prospetto ponga l'intero disegno negoziale in contrasto con gli interessi e i valori fondamentali del sistema come è normale che accada nelle ipotesi di illiceità della causa. Ciò risulta ancor più chiaro, se si pensa che il caso della mancanza del prospetto non è poi così distante dall'ipotesi di diffusione di un prospetto falso o con omissioni riguardanti fatti determinanti il valore degli strumenti finanziari offerti: ipotesi con riferimento alla quale è la stessa legge – v. oggi l'art. 94.8 e comma seguenti TUIF - ad imporre una responsabilità civile (su cui, in verità, nessuno dubitava prima dell'introduzione della novella, seppure era discussa la natura di tale responsabilità).

A tale considerazione si deve aggiungere che è proprio la struttura dell'obbligo di prospetto, in quanto obbligo *pre-contrattuale* che insiste su una sola delle parti del contratto, a rendere tale violazione affatto inidonea ad incidere sulla funzione dei contratti d'investimento: è infatti difficile pensare alla possibilità che un elemento unilaterale possa incidere sulla liceità della funzione svolta dal regolamento contrattuale in concreto, quando anche il motivo illecito deve essere comune *ex art. 1345 c.c.* per incidere sulla liceità del contratto (<sup>174</sup>).

Risulta infine decisiva l'analisi del profilo funzionale dalla cui considerazione emergono i limiti dell'impiego della nullità come rimedio in quanto, al di fuori di ipotesi in cui opera il divieto di *venire contra factum proprium*, potrebbe operare anche in assenza di un pregiudizio da parte del risparmiatore (<sup>175</sup>).

Tanto più che, ad un attento esame, nella fattispecie sopra delineata non sa-

---

<sup>172</sup> Non ritiene invece utile la distinzione SACCO-(DE NOVA) (2004), 77. Non sembra però che l'obiezione colga nel segno dal momento che vengono menzionate a dimostrare che norme ordinarie possono determinare nullità del contratto ipotesi di nullità testuale *ex art. 1418 c.c.*

<sup>173</sup> Cfr. FERRARINI (1986), 58 s. e v. già PORTALE (1981), 21 s.

<sup>174</sup> Sulla vicinanza tra motivi e causa in concreto v. GENTILI (1999), 1317-1318.

<sup>175</sup> Con riferimento alla nullità virtuale, ma è considerazione di carattere generale v. MANTOVANI (2006), 40.

rebbe affatto chiaro di quale contratto dovrebbe essere predicata la nullità<sup>(176)</sup>: del contratto tra emittente e intermediari sottoscrittori? Del contratto tra questi ultimi e la rete di distribuzione? Ovvero, dei contratti a valle che interessano solo l'ultimo livello della catena distributiva? Non vi è chi non veda come risulti problematico parlare di nullità strutturale di un contratto quando non sia ben chiaro di quale contratto si stia parlando; è, infatti, l'intera operazione economica a porsi in astratto contrasto con alcuni principi posti dal testo unico e a reagire contro la violazione di legge vi è già lo strumento della responsabilità civile.

Non deve poi ingannare la presenza di sanzioni amministrative e penali<sup>(177)</sup> che scaturiscono dalla mancata ottemperanza alla disciplina dell'offerta al pubblico: è stato chiarito dalla dottrina, seguita dalla giurisprudenza, che, ove la sanzione riguardi comportamenti di una sola delle parti (come in questo caso) non si possa predicare l'invalidità del contratto<sup>(178)</sup>.

Un ordine di argomenti analogo<sup>(179)</sup> può essere adottato per respingere l'opinione che considera illegali<sup>(180)</sup>, vale a dire contrari a norme imperative ai sensi del primo comma dell'art. 1418 c.c., i contratti di sottoscrizione e di successiva compravendita dei valori mobiliari posti in essere in violazione della disciplina dell'offerta al pubblico. Il ragionamento parrebbe, invero, approdare in modo lineare alla soluzione della nullità: come si è visto, appare arduo negare il carattere imperativo delle norme in tema di offerta al pubblico; la mancata comunicazione e pubblicazione del prospetto costituisce una violazione di tali norme e, pertanto, i contratti d'investimento incorrerebbero nella c.d. nullità virtuale<sup>(181)</sup>. Invero, un siffatto modo di ragionare omette

<sup>176</sup> Si pone giustamente il problema per poi risolverlo in modo apodittico e non condivisibile SANGIOVANNI, *Sollecitazione all'investimento* (2006), 1394-1395.

<sup>177</sup> Un certo rilievo a tale argomentazione viene attribuito da Trib. Torino, 19 dicembre 1989, cit., 78 pur per rafforzare la tesi della nullità testuale che poteva essere predicata nel vigore della previgente disciplina.

<sup>178</sup> Sul punto v. GAZZONI (2004), 965-966

<sup>179</sup> Del resto tra la nullità per illiceità della causa ai sensi del secondo comma e la nullità per contrasto con norme imperative ai sensi del primo comma vi è una sorta di rapporto di contenenza della prima nella seconda, come la dottrina non ha del resto mancato di sottolineare: cfr. Gentili (1999), 1291.

<sup>180</sup> Per questa terminologia v. GAZZONI (2004), 964.

<sup>181</sup> V. così CHIAPPETTA (1991), 82-83; BUCCELLATO (2004), 162; e (sembra) ANNUNZIATA (2008), 350

di considerare come l'ambito di operatività di questa ipotesi di nullità sia stato precisato, con specifico riferimento alla materia del mercato mobiliare, dalla recente sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione, decisione che si è espressa su una questione di massima importanza in materia di servizi d'investimento, ma che offre all'interprete argomenti che possono ben essere ripresi nell'ipotesi qui considerata di violazione della disciplina degli emittenti.

Trattandosi di una questione particolarmente delicata, occorre procedere con ordine nell'escludere l'operatività della nullità virtuale nella specifica fattispecie oggetto di analisi.

Per quanto riguarda il profilo del contrasto con norme imperative, non sembra condivisibile considerare in sé vietata l'operazione in mancanza della comunicazione e l'approvazione da parte della Consob di un prospetto informativo: l'intervento della CONSOB non costituisce una autorizzazione in senso tecnico e, in ogni caso, il provvedimento dell'Autorità riguarda il documento informativo e non l'operazione<sup>(182)</sup>. Pertanto, pare potersi escludere ogni analogia tra il caso in esame e le ipotesi in cui la giurisprudenza<sup>(183)</sup> ha comminato la nullità per la mancanza di autorizzazioni amministrative.

Escluso che il contratto sia nullo per mancanza di un'autorizzazione amministrativa, occorre considerare l'operatività dell'inciso finale del primo comma dell'art. 1418 c.c che costituisce una delle principali differenze tra la nullità virtuale e la già indagata ipotesi di nullità funzionale: l'invalidità del contratto può essere comminata solo se il contrasto con norme imperative non sia risolto dalla legge mediante l'applicazione di diverso rimedio<sup>(184)</sup>. In primo luogo, la legge parrebbe in questo caso di-

---

<sup>182</sup> Cfr. in questo senso SCIMEMI (2004), 724-725; PICARDI (2005), 723.

<sup>183</sup> In materia di intermediazione finanziaria la Cassazione ha ritenuto nullo il contratto di *swap* stipulato da un'impresa d'investimento non autorizzata: cfr. Cass. 6 aprile 2001, n. 5114, in *Corr. Giur.*, 2001, 1062 s.; Cass. 7 marzo 2001, in *Giust. Civ.*, 2001, I, 2109; Cass. 15 marzo 2001, n. 3753 in *Giur. it.*, 2001, 2083 s. con nota di FAUCEGLIA, *Brevi note sulla nullità dei contratti aventi ad oggetto valori mobiliari da parte di società non iscritte all'albo*

<sup>184</sup> In dottrina la locuzione "salvo che la legge disponga diversamente" è stata intesa come messo in luce da DE NOVA (1985), 435 s. in tre modi diversi: a) vi deve essere un'espressa esclusione della nullità (così ALBANESE (2003), 96 s.); b) deve sussistere un'esplicita previsione di un rimedio diverso; c) l'esclusione della nullità dipende dalla ratio della disposizione violata.

Sebbene sia l'ipotesi b) a garantire la maggiore certezza dei traffici, la dottrina maggioritaria e

sporre diversamente (v. art. 1418, primo comma, c.c.) <sup>(185)</sup>: sono infatti previste specifiche sanzioni amministrative per l'emittente e per gli intermediari che non diano applicazione alla disciplina dell'offerta al pubblico. A queste si aggiunge naturalmente la possibilità di far valere altri rimedi di carattere civilistico, diversi dalla nullità, volti a sanzionare l'inadempimento dell'impresa d'investimento ad obblighi precontrattuali e contrattuali, dando così al sistema quell'equilibrio essenziale tra *public* e *private enforcement*: il punto deve essere però approfondito attraverso l'esame della distinzione dogmatica, recentemente confermata dalle Sezioni unite della Cassazione <sup>(186)</sup>, tra regole di validità e regole di comportamento <sup>(187)</sup>. Tale distinzione <sup>(188)</sup>, infatti, permette di escludere la comminatoria di nullità virtuale di un contratto anche nell'ipotesi in cui sia ritenuta irrilevante la presenza di sanzioni specificamente previste dall'ordinamento (cfr. art. 191 TUIF) <sup>(189)</sup>. La mancata consegna di un prospetto informativo (con tutte le conseguenze che comporta in termini di imprecisione del prezzo) è, come si è detto, ricollegabile agli obblighi precontrattuali (o contrattuali, a seconda dei casi) imposti sulle parti di un contratto di sottoscrizione o di investimento. Non è, in altri termini, il regolamento contrattuale ad essere illegittimo, ma il compor-

---

parte della giurisprudenza propendono per l'ipotesi c) sia per affermare la nullità anche in presenza di sanzioni di carattere diverso; sia per escluderla in loro assenza, determinando una sistematica complessivamente assai poco chiara.

<sup>185</sup> È questa l'argomentazione corretta secondo SALANITRO (2008), 446

<sup>186</sup> Si fa riferimento a Cass. s.u., 19 dicembre 2007, cit., in *Danno e resp.*, 2008, 528-530.

<sup>187</sup> V. però l'indicazione dei limiti di tale distinzione in ROPPO (2008), 538-539 e in part. 540 in cui la considerazione per cui, ove la nullità virtuale corrispondesse unicamente alla violazione di norme imperative che riguardano elementi intrinseci del contratto si finirebbe col contrapporre il primo comma con le ipotesi di illiceità previste dal secondo comma dell'art. 1418 c.c. Per tale ragione si ritiene che le regole di validità possano riguardare anche elementi estrinseci al contratto diversi da prescrizioni di comportamento. V. inoltre i rilievi critici di DOLMETTA (2008), 83 s. e GENTILI (2008), 393 s. e, da ultimo, BARCELLONA (2009), 47 il quale (a p. 49) chiarisce che « non esistono, dunque, norme imperative diverse (...), ma modi diversi di violare le norme imperative ».

<sup>188</sup> Critico nei confronti della giustificazione logica e dogmatica della distinzione ROPPO (2008), 541 il quale dimostra come utilizzando tali categorie concettuali si rischia di incappare in aporie logiche. Per tale ragione, l'A. propone di modificare la giustificazione prendendo in considerazione la semplicità della documentazione della violazione: il giudizio di nullità esigerebbe un esame solo documentale.

<sup>189</sup> Tecnica non del tutto sconosciuta all'ordinamento v. IRTI (1987), 549. V. però l'indicazione che nel diritto dell'economia vi può essere l'opportunità di escludere la compresenza di sanzioni pubblicitiche e sanzioni privatistiche, dal momento che i privati non considerano le esternalità negative dell'agire in giudizio in PERRONE (2003), 48 sulla scorta di SHAVELL (1997), 581 s.

tamento di una delle parti (<sup>190</sup>). Laddove tale contegno integri un inadempimento al dovere di correttezza nel corso delle trattative trova già una risposta dell'ordinamento con l'operatività del diverso rimedio della responsabilità civile (<sup>191</sup>).

A tali considerazioni si deve inoltre aggiungere che è la struttura stessa del rimedio della nullità virtuale a sconsigliarne, ed in definitiva ad escluderne, l'impiego nel caso di specie (così come nell'ipotesi dell'intermediazione finanziaria): si tratta infatti di una nullità assoluta con legittimazione per entrambe le parti il che appare manifestamente incongruo, se l'obbiettivo è quello di tutelare la parte meno avveduta (<sup>192</sup>).

#### 6.4. segue. b) la nullità per frode alla legge. Esclusione.

Esclusa l'operatività della nullità funzionale per illiceità della causa (art. 1418, II comma, c.c.) e di nullità virtuale per contrarietà a norme imperative ex art. 1418, I comma, c.c., ci si può chiedere se vi sia spazio per una ulteriore ipotesi di nullità che dovrebbe svolgere un ruolo residuale nel sistema volto a travolgere gli effetti dei contratti che si pongono in contrasto con norme imperative: si intende naturalmente fare riferimento alla nullità per frode alla legge ex artt. 1344 e 1418, II comma, c.c. Ipotesi che va affrontata *ex professo*, non tanto perché espressamente presa in considerazione dalla giurisprudenza (<sup>193</sup>), quanto piuttosto perché spesso, almeno surrettiziamente e, forse, non sempre consapevolmente, è riscontrabile l'idea di un intento elusivo della disciplina dell'offerta al pubblico da parte di coloro che prendono parte a

<sup>190</sup> Occorre segnalare come vi siano tesi in dottrina che rimettono, sia pur parzialmente in discussione la tesi delle Sezioni unite della Cassazione: v. DOLMETTA (2008), 80 s. ; GENTILI (2008), 393 s.

<sup>191</sup> Non è condivisibile la tesi di BUCCELLATO (2004), 161-162 che riconduce la nullità dei contratti che violano la disciplina della sollecitazione anche al contrasto con la regola di parità di trattamento di cui all'art. 95 TUIF. Posto che la violazione di tali regole lungi dal costituire un aspetto in grado di far venir meno il sinallagma genetico del contratto d'investimento, inciderebbe sul sinallagma funzionale determinando l'applicazione dei rimedi tipici previsti dal codice civile per quest'ipotesi (risoluzione per inadempimento e risarcimento del danno). Per una netta critica alle posizioni di Buccellato v. SCIMEMI (2004), 724 che le giudica non obiettive (e v. in particolare BUCCELLATO, op. cit., 167)

<sup>192</sup> Così, fra gli altri, SALANITRO (2008), 447.

<sup>193</sup> Di diverso avviso VIGLIONE, *Circolazione* (2008), 49 il quale ritiene che la sentenza del Tribunale di Milano abbia speso tale argomento.

tale operazione.

Com'è noto, la legge reputa illecita la causa nel caso in cui « il contratto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa » (art. 1344 c.c.): in altri termini il contratto è considerato in frode alla legge (<sup>194</sup>). Non si tratterebbe dunque di un contrasto diretto tra regolamento contrattuale e norme imperative, ma di qualcosa meno, cioè, di “elusione” delle stesse. A prima vista, si potrebbe trattare di una soluzione plausibile. Com'è stato messo in luce nei precedenti paragrafi, la filiera di contratti che hanno caratterizzato le operazioni di collocamento dei titoli emessi sull'euromercato potrebbe essere qualificata alla stregua di elusione delle norme (sicuramente imperative) sull'appello al pubblico risparmio.

Ma è sufficiente un breve approfondimento dei risultati cui è giunta la migliore dottrina civilistica (<sup>195</sup>) per consigliare una più attenta meditazione del problema.

L'art. 1344 c.c. risente infatti di un'impostazione ritenuta non più attuale del problema causale (<sup>196</sup>) in cui il concetto di causa del contratto finiva per confondersi in quello di tipo. La dottrina, raggiungendo un risultato oggi ormai consolidato, ha però messo in luce come sia più corretto distinguere tra i due concetti, ponendo l'accento sull'aspetto concreto della causa, legato al compimento della singola operazione economica.

Tale visione implica tuttavia il risultato di rendere sostanzialmente inapplicabile la norma sul contratto in frode alla legge che costituiva, nell'ottica del legislatore storico, una valvola di sfogo dell'ordinamento per quei casi in cui, coincidendo causa e tipo, non sarebbe stato possibile inferire l'illiceità della causa a fronte dell'impiego di un tipo contrattuale previsto dalla legge. Si è verificato, in altri termini, un fenomeno di « eterogenesi normativa » (<sup>197</sup>). Nel nuovo contesto sistematico, la frode alla legge potrebbe assumere una qualche effettività nell'ipotesi di collegamento negoziale, dal

---

<sup>194</sup> Sul punto v. GAZZONI (2004), 803-804.

<sup>195</sup> V. già BIANCA (1957), 249 s.; e oggi, *ex multis*, PASSAGNOLI (2006), 481.

<sup>196</sup> Una breve storia del concetto di causa dal 1942 alle più attuali prospettive (europee) in Scognamiglio (2006), 85 s. Cfr. anche PASSAGNOLI (2006), 475: « (...) il sistema, per così dire, è cambiato tutt'intorno all'art. 1344. Sicché la disposizione, perduto il significato riconoscibile – con il conseguente ambito di applicazione – che le spettava nell'impianto teorico presupposto dal legislatore del '42, fatica a trovarne uno nuovo che possa dirsi condiviso tra gli interpreti ».

<sup>197</sup> Così PASSAGNOLI (2006), 481.

momento che anche un esame concreto della funzione dei singoli contratti non riuscirebbe a cogliere l'intento elusivo della complessiva operazione (<sup>198</sup>).

Pare affatto evidente come tutto ciò costituisca un indispensabile ausilio per impostare più correttamente il problema della frode alla legge dei contratti di collocamento degli strumenti finanziari (collocamento privato e negoziazione). In definitiva, per quanto riguarda i singoli contratti, non si tratta di altro che un problema mal posto: appare infatti corretto escludere anche in questo caso che vi possa essere una qualche incidenza sulla causa dei contratti d'investimento della (non) applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico. Non è dunque diverso, al di là delle prime impressioni, il problema dell'illiceità della causa ex art. 1343 c.c. da quello della frode alla legge di cui al successivo articolo (<sup>199</sup>).

Si potrebbe tuttavia affermare che sia l'*intera operazione*, e non i singoli contratti, in frode alla legge, poiché si nasconde dietro ad un *private placement* e a negoziazioni nel mercato secondario l'intenzione di sfuggire all'obbligo di prospetto. Tale impostazione implica, a ben vedere, una certa forzatura concettuale dal momento che suppone un collegamento negoziale tra i vari contratti, quando è proprio l'ultimo negozio della catena (il contratto tra intermediario-*seller* e investitore *retail*) che appare slegato da quel nesso funzionale che è necessario affinché si possa parlare di negozi collegati. E anche laddove si dovesse ritenere sussistente un collegamento negoziale, pur non essendo necessario individuare un intento elusivo comune, bisognerebbe sostenere che l'inadempimento all'obbligo precontrattuale di prospetto si riverberi sulla funzione concretamente svolta dal contratto di negoziazione a valle, non bastando una generica asserzione del verificarsi di un risultato indesiderato dalla legge (<sup>200</sup>).

Non pare dunque corretto ammettere l'operatività di rimedi reali nell'ambito di operazioni di collocamento privato seguite da distribuzione dei titoli nel mercato se-

---

<sup>198</sup> NUZZO, *Negozio illecito*, in *Enc. Giur.*, vol. XX, 8; PASSAGNOLI, *op. loc. cit.*.

<sup>199</sup> Affronta invece il problema dell'eventuale natura di contratto in frode a terzi SANGIOVANNI, *Sollecitazione all'investimento* (2006), 1396 dove sembra però egli stesso escluderne la sussistenza.

<sup>200</sup> Tale affermazione può essere chiarita mediante l'esempio del caso tipico di frode alla legge: il divieto di patto commissorio. Tale divieto implica un'analisi della funzione concretamente svolta dai negozi posti in essere. Nulla di più lontano dal caso di violazione dell'obbligo di prospetto nel caso di offerta pubblica indiretta, in cui, dal punto di vista del regolamento contrattuale, non è possibile individuare un'illiceità funzionale dei singoli contratti.

condario *retail*, nonostante sia possibile convenire con la giurisprudenza pratica e teorica che ha ravvisato una violazione delle norme in tema di offerta al pubblico.

Al di là di un'espressa scelta legislativa (che potrebbe essere ricollegabile ad una serie di ragioni di *policy*), la concessione di un rimedio demolitorio quale la nullità finirebbe col risultare arbitrario anche sotto il profilo funzionale, oltre che per le ragioni dogmatiche sopra esposte. Le restituzioni conseguenti alla declaratoria di nullità finirebbero con il rappresentare una sorta di garanzia assicurativa per il rischio dell'investimento del tutto slegata dal problema (così come individuato nel primo capitolo) della correttezza del prezzo di emissione <sup>(201)</sup>.

#### *6.5 La nullità per mancanza di forma. Il prospetto come requisito formale del contratto. Critica.*

Un risultato analogo a quello che intendono raggiungere le tesi volte a considerare, nei casi di offerta al pubblico, il contratto d'investimento illecito (o illegale) nell'ipotesi in cui manchi il prospetto è raggiunto estremizzando anche le posizioni di coloro che ritengono il prospetto un requisito formale del contratto <sup>(202)</sup>. Secondo questa linea di pensiero, in vero poco esplorata, il contratto di adesione ad un'offerta al pubblico sarebbe nullo per mancanza di un requisito di forma previsto dalla legge (il prospetto stesso).

La tesi, pur suggestiva, non convince perché frutto di un approccio dogmatico che si è già dimostrato non essere condivisibile. Per come è strutturata la fattispecie dell'offerta al pubblico, infatti, non pare corretto desumere che la diffusione del prospetto è la modalità di "pubblicazione" della proposta *ex art. 1336 c.c.*: la fattispecie è, per un verso, più ampia e comprende ipotesi che vanno al di là della norma del codice civile; per altro verso, la disciplina dell'obbligo di prospetto risponde a direttive funzionali molto distanti da quelle dell'offerta al pubblico codicistica, ponendosi in un rapporto di totale indipendenza più che di vera e propria specialità. Ancora una volta

<sup>201</sup> Il punto è da ultimo affrontato (con riferimento alla disciplina dei servizi d'investimento, ma con risultati facilmente estendibili) da PERRONE, *La responsabilità degli intermediari* (2008), 397 s.

<sup>202</sup> Cfr. LENER (1996), 92: « la forma dell'offerta al pubblico è il prospetto informativo » (corsivo dell'autore) v. pure a pag. 122. Ma con riferimento ai rimedi v. p. 141 s.

si dimostra che il parallelismo tra la disciplina speciale del mercato finanziario e la disciplina del codice è foriero di confusione e sarebbe opportuno evitarlo <sup>(203)</sup>; maggiore giovamento si trae da un confronto con le categorie generali.

L'obbligo di prospetto è infatti niente di più che un *obbligo legale precontrattuale* imposto su coloro che intendano porre in essere l'attività di offerta al pubblico con una funzione ben precisa messa in luce nel corso del presente lavoro.

Appare dunque poco neutrale desumere da tale obbligo la sussistenza di un requisito della fattispecie come requisito di forma che da un punto di vista dogmatico dovrebbe porsi al momento della conclusione del contratto <sup>(204)</sup>.

È pur vero che la forma scritta dell'adesione ad offerta al pubblico si desume dal tenore del regolamento emittenti (art. 13.4 Reg. Emittenti) che richiede un'adesione espressa mediante sottoscrizione del modulo predisposto dall'emittente <sup>(205)</sup>. La dottrina più avvertita <sup>(206)</sup> ha però messo in guardia dalla possibilità di far discendere la nullità dalla mancanza di un simile requisito formale imposto da una norma secondaria.

#### 6.6 Un'ipotesi (all'apparenza) particolare: la nullità per illiceità dell'oggetto della negoziazione nel grey market.

Per completezza, occorre esaminare un'ultima ipotesi di nullità poiché espressamente presa in considerazione dalla giurisprudenza <sup>(207)</sup>. Si tratta di un caso specifico riguarda esclusivamente la peculiare fattispecie della negoziazione nel *grey*

<sup>203</sup> Del resto lo stesso LENER (1996), 92-93 è costretto ad ipotizzare che la Consob per giungere al risultato di imporre il prospetto come requisito di forma si sia servita della disciplina generale del contratto laddove ammette che il proponente possa imporre all'oblatore una determinata forma per la conclusione del contratto (art. 1226, ult. comma, c.c.). In questo caso sarebbe l'autorità amministrativa ad imporre tale forma e pertanto rischia di essere frutto di un ragionamento finzionistico l'assimilazione delle conseguenze civilistiche tra la prima e la seconda ipotesi considerate.

<sup>204</sup> La tesi appare fortemente influenzata dall'esame della fisiologia, oltre che da un non rigoroso impiego dei concetti di fattispecie e disciplina: la distribuzione del prospetto tra il pubblico è disciplina e non può perciò contribuire a delimitare la fattispecie dell'offerta al pubblico. Per queste e per le ragioni esposte supra non pare corretto assimilare offerta al pubblico ex art. 1336 c.c. e fattispecie sollecitatoria (oggi, offerta al pubblico); *contra* LENER (1996), 119.

<sup>205</sup> Così COSTI (2008), 53.

<sup>206</sup> COSTI, *op. loc. cit.* e v. anche le precisazioni di ANNUNZIATA (2008), 334.

<sup>207</sup> In particolare è questa la tesi di Trib. Parma, 7 marzo 2007, in *ilcaso.it*, I, 1213.

*market*, cioè in quella fase successiva all'emissione, ma precedente alla sottoscrizione delle obbligazioni in cui gli intermediari-*sellers* si assicurano di vendere i titoli che acquisteranno dai membri del consorzio di collocamento. Tale segmento di mercato è – o quantomeno dovrebbe essere – riservato agli investitori professionali, in quanto vengono negoziati strumenti finanziari non ancora circolanti, in cui è decisiva la capacità degli intermediari, quali *informed traders*, di definirne il prezzo.

La giurisprudenza, oltre a sottolineare tale aspetto, si è soffermata sulla natura del contratto d'investimento che conclude il risparmiatore con l'intermediario-*seller*. Secondo, quest'ultimo si tratterebbe di negoziazione in contropartita diretta: il trasferimento degli strumenti finanziari non ancora emessi avverrebbe su richiesta del cliente che effettuerebbe una sorta di prenotazione (si è parlato infatti di vendita di cosa futura *ex art. 1472 c.c.*). Ma, secondo parte della giurisprudenza, tale qualificazione non sarebbe corretta in quanto, attraverso l'impiego di tale meccanismo di “prenotazione”, l'intermediario non acquisterebbe mai la proprietà economica (né tantomeno giuridica) dei titoli: sembrerebbe allora molto difficile distinguere tale ipotesi dal collocamento che accompagna un'offerta al pubblico. In tale prospettiva, il contratto di negoziazione tra l'intermediario-*seller* e l'investitore potrebbe esser dichiarato nullo non per illiceità della causa, né, tantomeno, per contrasto con le norme imperative dell'appello al pubblico risparmio, quanto, semplicemente, perché si tratterebbe di strumenti finanziari il cui commercio verso i risparmiatori è vietato al di fuori di una offerta al pubblico. L'invalidità discenderebbe allora dalla nullità dell'oggetto del contratto.

Tale ricostruzione non convince.

Prima ancora che per una postulata coerenza degli strumenti rimediali nelle operazioni di borsa <sup>(208)</sup> e per la dimostrata incoerenza funzionale tra il rimedio restitutorio e gli interessi tutelati dalle norme di settore, è una ragione dogmatica a sconsigliare un uso tanto libero del concetto [invero oscuro <sup>(209)</sup>] di oggetto del contratto.

---

<sup>208</sup> Il termine sebbene ormai inconsueto continua a mantenere una certa comodità d'uso come evidenziato da DOLMETTA-MINNECI (2001), 161 s.

<sup>209</sup> L'incoerenza terminologica in tema di oggetto del contratto è rilevata, tra gli altri, da E. Gabrielli (1999), 670

Risolto infatti positivamente il problema dell'ammissibilità della vendita di uno strumento finanziario di futura emissione attraverso il richiamo all'art. 1472 c.c. non pare che impostare il problema dell'ammissibilità del collocamento delle obbligazioni nel grey market attraverso l'utilizzo dell'illiceità dell'oggetto consenta di raggiungere risultati solidamente argomentati dal punto di vista giuridico.

Pare del resto, ormai, abbastanza chiaro, anche se non sempre tale consapevolezza traspare nelle sentenze di merito, che il legislatore abbia scomposto la fattispecie negoziale illecita (i.e. il contrasto del regolamento contrattuale con norme imperative, con l'ordine pubblico o il buon costume) nei suoi singoli elementi (causa, oggetto e, in via residuale, violazione di norme imperative), ma che è corretto ritenere che sia la complessiva operazione a doversi rivelare diretta a porre in essere un risultato (negoziale) vietato dalla norma <sup>(210)</sup>. Con riferimento al predicato di liceità, l'oggetto del contratto finisce con il costituire un angolo visuale della complessiva prestazione che costituisce il contenuto del regolamento contrattuale: e vale in questo caso la considerazione che le cose in se stesse con difficoltà possono essere ritenute lecite o illecite <sup>(211)</sup>.

Si tratta in altri termini della tendenza giurisprudenziale, ormai comunemente rilevata in dottrina, ad utilizzare la formula della nullità per illiceità dell'oggetto quale sinonimo (o endiadi nel caso in cui vengano impiegate entrambe) dell'illiceità funzionale già trattata, ed esclusa nei paragrafi precedenti.

Esclusa in tutte le sue declinazioni l'operatività del rimedio demolitorio, val ora la pena di riportare il discorso al diritto vigente e verificare quali siano le conseguenze del discorso condotto fin ora in punto di fattispecie e di disciplina con riferimento alla disciplina generale delle « rivendite » di cui all'art. 100-bis, I comma, TUIF.

### *7. Conseguenze sull'interpretazione dell'art. 100-bis, I comma, TUIF. Complessità delle fattispecie (e rinvio) e profili di disciplina (esclusione dei rimedi demolitori).*

Il dibattito sull'elasticità della fattispecie della sollecitazione all'investimento e

<sup>210</sup> Cfr. GABRIELLI (1999), 692-693.

<sup>211</sup> Così GENTILI (1999), 1319 e GABRIELLI (1999), 693-694.

sulla disciplina applicabile nell'ipotesi di violazione dell'obbligo di redigere il prospetto informativo costituisce, come si è premesso nel § 5, un necessario punto di partenza per comprendere la disposizione contenuta nel primo comma dell'art. 100-*bis* TUIF.

Da una semplice lettura della norma si desume l'intenzione di disciplinare espressamente il fenomeno delle « rivendite », vale a dire la circolazione successiva di prodotti finanziari diffusi nelle ipotesi in cui non trova applicazione la disciplina degli artt. 94 e ss. TUIF, ed appare pertanto essenziale aver individuato in che modo tale fenomeno fosse già oggetto di disciplina, prima dell'introduzione del nuovo assetto normativo.

Pur essendo molto complesso rintracciare un significato della norma che permetta di uscire dal corto circuito della tautologia (<sup>212</sup>), pare doveroso effettuare qualche sforzo in tale direzione. Dal momento che, in casi come questo, è proprio l'interprete a dover perseguire il principio di efficacia dell'intervento regolatorio: in altri termini, l'interprete non potrebbe liquidare una disposizione semplicemente bollandola come priva di significato, senza prima aver assolto almeno un serio tentativo di attribuire un qualche senso alla stessa.

Ebbene appare possibile una lettura “evolutiva” della norma in questione, proprio alla luce delle esigenze di tutela cui dottrina e giurisprudenza hanno tentato di rispondere mediante una lettura elastica della nozione di sollecitazione all'investimento.

Sembra di poter scorgere nella nozione stessa di « rivendita » la presa di coscienza che vi sia una tensione interpretativa circa l'individuazione della disciplina applicabile alla fase degli scambi immediatamente successivi ad un'offerta esente ex art. 100 TUIF, dal momento che non vi è alcun incentivo per il rivenditore, consapevole di riuscire a scaricare i rischi dell'investimento sul compratore, a controllare che, tanto il prezzo di acquisto sul mercato primario, quanto il successivo prezzo di rivendita, siano il riflesso delle reali prospettive future (anche se solo supposte) dell'emittente.

---

<sup>212</sup> Di tautologia parla COSTI (2007), 115. Ritiene la tautologia solo apparente DI BRINA (2008), 385-386. ANNUNZIATA (2008), 354, non considerando i profili relativi al principio di autonomia, ritiene la norma superflua in quanto meramente riproduttiva di principi generali.

Senza voler anticipare argomenti che saranno oggetto di approfondimento nel prossimo capitolo, non appare illogico ritenere che la nozione di « offerta al pubblico » risulti suscettibile di un ampliamento, nel contesto della « successiva rivendita », proprio nel senso ipotizzato dalla dottrina e dalla giurisprudenza minoritarie in relazione alla nozione di sollecitazione all'investimento. In altri termini, non dovrebbero sussistere più dubbi riguardo alla circostanza che il coinvolgimento nel mercato secondario di investitori-*retail* a seguito di un'offerta non soggetta all'obbligo di pubblicazione di un prospetto possa determinare l'inclusione di tale operazione nella nozione di offerta al pubblico laddove vi sia una effettiva esigenza di tutela in tal senso.

Per completare il quadro relativo alla fattispecie, è opportuno chiarire quale sia il senso dell'inciso che considera l'offerta-rivendita alla stregua di “*un'autonoma e distinta offerta al pubblico*” rispetto a quella che ha coinvolto il mercato primario (senza prospetto) . In dottrina <sup>(213)</sup> è stato messo in luce come il principio di autonomia posto dalla norma in questione abbia il significato principale di impedire l'operatività di un principio di transività delle esenzioni operanti in sede di mercato primario. In quest'ottica, non sarebbe possibile essere esonerati dall'obbligo di prospetto laddove la « rivendita » abbia i caratteri della sollecitazione. Non vi è però chi non veda come tale interpretazione fosse già ovvia nel vigore della precedente disciplina e dunque assai scarsa sarebbe la portata innovativa della disposizione ove si dovesse ritenere che tale è l'unico significato corretto. Il principio di autonomia può essere allora letto, in coerenza con quanto si è detto poc'anzi, alla stregua di una disciplina di favore per l'emittente e gli altri membri del consorzio di collocamento che, in tal modo, non rischiano di incorrere nelle sanzioni previste per chi non rispetta l'obbligo di pubblicare un prospetto quando abbiano organizzato l'operazione con cautele specificamente dirette a non coinvolgere il pubblico.

Si potrebbe tuttavia obiettare che una simile interpretazione finirebbe con il determinare una lacuna nella disciplina, dal momento che, come si è visto, la regia delle operazioni è spesso situata a monte degli intermediari-*seller*. Tale lacuna è a ben vedere solo apparente se si considera il dettato dell'art. 3.2, Il paragrafo, della direttiva

---

<sup>213</sup>

A tale inciso assegna portata innovativa DI BRINA (2008), 385.

va 2003/71/CE di cui l'art. 100-*bis*, I comma, TUIF costituisce attuazione, disposizione che contiene una essenziale precisazione: infatti « *Il collocamento di strumenti finanziari tramite intermediari finanziari è soggetto alla pubblicazione di un prospetto se per il collocamento definitivo non è soddisfatta nessuna delle condizioni da a) a e)* ». Il significato di tale norma, sulla cui diretta applicabilità non pare potersi dubitare, consente di correggere la lettura dell'art. 100-*bis*, I comma, TUIF nel senso di impedire l'operatività del principio di autonomia tutte le volte in cui le « rivendite » avvengono prima del collocamento *definitivo*; e tale non può per definizione essere il collocamento presso gli intermediari che dovranno in un secondo momento (magari mediante negoziazioni nel mercato secondario) distribuire i prodotti finanziari presso il pubblico. Il significato così individuato determina tuttavia una potenziale antinomia con quanto disposto dal secondo comma dello stesso articolo, ma di tale problema ci si dovrà far carico nel prossimo capitolo. Resta, inoltre, l'incertezza sui parametri che possono indurre a ritenere definitivo un determinato collocamento effettuato tramite intermediari finanziari.

Un'ulteriore problema sollevato in dottrina <sup>(214)</sup> con riferimento alla fattispecie di cui al primo comma dell'art. 100-*bis* TUIF è riconducibile al tenore letterale, davvero poco perspicuo, della disposizione che sembra prendere in considerazione le sole offerte al pubblico esenti: ci si chiede se la disciplina delle rivendite operi nei casi in cui non si possa considerare il primo trasferimento ad un investitore professionale un'offerta al pubblico (anche se esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo), come ad esempio nei casi di “cessioni” in blocco di prodotti finanziari ad un unico sottoscrittore. È evidente che per evitare facili elusioni del primo comma dell'art. 100-*bis* (così come del secondo) è opportuno escludere (ancora una volta) un'interpretazione rigorosamente letterale del dettato normativo. Il che peraltro appare in linea con la lettura a geometria variabile che si intende dare in questo lavoro della nozione di “offerta al pubblico”. Nozione in sé troppo generica per una ricostruzione in chiave puramente concettuale.

---

<sup>214</sup> V. COSTI (2007), 116 il quale ammette che escludere l'operatività della norma equivarrebbe ad ammetterne una facile elusione. Si limita a riproporre il problema DI BRINA (2008), 385.

Volendo sintetizzare i preliminari risultati cui si è giunti sotto il profilo della fattispecie, occorre distinguere: a) le ipotesi di « successiva rivendita » in cui l'obbligo di prospetto è imposto solo al « rivenditore » (che può essere chiunque) e che sussiste solo nel caso in cui vi sia un'offerta al pubblico ex art. 1.1 lett. t) TUIF, definizione che occorrerebbe reinterpretare (e la cosa pare possibile essendo la definizione piuttosto generica) alla luce di quanto è stato messo in luce dalla dottrina e dalla giurisprudenza minoritarie in relazione alla fattispecie della sollecitazione all'investimento proprio in relazione a fattispecie concrete analoghe; b) le « successive rivendite » effettuate solo da intermediari finanziari senza che si possa affermare definitivo il collocamento: in tal caso, l'obbligo di pubblicare il prospetto insiste su tutti gli anelli della catena distributiva; c) le successive rivendite possono seguire anche una sottoscrizione in blocco da parte di un investitore, nonostante la legge sembri considerare solo le offerte esenti dirette ad una pluralità di persone.

Passando ai profili patologici della disciplina, appare evidente come il dibattito svoltosi nel vigore della previgente disciplina risulti altresì utile a focalizzare i rimedi di carattere privatistico che l'ordinamento concede al risparmiatore nell'ipotesi in cui ritenga violato l'obbligo di pubblicare un prospetto nel caso di « successiva rivendita » che possa essere considerata (pur nelle diverse ipotesi sub a e b) offerta al pubblico.

Non sembra che sussistano specifiche ragioni tali da escludere la validità di un rinvio a quanto è stato rilevato, nel vigore della precedente disciplina, in tema di contratto illecito ed illegale per escludere l'operatività del rimedio demolitorio della nullità. Non si pongono in modo significativamente diverso il rapporto tra contratto d'investimento e violazione dell'art. 100-*bis*, I comma, TUIF: in breve, pur trattandosi di norma imperativa, non è infatti consentito inferire nullità virtuale dei contratti in cui si concretizza la « rivendita » in quanto vi sono rimedi più adatti per sanzionare la violazione di regole di comportamento; né tantomeno è possibile parlare di violazione del *sinalagma genetico* (illiceità della causa) dal momento che si tratta di disciplina che incide sulla sola fase precontrattuale.

Risulta a questo punto opportuno approfondire alcuni profili del rimedio obbliga-

torio conseguente alla violazione dell'obbligo di pubblicare il prospetto ex art. 100-*bis*, I comma, TUIF.

*8. Alcune considerazioni sui rimedi obbligatori. Il problema dell'intermediario responsabile e dell'onere della prova. Il risarcimento del danno e la misura del danno risarcibile.*

Respinte le tesi giurisprudenziali e dottrinali volte a consentire l'operatività di strumenti di tutela reale (<sup>215</sup>) nelle ipotesi di violazione di norme imperative in tema di appello al pubblico risparmio, appare opportuno analizzare alcune problematiche sollevate dall'impiego della tutela obbligatoria. Ove infatti il rimedio risarcitorio non dimostrasse di avere un grado sufficiente di effettività, verrebbe da chiedersi se non sia corretto l'approccio della giurisprudenza maggioritaria che, anche in ossequio al principio della domanda, ha risposto al bisogno di tutela da parte di alcuni investitori attraverso un inquadramento della fattispecie della circolazione nel mercato secondario di strumenti finanziari collocati privatamente nel più ampio contesto della violazione di regole di condotta da parte degli intermediari.

L'analisi di questo specifico aspetto non può che prendere le mosse dalla constatazione che sussista un inadempimento agli specifici obblighi (tra cui quello di predisporre un prospetto informativo) che la legge impone, ogni qualvolta fosse riscontrato che gli intermediari coinvolti nella circolazione degli strumenti finanziari abbiano posto in essere una condotta che integra un'offerta al pubblico; dal che non è dubbio che possa scaturire un obbligo risarcitorio (<sup>216</sup>).

Ad uno sguardo più attento, tuttavia, appare piuttosto problematica la concreta attuazione di tali obblighi.

Proseguendo in ordine logico, un primo aspetto critico concerne la legittimazione passiva all'azione risarcitoria: se il contratto di cui la giurisprudenza predica l'inva-

---

<sup>215</sup> Per un obiter nella giurisprudenza di merito che condivide l'opinione che, anche nel caso di violazione della disciplina dell'offerta al pubblico, sarebbero attivabili solo rimedi risarcitori v. Trib. Catania 23 gennaio 2007, in *ilcaso.it*, I, 463.

<sup>216</sup> L'esistenza di tale obbligo risarcitorio è confermata da quanto afferma parte della dottrina: cfr., ad es., PICARDI (2005), 717-720.

lità è il contratto a valle che intercorre tra l'intermediario-*seller* e il risparmiatore (<sup>217</sup>), l'obbligo risarcitorio può ben coinvolgere tutti coloro che hanno contribuito (causalmente) all'inadempimento dell'obbligo legale.

Ragionando così, potrebbero essere chiamati a rispondere del danno tutti gli intermediari presso cui hanno “circolato” gli strumenti finanziari, nei limiti in cui risultasse il disegno – desumibile anche solo da elementi presuntivi, di carattere oggettivo - volto a violare la disciplina dell'offerta al pubblico. Ma vi è di più. Infatti, lo stesso emittente potrebbe a sua volta essere legittimato passivo dell'azione risarcitoria, dal momento che è proprio dalla decisione di quest'ultimo di non coinvolgere il risparmio diffuso che prende le mosse l'operazione di segno contrario.

Dal che discende il secondo problema che qui si intende accennare, cioè, la distribuzione dell'onere probatorio in giudizio: in altri termini, chi dovrà dimostrare in giudizio la sussistenza di un programma di emissione volto fin dall'inizio a coinvolgere il risparmio *retail*?

A rigore, dovrebbe essere l'attore a provare i fatti costitutivi del proprio diritto, ma vi è chi ha messo in dubbio la correttezza dell'assunto in questo caso specifico (<sup>218</sup>): il ragionamento prende avvio dalla constatazione che gli obblighi imposti dalla disciplina dell'offerta al pubblico sono obblighi *specifici*, il cui inadempimento è sufficiente che venga semplicemente allegato dall'attore in virtù del principio posto dall'art. 1218 c.c. così come interpretato nel diritto vivente (<sup>219</sup>); norma che secondo la migliore dottrina (<sup>220</sup>) risulta applicabile a qualsiasi obbligo preesistente, oltre che a quello di natura contrattuale.

---

<sup>217</sup> E tale aspetto è di per se un aspetto problematico del rimedio reale, dal momento che esclude la possibilità di coinvolgere i livelli superiori della catena degli intermediari.

<sup>218</sup> Cfr. PICARDI (2005), 717-720.

<sup>219</sup> Si tratta dell'orientamento da ultimo espresso dalla Suprema Corte nella nota sentenza Cass. Sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533, in Foro it., 2002, I, 769 s. con nota di P. Laghezza, Inadempimenti ed onere della prova: le sezioni unite e la difficile arte del rammendo (la sentenza è pubblicata anche in Contratti, 2002, 113 s. con nota di U. Carnevali, Inadempimento e onere della prova; in CG, 2001, 1565 s. con nota di V. Mariconda, Inadempimento ed onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro; in NGCC, 2002, I, 349 s. con nota di B. Meoli, Risoluzione per inadempimento ed onere della prova). Per una valutazione critica di tale orientamento v. però le interessanti considerazioni di MAGGIOLÒ (2006), 167 s.

<sup>220</sup> MENGONI, (1956), 361 s.; ID (1988), 1077

Un siffatto esito ermeneutico sarebbe, poi, avvalorato dall'imposizione sugli intermediari (ed, eventualmente, sull'emittente) di un onere probatorio rispondente al principio di vicinanza della prova che è regola insieme di efficienza e giustizia (<sup>221</sup>).

La tesi, per quanto suggestiva e fatta propria da alcune pronunce di merito (<sup>222</sup>), non convince.

Infatti, a meno di adottare una prospettiva ermeneutica profondamente orientata al risultato di permettere al risparmiatore un facile ottenimento del risarcimento del danno (<sup>223</sup>), vi è una solida ragione dogmatica che sconsiglia un impiego così libero dello strumento interpretativo.

Occorre infatti distinguere tra la sufficienza dell'allegazione di un inadempimento ad un obbligo specifico, che secondo la giurisprudenza della Corte di Cassazione è il contenuto dell'art. 1218 c.c. e la prova dei, si potrebbe dire, "presupposti di fattispecie" della violazione di tale obbligo. In altri termini, appare illogico ritenere che possa essere inclusa nel concetto di inadempimento la sussistenza della fattispecie dell'offerta al pubblico (di cui è sufficiente l'allegazione), così come nessuno dubita che, in ipotesi di inadempimento ad un obbligo previsto da un contratto, la prova dell'esistenza del contratto, fatto costitutivo dell'obbligazione (<sup>224</sup>), dovrà essere fornita dall'attore.

In definitiva, sarà l'attore a dover fornire una prova, anche solo per presunzioni (<sup>225</sup>), che la singola negoziazione avrebbe potuto esser ricondotta ad una più ampia operazione di offerta (indiretta) al pubblico (<sup>226</sup>). In alcuni casi, macroscopici (come è

<sup>221</sup> Ma è anche argomento spesso facilmente spendibile a favore di tesi contrapposte e quindi di per sé non in grado di sciogliere un problema interpretativo. Cfr. In questo senso MAGGIOLO (2006), 168 nt. 11.

<sup>222</sup> V. Trib. Catania, 8 febbraio 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 11-12; Trib. Catania 23 gennaio 2007, in *ilcaso.it*, I, 461 che aderiscono all'idea dell'applicazione analogica dell'art. 23 TUIF laddove inverte l'onere della prova relativa alla colpa nelle cause di risarcimento del danno per inadempimento.

<sup>223</sup> Senza considerare l'interesse del danneggiante ad evitare ciò che nel gergo economico sono definiti « falsi positivi ». Interesse che, al di fuori di un'esplicita scelta da parte del legislatore va tenuto in debito conto per evitare di imporre eccessivi costi sullo svolgimento dell'attività d'impresa.

<sup>224</sup> Il punto è pacifico ma v. di recente MAGGIOLO (2006), 167.

<sup>225</sup> Del resto come dimostrano i casi in cui si è discusso il problema dell'onere della prova, la prova che vi è stata negoziazione può essere raggiunta dall'intermediario piuttosto agevolmente se il giudice è convinto della bontà dell'intervento della Consob in materia: v. ad es. Trib. Catania 8 febbraio 2003, cit., 12-13.

<sup>226</sup> Della stessa idea, anche se non discute la tesi di Picardi, ROMAGNOLI (2006), 784.

stato il caso Cirio) l'attore potrà esser sollevato da tale prova costituendo fatto notorio le modalità con cui sono avvenuti i collocamenti privati (e le successive negoziazioni) degli strumenti finanziari.

Né pare che l'inversione dell'onere della prova nei giudizi di risarcimento del danno ex art. 23 TUIF che da più parti <sup>(227)</sup> si è ritenuta applicabile analogicamente in settori della disciplina del mercato mobiliare possa modificare la soluzione raggiunta <sup>(228)</sup>.

L'ultimo aspetto che è utile prendere in considerazione per valutare l'efficacia del rimedio risarcitorio è in realtà duplice in quanto riguarda tanto l'individuazione del danno risarcibile, quanto la quantificazione del medesimo. Riguardo quest'ultimo punto è interessante segnalare anche quali siano le differenze con il modo con cui viene valutato il danno nell'ipotesi in cui si fondi l'azione di responsabilità sulla violazione della disciplina in tema di servizi d'investimento.

Il problema del danno da mancata informazione nel mercato finanziario è uno dei più complessi e non può certo essere compiutamente affrontato e risolto in questa sede. Saranno quindi sufficienti alcune indicazioni che risulteranno molto utili per risolvere alcuni problemi interpretativi che sorgono dall'art. 100-*bis* TUIF, norma che sarà specifico oggetto di analisi nel prossimo capitolo.

Sotto il profilo dell'individuazione del danno risarcibile, non pare che tra la fattispecie dell'omessa o falsa informazione nel prospetto rispetto alla mancanza del prospetto informativo stesso vi siano differenze tali da giustificare un mutamento di approccio <sup>(229)</sup>. Pertanto, risulteranno molto utili le indicazioni che la dottrina ha saputo dare al riguardo.

Sotto il profilo dei meccanismi di imputazione oggettiva del danno, è essenziale effettuare un giudizio prognostico (utilizzando il consueto schema della "prognosi postuma") che consiste nel valutare se il risparmiatore, ricevute le dovute informazioni

---

<sup>227</sup> V. ad es. PICARDI (2002), 839.

<sup>228</sup> Delle due infatti una: o si tratta di una norma che costituisce un'applicazione specifica del principio posto dall'art. 1218 c.c. e dunque l'applicazione analogica è inutile; oppure si tratta di una norma che ha un contenuto eccezionale rispetto ai superiori principi e pertanto l'applicazione analogica sarebbe preclusa.

<sup>229</sup> In questo senso v. SCIMEMI (2004), 724-725.

(cioè quelle contenute nel prospetto), avrebbe rinunciato ad effettuare l'investimento ovvero avrebbe acquistato (o sottoscritto) gli strumenti finanziari in questione a condizioni (i.e. prezzo) differenti (<sup>230</sup>).

Con il che non si vuole certo affermare che il danno conseguente alla mancata diffusione del prospetto informativo coincida in ogni caso con la perdita economica subita dall'investitore: così opinando si eliminerebbe una delle caratteristiche essenziali dell'investimento, in generale, e dell'investimento nel mercato mobiliare in particolare, ossia, l'assunzione di un rischio (<sup>231</sup>).

Il danno consisterebbe pertanto nell'impoverimento subito dal risparmiatore dovuto alla mancata diffusione di informazioni tali da incidere sul prezzo di vendita degli strumenti finanziari; informazioni certamente disponibili agli intermediari che partecipano al consorzio di collocamento e, probabilmente, a quelli che acquistano da costoro sulla base di una *offering circular*, ma che, a causa dell'assenza di un'operazione di carattere pubblico, non sono state incorporate nel prezzo.

---

<sup>230</sup> In questo senso v. FERRARINI (1986), 124 il quale specifica che il giudizio prognostico si articola in due corni: il primo volto a verificare la rilevanza dell'informazione omessa (cioè la capacità di influenzare il prezzo); il secondo, invece, volto a verificare l'affidamento dell'investitore sulle informazioni contenute nel prospetto. Cfr. nello stesso senso, PARALUPI (2001), 582. Tale indagine tuttavia si rivela inutile nella prospettiva della *fraud on the market theory* sposata dalla Corte suprema degli Stati Uniti nel celebre caso *Basic v. Levinson* e nella prospettiva adottata da PERRONE (2003), 77 per il quale « la questione del nesso di causalità pare avere come oggetto non già l'idoneità del prospetto a ingenerare una *reliance* nella bontà dell'investimento, quanto, più semplicemente, l'efficienza eziologica della falsa od omessa informazione sulla determinazione del prezzo ».

Più precisamente, la giurisprudenza americana in tema di responsabilità ex rule 10b-5 distingue sul punto tra prova della *reliance* nell'ipotesi di omissione di un'informazione *material*, in cui non è necessaria la prova della *reliance* in quanto si tratterebbe di prova negativa [cfr. *Affiliated Ute Citizens v. U.S.*, 406 U.S. 128 (1972)]; differente sarebbe il caso in cui l'attore lamentasse la falsità di alcune informazioni rilevanti contenute nel prospetto: benché, infatti, la prova della *reliance* dovrebbe esser in questo caso fornita, la giurisprudenza ammette una presunzione di affidamento sulla base della nota *Fraud on the Market Theory* [*Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)], che costituisce una presunzione giurisprudenziale volta a desumere l'affidamento dell'investitore sulle informazioni *material* sulla base di una valutazione di efficienza del mercato dei capitali ed, in particolare, del prezzo delle *securities* scambiate. Se manca un'informazione rilevante (che avrebbe dovuto essere diffusa) è evidente, secondo questa teoria, che il prezzo non può essersi formato in modo efficiente e pertanto che l'investitore ha riposto le sue aspettative di guadagno su un prezzo non significativo. Su tale teoria v. nella dottrina italiana VENTORUZZO (2003), 82-90.

Non considera questa teoria e fonda una presunzione di *reliance* sulla base dell'obbligo (che potrebbe apparire finzionistica visto che tale obbligo è oggi presente solo in caso di richiesta da parte dell'investitore oblatore) di consegna del prospetto PARALUPI, *op. loc. cit.*

<sup>231</sup> Il punto è sottolineato da PISANI MASSAMORMILE (2005), 775 e da PERRONE (2005), 1023-1024.

Parte della dottrina <sup>(232)</sup> ha sostenuto che la diffusione di tale documento sia in grado di escludere il nesso di causalità tra la mancata redazione del prospetto e il danno subito dagli investitori *retail*. Così opinando, si omette tuttavia di considerare alcune specificità del documento informativo tipico dei *private placements*, che lo distinguono in modo netto dal prospetto. L'*information memorandum*, infatti, non possiede le caratteristiche che fanno del prospetto informativo un documento in grado di avvicinare – sia pure solo in modo tendenziale - il prezzo al valore reale degli strumenti finanziari: non vi è infatti una diffusione capillare presso il pubblico degli investitori (e, quindi, a tutti gli *informed traders*); non vi sono norme riguardanti il contenuto e le modalità di redazione che ne semplificano il raffronto; non vi è infine alcun controllo di veridicità e completezza da parte di un'autorità di vigilanza, che costituisce un forte deterrente contro le violazioni più macroscopiche <sup>(233)</sup>.

Per tali ragioni non pare corretto ritenere l'*offering circular* un documento in grado di escludere il nesso di causalità in un'azione di risarcimento danni per inadempimento alla disciplina dell'informazione obbligatoria in caso di appello al pubblico risparmio.

Per quanto riguarda la quantificazione del danno, occorrerebbe preliminarmente sciogliere il dubbio sull'incidenza della mancata pubblicazione del prospetto sulle decisioni d'investimento; e cioè, valutato se anche in presenza dell'obbligo di pubblicare un prospetto l'operazione si sarebbe potuta compiere, anche se a condizioni diverse, occorre, nel caso positivo, stabilire quali fossero queste diverse condizioni e sottrarre, di conseguenza, questo valore alla somma versata dall'investitore <sup>(234)</sup>. Viceversa, nel caso in cui l'operazione non sarebbe stata possibile (sarebbe stata cioè senza mercato primario) se l'emittente avesse dovuto pubblicare un documento informativo, l'investitore *retail* avrebbe diritto ad ottenere l'intero capitale investito. Non va infine sottovalutato che il convenuto potrà provare che parte delle perdite sono dovute al

---

<sup>232</sup> V. SCIMEMI (2004), 724-725.

<sup>233</sup> Cfr. PISANI MASSAMORMILE (2005), 794.

<sup>234</sup> Si tratta di un approccio che volutamente ricalca il metodo utilizzato dalle corti americane quando si parla di *out of pocket measure* e che riguarda i *general compensatory damages*. Sul punto v. VENTORUZZO (2003), 104-105.

generale andamento del mercato e, pertanto, non potranno essere oggetto di risarcimento <sup>(235)</sup>.

Sotto il profilo del lucro cessante, nel primo caso come nel secondo, si avrà riguardo alla remunerazione media di un investimento analogo a quello effettuato.

Appare piuttosto evidente come, in assenza di un mercato secondario in cui le informazioni riescano a riflettersi in modo credibile sul prezzo dei titoli, i criteri indicati risultino molto complessi da attuare in concreto <sup>(236)</sup>. Si tratta di un inconveniente di non poco conto e, sebbene possa essere superato nel caso concreto mediante una valutazione equitativa ex art. 1226 c.c., apre ulteriori quesiti sull'efficienza del rimedio risarcitorio.

Alla luce di quanto si è fin ora esaminato è possibile tracciare alcune conclusioni che dovranno costituire altresì punto di partenza per l'analisi del diritto positivo così come si è andato delineando nel corso di questo tumultuoso periodo di riforme legislative in tema di mercati finanziari che non può ritenersi concluso – e ciò non potrà essere ignorato nel corso della presente ricerca – a causa della acuta crisi in cui sono sprofondatai i mercati finanziari.

*9. Considerazioni conclusive sulla sussistenza di una lacuna e sulla necessità di un intervento legislativo. Le contrastanti indicazioni in sede comunitaria e alcuni spunti di diritto comparato (con un rinvio).*

Dall'analisi che si è sin qui condotta è emersa l'ipotesi di lavoro di fondo utile per il prosieguo della ricerca: la constatazione, cioè, che la disciplina del mercato mobiliare non risponda costantemente alla stessa logica, ma persegue l'obiettivo costituzionalmente garantito della tutela del risparmio attraverso norme che rispondono a direttive funzionali talvolta anche contrastanti.

---

<sup>235</sup> Il punto è sottolineato, in tema di responsabilità da prospetto, da FERRARINI (1986), 128 nt. 153 ove viene citata la sec. 11 (3) SA in cui si ammette esplicitamente una simile attività probatoria al fine di ridurre la misura del danno risarcibile.

<sup>236</sup> Sulla complessità dei criteri di quantificazione del danno nell'ipotesi di violazione delle regole sull'informazione al mercato secondario v. PERRONE (2003), 209-214. Cfr. inoltre per valutazioni analoghe riguardo all'*out of pocket measure* VENTORUZZO (2003), 105.

Il caso della tutela dell'investitore di fronte ad operazioni di diffusione tra il pubblico di strumenti finanziari collocati mediante *private placement* è paradigmatico: se, infatti, i risparmiatori possono lamentare la violazione delle regole di condotta ispirate ai principi di cui all'art. 21 TUIF, tale rimedio permette la compensazione dei danni subiti da costoro a livello solo individuale. Ma si è tentato di dimostrare come l'ammissibilità di queste operazioni di massa costituisca forte limite al perseguimento dell'obiettivo dell'efficienza dei mercati, soprattutto sotto il profilo informativo. Il prezzo cui circolano nel periodo immediatamente successivo al collocamento i titoli, non è, e non può essere, significativo in assenza di quei controlli tipici delle emissioni nel mercato primario. È dunque in una prospettiva più ampia, cioè collettiva (o meta-individuale), che va ricercata la soluzione.

Vietare radicalmente queste operazioni è opzione che è stata attentamente vagliata oltreoceano ma per le ragioni già esposte nel paragrafo § 9 del Capitolo Primo non appare verosimilmente percorribile.

Una possibile via per risolvere il problema così come prospettato consiste nel ridefinire la nozione di offerta al pubblico e di servirsi dunque della sperimentata efficacia del prospetto e della disciplina imperativa ad esso collegata per garantire un'emissione nel mercato primario sufficientemente informata.

Benché tale sia l'impostazione della dottrina (e della giurisprudenza) più attenta, anche se minoritaria, si è però qui messo in luce come l'ordinamento, a meno di stravolgere alcuni consolidati principi dogmatici, non offrisse, sul fronte dei rimedi, alcuna risposta adeguata. Se, per un verso, la tutela offerta dall'ordinamento risponde chiaramente a criteri di *corrective justice*, in cui è la corretta compensazione dei danneggiati il principale obiettivo; per altro verso, si è messo in luce come alcune operazioni comportino il rischio di creare esternalità maggiori del danno subito dal singolo e pertanto e solo perseguendo obiettivi più ampi di efficienza del mercato che può essere conseguito l'obiettivo finale di una efficace tutela del risparmio.

Ma il giurista non può compiere tale salto in assenza di un'indicazione legislativa in tal senso. Non è sufficiente l'art. 91 TUIF che però ammette, quanto meno implicitamente, le diverse anime funzionali della disciplina.

Ci si può chiedere a questo punto se si possa parlare di lacuna in senso tecnico e sul punto possono essere svolte alcune osservazioni.

Il tema della disciplina delle *resales* in ipotesi di *private placement*, pur per certi versi sottovalutato dalla dottrina, è stato al centro di un recente dibattito svoltosi in sede europea in cui si è discussa l'opportunità di introdurre una disciplina comunitaria del *private placement* con lo scopo di armonizzare il diritto degli stati membri anche a questo riguardo.

Tra i quesiti posti dalla Commissione ai rappresentanti dei singoli stati vi era quello relativo all'opportunità di introdurre una disciplina specifica per il caso di rivendita. Ebbene, la maggior parte degli stati membri ha risposto che, per tutelare l'investimento *retail*, era sufficiente la protezione offerta dalla direttiva MIFiD e che quindi nessuna lacuna potesse riscontrarsi al riguardo.

Tale conclusione appare tuttavia smentita dalla prospettiva con cui è stata condotta la presente analisi. Ma non solo.

Il dato comparatistico conferma che il problema della circolazione di strumenti finanziari collocati in operazioni in cui non è stato pubblicato un prospetto autorizzato è preso in considerazione dalla disciplina che ne limita la circolazione anche solo per un periodo limitato.

Si spiega allora il senso di una disposizione, come l'art. 100-bis TUIF, che è stata, come si vedrà, protagonista di una genesi a dir poco travagliata.

Ci si dovrà allora chiedere, nel prossimo capitolo, se tale norma ha in qualche modo risposto alle lacune (ad es. nei rimedi e nei meccanismi di distribuzione dell'onere della prova) così come individuate nel presente capitolo e quale sia oggi l'ambito di una responsabilità civile per omessa pubblicazione del prospetto che costituisce il contesto generale in cui si innesta la disciplina speciale dell'art. 100-*bis* TUIF.



## CAPITOLO QUARTO

### LA «RIVENDITA» SISTEMATICA DI PRODOTTI FINANZIARI: FATTISPECIE E DISCIPLINA.

SOMMARIO: 1. Introduzione. Genesi dell'art. 100-*bis*, secondo comma. Dalla risposta al «risparmio tradito» alla disciplina delle «rivendite». - 2. Rapporti tra la fattispecie generale (primo comma) e la fattispecie speciale (secondo comma). Delimitazione della nozione di «rivendita». - 3. La fattispecie di cui al secondo comma dell'art. 100-*bis* TUIF. Offerte ad investitori qualificati (rinvio). La sistematicità della rivendita: incertezze interpretative e opportunità di una lettura evolutiva. - 3.1 Rapporti tra la rivendita sistematica e i casi di inapplicabilità di cui all'art. 100 TUIF e 34-*ter* Regolamento Emittenti. Tensioni sistematiche ed aspetti problematici. - 3.2 Rivendita sistematica e negoziazioni su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione e da parte di internalizzatori sistematici: il rapporto dell'art. 100-*bis* con l'art. 205 TUIF. - 3.3 Rivendita sistematica e servizi d'investimento: precisazioni sull'ambito oggettivo di applicazione. - 3.4 Ancora sull'ambito oggettivo di applicazione. Rivendite e circolazione dei crediti cartolarizzati. - 4. I dodici mesi successivi al collocamento riservato tra *holding period* e periodo sospetto: spiegazione della strategia normativa e ratio della norma. - 4.1 Il problema della necessità di un intervento imperativo da parte del legislatore (limiti di effettività delle *selling restrictions* contrattuali e *market mimicking* del legislatore). - 5. L'obbligo di pubblicare il prospetto informativo: il problema del soggetto passivo. Conferme sulla ratio della norma. Art. 100-*bis* e sanzioni amministrative. - 6. La tutela dell'investitore *retail* nel terzo comma dell'art. 100-*bis*. Il problema della qualifica soggettiva del legittimato attivo. Critica della tesi che ritiene legittimati anche gli enti: il legittimato è esclusivamente il consumatore persona fisica. - 6.1 La tutela speciale dell'investitore non qualificato (che sia anche) consumatore. Il rimedio reale: nullità speciale di protezione o nullità eccezionale deterrente? - 6.2 La tutela dell'investitore-*retail* (consumatore). Il rimedio obbligatorio: la responsabilità (oggettiva) del soggetto abilitato. Il problema del legittimato passivo. La quantificazione del danno. Rapporti tra rimedio reale e rimedio risarcitorio. - 7. La tutela dell'investitore *retail*-professionista. Rinvio. - 8. Questioni preliminari sulla disciplina dell'art. 100-*bis*, secondo e terzo comma, TUIF. a) Legittimità costituzionale; b) Legittimità comunitaria. - 9. Conclusioni. Diritto internazionale privato ed effettività della strategia normativa.

*1. Introduzione. Genesi dell'art. 100-bis, secondo comma. Dalla risposta al «risparmio tradito» alla disciplina delle «rivendite».*

Nel capitolo precedente si sono analizzati i profili giuridici del fenomeno del private placement e, in particolare, quella che si è ritenuta la disciplina generale del fenomeno delle « rivendite » di prodotti finanziari, distribuiti, appunto, al di fuori di una offerta al pubblico ex art. 1 lett. t) TUIF; si è visto come la individuazione di tale ultima fattispecie, per quanto possa essere estesa ad opera dell'interprete, non risulti affatto perspicua e, soprattutto, non risolva quella lacuna (forse soltanto apparente) che ha permesso lo sviluppo di pratiche distributive di prodotti finanziari che non hanno solo impoverito alcuni risparmiatori, bensì hanno minato complessivamente la fiducia

nell'investimento mobiliare e l'efficienza complessiva del mercato.

A tale scopo, ben prima che fosse introdotta nel nostro ordinamento la disciplina di derivazione comunitaria di cui all'attuale primo comma dell'art. 100-*bis* TUIF, il legislatore nazionale ha inteso porre rimedio introducendo una serie di nuove norme con un approccio – si potrebbe dire – di “approssimazione progressiva” che non appare certo desiderabile; soprattutto se lo scopo dell'intervento legislativo era di infondere nuova fiducia nell'investimento *retail* attraverso la diffusione di segnali normativi attraverso cui eliminare l'idea che vi fosse una lacuna che aveva consentito operazioni poi culminate negli scandali Cirio e Parmalat.

Prima di affrontare *ex professo* il plesso di fattispecie e disciplina ora in vigore, vale la pena soffermarsi sui precedenti normativi, anche alla luce delle diverse strategie regolatorie che, in una prospettiva di politica del diritto, il legislatore avrebbe potuto adottare nel disciplinare il fenomeno delle « rivendite » e che si sono descritte nel Capitolo I (§ 10).

Da un punto di vista cronologico, come si è detto, gli scandali esplosero sul finire del 2001, mentre la prima sentenza edita, in cui l'ordinamento diede i primi segnali di reazione, è dell'inizio del 2004 <sup>(1)</sup>. Il legislatore, dal canto suo, ha fornito la prima (farraginoso) risposta con il secondo decreto correttivo alla riforma del diritto societario del dicembre 2004 (d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310, art. 15) che introdusse un nuovo comma (il settimo) all'art. 2412 c.c. <sup>(2)</sup>, con tale disposizione il legislatore intendeva introdurre due distinti principi (di cui uno appare ancora oggi rilevante per una corretta lettura dell'attuale testo dell'art. 100-*bis* TUIF): da una parte, si volevano assoggettare ai limiti di cui allo stesso art. 2412 c.c. le emissioni di obbligazioni effet-

---

<sup>1</sup> Si vuole fare riferimento alla nota sentenza Trib. Mantova 18 marzo 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, 698 s.

<sup>2</sup> La disposizione, con l'uso stentato della lingua italiana che caratterizza la moderna legislazione finanziaria, recitava: « Le disposizioni del presente articolo si applicano anche alle obbligazioni emesse all'estero da società italiane ovvero da loro controllate o controllanti, se negoziate nello stato, nei limiti stabiliti con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze e del Ministro della giustizia, da adottare ai sensi dell'art. 17, comma 3°, della l. 23 agosto 1988, n. 400, su proposta della Commissione nazionale per le società e la borsa; in questo caso la negoziazione ad opera di investitori professionali nei confronti di soggetti diversi deve, a pena di nullità, avvenire mediante consegna di un prospetto informativo contenente le informazioni stabilite dalla Commissione nazionale per le società e la borsa, anche quando la vendita avvenga su richiesta dell'acquirente ».

tuate da società, anche estere, che fossero in rapporto di controllo (attivo o passivo, diretto o indiretto) con una società italiana <sup>(3)</sup>; mentre, dall'altra, si intendeva evitare che la negoziazione su richiesta dell'investitore facesse *tout court* venir meno l'obbligo di predisporre (e, di conseguenza, consegnare) un prospetto informativo.

Tale disposizione prestò il fianco a numerose critiche che principalmente riguardavano l'angusto ambito di applicazione <sup>(4)</sup> e, giacché le critiche coglievano nel segno, fu abrogata dalla travagliata legge a tutela del risparmio (l. 28 dicembre 2005, n. 262, art. 11) che introdusse l'art. 100-*bis*. La prima formulazione <sup>(5)</sup> di tale articolo era invero ancora legata all'intento legislativo di fornire una risposta, anche solo simbolica, al tema del "risparmio tradito" che "infuocava" i tribunali. Vi era infatti un'evidente incoerenza tra la fattispecie e la disciplina: se, infatti, si prendeva in considerazione ogni ipotesi di sollecitazione all'investimento i cui destinatari fossero esclusivamente investitori professionali, la disciplina appariva perspicua solo con riferimento alla distribuzione di strumenti finanziari di debito <sup>(6)</sup>, dal momento che, in alternativa alla consegna di un documento informativo (dal contenuto pressoché analogo a quello del prospetto informativo), lo strumento di tutela dell'investitore non professionale veniva individuato nella garanzia per la solvenza dell'emittente: garanzia della durata di un anno dal momento dell'emissione posta in capo all'investitore professionale che avesse trasferito i prodotti finanziari ad investitori *retail*. Appare evidente come il

<sup>3</sup> Con ciò attuando il pensiero di FENGHI (1983), 494 il quale riteneva, contrariamente alla dottrina dominante che i limiti all'emissione di obbligazioni avessero la funzione di tutelare gli investitori piuttosto che di imporre alle società un corretto ratio di leva finanziaria.

<sup>4</sup> V. GRECO (2007), 138.

<sup>5</sup> Per comodità si riporta la versione originaria dell'art. 100-*bis* TUIF: « 1. Nei casi di sollecitazione all'investimento di cui all'articolo 100, comma 1, lettera a), e di successiva circolazione in Italia di prodotti finanziari, anche emessi all'estero, gli investitori professionali che li trasferiscono, fermo restando quanto previsto dall'art. 21, rispondono della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali, per la durata di un anno dall'emissione. Resta fermo quanto stabilito dall'art. 2412, secondo comma, codice civile.

2. Il comma 1 non si applica se l'intermediario consegna un documento informativo contenente le informazioni stabilite dalla CONSOB agli acquirenti che non siano investitori professionali, anche qualora la vendita avvenga su richiesta di questi ultimi. Spetta all'intermediario l'onere della prova di aver adempiuto agli obblighi indicati dal presente comma ». Su tale norma v. PELLEGRINI (2006), 354 s.; NIUTTA (2007), 14 s.

<sup>6</sup> Cioè proprio quelli che erano stati collocati mediante tecniche distributive che si servivano del collocamento, nel mercato primario, presso investitori professionali. Cfr. Capitolo Primo, § 3-4.

meccanismo di protezione basato sulla garanzia della solvenza, oltre a creare una serie di problemi applicativi di non poco momento <sup>(7)</sup>, non fosse affatto idoneo a fornire una protezione adeguata nel caso di strumenti finanziari che non garantiscono all'investitore il rimborso del capitale investito (non solo le azioni, ma anche alcune tipologie di strumenti finanziari partecipativi) <sup>(8)</sup>.

Inoltre, come segnalato dalla stessa relazione al d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, la previsione, in alternativa alla garanzia della solvenza, dell'obbligo di consegna di un documento informativo avente ad oggetto i titoli collocati mediante *private placement*, si sarebbe potuto porre in potenziale contrasto con l'impianto della direttiva MiFID dove viene esclusa la possibilità per i legislatori nazionali di imporre agli intermediari obblighi (ulteriori) di fornire informazioni specifiche su singoli strumenti finanziari.

Per dare risposta a siffatte critiche e con un apprezzabile intento di dare attuazione al dettato della direttiva 2003/71/CE, il legislatore è intervenuto nuovamente sul tema della circolazione di prodotti finanziari collocati mediante *private placement* dando una nuova formulazione all'art. 100-*bis* che è poi, salvo qualche, marginale, modifica, il testo ancor oggi in vigore. L'art. 3, comma 8, del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 ha dunque strutturato l'art. 100-*bis* negli attuali quattro alinea. Del primo si è in parte già detto nel capitolo precedente, quando si è parlato della disciplina generale delle rivendite e sullo stesso occorrerà ritornare per tentare di delineare i rapporti con il successivo capoverso. Il secondo comma dell'attuale <sup>(9)</sup> 100-*bis* prevede che: « *Si realizza un'offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da inve-*

<sup>7</sup> Per un cenno v. GRECO (2007), 146-147 e nt. 40; oltre a Circolare Assonime (2006), 487 e, da ultimo, DI BRINA (2008), 383-384.

<sup>8</sup> Circolare Assonime (2006), 487; COSTI (2007), 115.

<sup>9</sup> Il testo definitivo della norma è il frutto di due ulteriori modifiche di carattere solo terminologico che hanno aggiornato l'art. 100-*bis* ai cambiamenti legislativi nel frattempo intervenuti. In primo luogo l'art. 3 del d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51 ha sostituito la locuzione sollecitazione all'investimento con quella di offerta al pubblico, in ossequio al nuovo dettato normativo di origine comunitaria. Analogamente, l'art. 15 del d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164 ha sostituito il riferimento agli investitori professionali con investitori qualificati.

*stitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi previsti dall'art. 100 ».*

La descrizione della fattispecie risulta più articolata e sembra sganciarsi definitivamente dal tentativo, simbolico, di rimediare alla contingente domanda di tutela del risparmio deluso dai crack finanziari di inizio secolo (<sup>10</sup>). Sarà dunque possibile una lettura delle norme in questione che, partendo da quell'innegabile esigenza di tutela, prenda in considerazione aspetti complessivi della regolazione dei mercati mobiliari per verificare quale sia il senso, la ratio, di una siffatta impostazione della disciplina. In altri termini, appare possibile disallineare l'interpretazione dell'art. 100-*bis* da quell'approdo ermeneutico che ne valorizzi unicamente la portata storicamente condizionata. Del resto, era da molti anni che la dottrina più avveduta (<sup>11</sup>) aveva messo in luce l'opportunità di una disciplina delle rivendite come elemento di sviluppo del mercato mobiliare interno e, su tale scia, intende porsi il presente lavoro.

*2. Rapporti tra la fattispecie generale (primo comma) e la fattispecie speciale (secondo comma). Delimitazione della nozione di « rivendita ».*

Si sono enucleati nel capitolo precedente (§ 5) i caratteri generali della fattispecie prevista dal primo comma dell'art. 100-*bis* TUIF, occorre ora mettere a confronto tali aspetti con il dettato del secondo comma della stessa disposizione per iniziare a chiarirne l'interpretazione.

Il punto di partenza va individuato nel riferimento al termine « rivendita », vocabolo giuridicamente vago, certamente atecnico dall'angolo visuale delle categorie civilistiche, ma che l'interprete del diritto del mercato mobiliare non può rinunciare, oggi, a delimitare e definire con maggiore precisione. Basti la considerazione che il settore in esame è, come noto, un diritto “secondo” che attinge alle categorie generali del diritto civile senza tuttavia dover essere in ogni sua manifestazione coerente con le stesse, soprattutto dal punto di vista delle fattispecie considerate, spesso ignote, per ragioni cronologiche, al diritto privato comune (<sup>12</sup>).

<sup>10</sup> Per tali ragioni non sembra condivisibile la lettura di ANNUNZIATA (2008), 352 che nel dare un titolo al paragrafo sull'art. 100-*bis* parla di “personificazione” della crisi.

<sup>11</sup> V. PREITE (1986), 231-232 e 236 e ancora 240-241.

<sup>12</sup> Sul concetto di diritti secondi come microsistemi v. CASTRONOVO (1993), 304 nt. 4.

Benché l'atecnicismo da un punto di vista civilistico consenta di ricomprendere nella nozione tutte le ipotesi di *trasferimento* di prodotti finanziari <sup>(13)</sup> non ci si può fermare alla semplice ipotesi traslativa <sup>(14)</sup>. E a tale conclusione pare potersi giungere attraverso due considerazioni: da un punto di vista storico, non verrebbe assegnato un giusto peso alla scelta legislativa di modificare il tenore letterale della norma che nella sua prima versione (l. 262/2005) utilizzava proprio il termine *trasferimento*; da un punto di vista semantico, il termine *rivendita* è dotato di alcuni aspetti pregnanti di significato che pare possibile valorizzare.

A tale proposito è opportuno analizzare due profili. Innanzitutto, sembra che il termine *rivendita* sia utilizzato per qualificare un'*attività* <sup>(15)</sup> piuttosto che un singolo atto. Per convincersi di ciò, è sufficiente rammentare che la *rivendita*, secondo il pri-

---

<sup>13</sup> Trasferimento che, naturalmente, potrà consistere, a seconda della teoria cui si ritiene di dover aderire, nello scambio di consensi ex art. 1376 c.c. ovvero in una vera e propria consegna di titoli ovvero in una mera scritturazione contabile nell'ipotesi – oggi normale – di strumenti finanziari dematerializzati. Non rileva infatti in questa sede l'adesione alla teoria consensualistica o anticonsensualistica circa il trasferimento della titolarità su titoli di credito su cui v., in senso consensualistico la dottrina prevalente, e in particolare BIGIAMI (1950), 1 s. e, da ultimo, MARTORANO (2002), 455 s. ove ulteriori riferimenti; in senso anticonsensualistico v. ASCARELLI (1932), 509 s. Viene comunemente ritenuta una tesi intermedia quella espressa da chi distingue il profilo della circolazione della proprietà sul documento (che segue la regola dell'art. 1376 c.c.) e l'acquisto del diritto cartolare (autonomo e letterale) contenuto nel documento (per cui è necessario il possesso qualificato) v. in tal senso PAVONE LA ROSA (1994), 291 s. (e in part. 320-321). Una posizione più articolata, talvolta assimilata alle tesi anticonsensualistiche, è espressa dalla dottrina che ha sottolineato l'opportunità di distinguere i profili del diritto di proprietà che si intendono considerare (opponibilità all'alienante; opponibilità ai terzi) così ritenendo essenziali nei diversi casi, differenti presupposti (mero accordo; data certa ovvero possesso qualificato). Così SPADA (1992), 477 s.

Per un recente quadro v. CALLEGARI-COTTINO-DESANA, in CALLEGARI-COTTINO-DESANA-SPATAZZA (2006), 53 s.

Per quanto riguarda il trasferimento degli strumenti finanziari dematerializzati si ripropone in termini analoghi la questione (essendo sostituita la consegna dalla scritturazione nei conti dell'intermediario): se è vero che ragioni di carattere eminentemente pratico (difficoltà nella circolazione di strumenti finanziari nei mercati regolamentati) fanno propendere per la tesi consensualistica: v. sul punto CALLEGARI, in CALLEGARI-COTTINO-DESANA-SPATAZZA (2006), 162 s. è probabilmente da condividere il pensiero di autorevole dottrina che ha sottolineato come difficilmente si potranno dare casi di titolarità non legittimata stante l'essenziale ruolo degli intermediari SPADA (1999), 417-418 (il quale a p. 420 ribadisce il proprio orientamento anticonsensualistico già espresso circa la circolazione cartolare) Sul punto cfr. inoltre M. RESCIGNO (1999), 218,

<sup>14</sup> Ciò non vuol dire però che non si pongano alcuni specifici problemi che hanno a riguardo l'applicabilità della fattispecie a particolari negozi traslativi pur diffusi nella prassi finanziaria. Di tali problemi sarà opportunamente dato conto *infra*.

<sup>15</sup> Sembra cogliere quest'aspetto DI BRINA (2008), 387. Sulla nozione giuridica di attività è ancora fondamentale il rinvio ad AULETTA (1958), 981 s. (in part. 985 s.) e ASCARELLI (1962), 147.

mo comma, deve consistere in un'offerta al pubblico, operazione di cui è difficile contestare la qualificazione in termini di attività (attraverso cui si distribuiscono presso il pubblico prodotti finanziari) <sup>(16)</sup>; dall'altro, non va poi sottovalutato che la rivendita viene qualificata, nel secondo comma, come *sistematica* con implicito riferimento ad una pluralità (anche solo programmata) di atti diretti ad uno scopo comune.

Secondo aspetto che pare utile sottolineare è, per così dire, implicito nel termine *rivendita*: attraverso l'uso del prefisso – *ri* – il legislatore ha inteso caratterizzare la fattispecie rilevante di due elementi connessi sotto un profilo funzionale e al tempo stesso cronologico: il trasferimento all'investitore non professionale e la precedente operazione nel mercato primario destinata ai soli investitori qualificati <sup>(17)</sup>.

A tale ricostruzione non sembra potersi obiettare che la legge consideri la rivendita alla stregua di un'offerta distinta ed autonoma (il c.d. principio di autonomia): tale è senza dubbio un profilo di disciplina che, come si è tentato di dimostrare nel precedente capitolo, ha un'operatività circoscritta ad ipotesi di collocamento presso (o mediante) intermediari professionali (in tali casi, è utile ricordarlo, si dovrà verificare prima che nel mercato primario si sia verificato un collocamento *definitivo*: in mancanza di ciò, l'operazione andrebbe considerata come un'unica, complessiva, offerta al pubblico). Del resto, appare evidentemente incongruo che la circolazione di un prodotto finanziario (pur idonea ad assumere i caratteri della rivendita), avvenuta una volta trascorso un considerevole lasso di tempo dall'offerta in sottoscrizione, possa essere in grado di minare la definitività del collocamento iniziale.

La fattispecie così ricostruita appare peraltro coerente con l'intenzione del legislatore di impedire facili elusioni della disciplina dell'offerta al pubblico attraverso uno strumento di particolare efficacia deterrente.

Si tratta allora di ipotizzare che il primo comma (letto alla luce della disciplina comunitaria) e il secondo comma intendono disciplinare due classi di fenomeni che hanno un grado di pericolosità diverso che giustifica un approccio profondamente differente. Solo apparente è il rapporto di *genus a species* che è possibile ravvisare tra

<sup>16</sup> Così ZECHINI, *L'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in AMOROSINO (2008), 259

<sup>17</sup> Parrebbe riferirsi a tale aspetto ZECHINI, *L'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in AMOROSINO (2008), 265.

le due proposizioni normative <sup>(18)</sup>.

Una prima ipotesi riguarda, infatti, le *offerte esenti cui seguano « rivendite »* da parte dei sottoscrittori che abbiano i caratteri propri dell'offerta al pubblico: in tal caso, la legge introduce il *principio di autonomia* <sup>(19)</sup> che permette all'emittente e agli eventuali intermediari coinvolti di non preoccuparsi della sorte dell'offerta poiché ogni responsabilità di costoro nei confronti del pubblico coinvolto dal "rivenditore" è esclusa.

Ma, nonostante tale profilo non sia stato ancora debitamente valorizzato, l'indagine che si è qui condotta induce a ritenere che il fenomeno delle « rivendite » vada considerato in modo radicalmente diverso qualora i sottoscrittori siano intermediari professionali, vale a dire soggetti che, professionalmente, svolgono un'attività di distribuzione presso il pubblico di prodotti finanziari. In tali ipotesi, non appare incongruo concludere che il principio di autonomia mal si attaglierebbe alla fattispecie in esame e di tale circostanza appaiono elementi di consapevolezza nell'attività, tanto del legislatore comunitario, quanto del legislatore interno. Del resto, dall'esame, condotto nel capitolo precedente, dei fenomeni di offerta c.d. indiretta di strumenti finanziari emerge pure l'opportunità che, anche solo sul piano interpretativo, si predispongano strumenti che scoraggino in modo più intenso gli intermediari rispetto alle incerte clausole generali di diligenza, correttezza e cura degli interessi dei clienti che caratterizzano l'attività di prestazione dei servizi d'investimento <sup>(20)</sup>.

Comincia ad affiorare a questo punto uno dei possibili significati del secondo comma dell'articolo in esame che non costituisce allora solo una presunzione <sup>(21)</sup> as-

<sup>18</sup> Coglie il difetto di coordinamento tra primo e secondo comma dell'art. 100-*bis* DI BRINA (2008), 390.

<sup>19</sup> Sottolinea in particolare (ma solo) quest'aspetto DI BRINA (2008), 387-388.

<sup>20</sup> L'opportunità di introdurre norme che prevengano i conflitti di interesse tipici dell'attività di rivendita di prodotti collocati mediante *private placement* è sottolineata da NIGRO (2005), 315 s. E' del resto evidente che le norme in tema di prestazione dei servizi d'investimento non siano state in grado di costituire un vero e proprio deterrente, ma tutt'al più uno strumento per recuperare *ex post* le somme perse da alcuni dei risparmiatori: con ciò la perdita non è stata rilevante solo dal punto di vista distributivo, ma anche dal punto di vista allocativo visto che il mercato non è stato in grado di far pervenire le risorse alle iniziative imprenditoriali più meritevoli.

<sup>21</sup> Tale è la caratterizzazione della disposizione secondo la dottrina. V. *ex multis* PELLEGRINI (2007), 287 Va detto però che spesso si utilizza il termine presunzione in modo improprio in quanto viene poi attribuito al secondo comma dell'art. 100-*bis* la funzione di far rientrare nella nozione di offerta al pubblico fattispecie che ne sarebbero escluse in assenza: non si tratta allora di una presunzione ma di una vera e propria fattispecie nuova ed autonoma [di tale obiezione pare essere consapevole DI

soluta di offerta pubblica, ma è norma volta a chiarire <sup>(22)</sup> quando, e a quali condizioni, sia possibile considerare un collocamento (privato) come *non definitivo*. Si tratta di un'ipotesi, dunque, non molto distante dai *safe harbors* <sup>(23)</sup> previsti dalla *Rule 144* statunitense che costituisce il modello cui si è evidentemente ispirato il legislatore e alla cui analisi, svolta nel secondo capitolo, si rinvia.

Volendo sintetizzare i risultati del ragionamento svolto qui (e, in parte anticipato, nel precedente capitolo), pare possibile concludere che la fattispecie descritta nel secondo comma dell'art. 100-*bis* TUIF costituisca una precisazione di un principio sottinteso dal primo comma ed esplicitato nella base giuridica comunitaria dello stesso: il collocamento tramite intermediari configura un'operazione che costituisce offerta al pubblico, non solo nella fisiologica ipotesi in cui l'operazione sia *ab origine* programmata per avere come destinatario il pubblico, ma anche in tutti i quei casi in cui *non* sia *definitivo* il collocamento presso investitori professionali (che siano anche intermediari). Al di fuori dei casi di rivendita sistematica <sup>(24)</sup>, chi intenda far valere la responsabilità dei vari soggetti che hanno dato luogo all'operazione (gli intermediari-*seller*, ma anche – stante l'inoperatività del principio di autonomia – l'emittente e i membri del consorzio di collocamento) dovrà sostenere un onere della prova piuttosto gravoso, dovendo convincere il giudice dell'intenzione di questi ultimi di eludere la disciplina dell'offerta al pubblico mediante un collocamento *non definitivo* presso in-

---

BRINA (2008) il quale dopo aver dichiarato (p. 388) che si tratta di una presunzione, rivede quanto affermato (p. 392) chiedendosi se il secondo comma dell'art. 100-*bis* finisca con l'ampliare la nozione di offerta al pubblico]. Ritengono correttamente (nella prospettiva in cui tali autori trattano la questione) che l'art. 100-*bis*, secondo comma abbia natura innovativa ANNUNZIATA (2008), 354; SANGIOVANNI, *Circolazione* (2008), 2891.

Nella prospettiva qui adottata si può invece utilizzare tale categoria anche se non appare di una qualche utilità.

<sup>22</sup> Non si intende qui ancora affrontare il tema del grado di certezza (scarso) che la norma è in grado di dare agli operatori.

<sup>23</sup> Non risulta quindi condivisibile l'opinione di GRECO (2007), 151 che esclude tale intenzione da parte del legislatore italiano. L'A., a ben vedere, finisce col confondere il piano della funzione della norma (che può ben essere assimilata a quella di un *safe harbor*) alla grado di effettività con cui la norma raggiunge tale funzione (l'A. infatti argomenta la rispondenza ad una finalità opposta alla disciplina americana sulla base della mera constatazione che la norma in questione crea « *una situazione di particolare incertezza per l'intermediario che dovesse rivendere ad investitori non professionali il titolo riservato* »).

<sup>24</sup> Sul significato di tale nozione v. il paragrafo successivo.

vestitori qualificati e, quindi, coperto dalle ipotesi di esenzione dell'articolo 100, ma che in realtà mascherava l'intenzione di distribuire presso il pubblico gli strumenti finanziari. Tale disciplina generale è apparsa evidentemente scarsamente praticabile al legislatore interno che ha deciso, sulla scorta di quanto accaduto nei noti scandali finanziari, agevolare notevolmente la posizione dell'investitore-*retail* con lo scopo di eliminare dal mercato questo genere di operazioni (effetto deterrente), senza però vietare *tout court* la circolazione di strumenti finanziari collocati mediante *private placement*.

Si tratta di una strategia regolatoria affatto originale, dal momento che si è inteso far operare i meccanismi attraverso cui si scoraggiano tali operazioni su soggetti terzi, estranei alla fase di *origination* dell'operazione, ma che costituiscono i naturali *gatekeepers*, crocevia tra le esigenze di tutela dei risparmiatori e le iniziative distributive degli emittenti e dei loro *advisors* e *underwriters*.

Rimane pertanto solo sullo sfondo la fattispecie della « rivendita » effettuata, ai sensi del primo comma dell'art. 100-*bis*, da un soggetto diverso da un intermediario, fattispecie cui la legge attribuisce una disciplina diversa, caratterizzata in particolare dal principio di autonomia. In quest'ultimo caso, la preoccupazione del legislatore è stata solo di escludere che operazioni di offerta al pubblico effettuate nel mercato secondario da parte di soggetti che non svolgono professionalmente un'attività di distribuzione di prodotti finanziari potessero godere del regime di esenzione di cui aveva beneficiato l'offerta svolta nel mercato primario.

Chiarito questo fondamentale punto così come pare emergere da una lettura sistematica e funzionale della norma, si può proseguire nell'analisi testuale del secondo comma dell'art. 100-*bis* per poi affrontare, *ex professo*, il tema dei rimedi applicabili.

*3. La fattispecie di cui al secondo comma dell'art. 100-bis TUIF. Offerte ad investitori qualificati (rinvio). La sistematicità della rivendita: incertezze interpretative e opportunità di una lettura evolutiva.*

È giunto il momento di analizzare i vari aspetti che caratterizzano la fattispecie

prevista dal secondo comma dell'art. 100-*bis* TUIF: è possibile rinviare a quanto si è già scritto per quanto concerne la prima fase delle operazioni considerate dall'art. 100-*bis*, comma 2, e cioè il collocamento riservato ad investitori qualificati, operazione che può essere ricondotta all'ipotesi prevista dall'art. 100.1 lett a) TUIF.

L'obbligo di redigere un prospetto informativo sorge nel caso in cui, entro i dodici mesi successivi all'operazione di collocamento riservato, si verifica una « rivendita » *sistematica* dei prodotti finanziari che abbia come destinatario il pubblico dei risparmiatori. Appare evidente come uno degli snodi principali che si pone innanzi all'interprete sia proprio l'attribuzione di significato a tale locuzione.

La dottrina <sup>(25)</sup>, non molto numerosa <sup>(26)</sup>, che si è occupata del tema non sembra essere giunta a soluzioni del tutto soddisfacenti. In particolare, i diversi autori muovono da una non condivisibile prospettiva comune, pur nella (parziale) diversità dei risultati raggiunti.

Un primo dato che è possibile rilevare è il maggiore accento posto sull'aggettivo “sistematico” piuttosto che sul sostantivo (rivendita), ritenuto, di fatto, un semplice sinonimo di trasferimento <sup>(27)</sup>. Seguendo tale direttrice ermeneutica, si finisce con il ritenere necessaria (o quanto meno opportuna) l'indicazione da parte della giurisprudenza o dell'autorità di settore di elementi di carattere quantitativo quali il numero di trasferimenti e la frequenza degli stessi <sup>(28)</sup>. E tale impostazione appare inoltre a prima vista abbastanza ovvia: come si può infatti ritenere sistematico qualcosa che non avviene in un numero elevato di casi?

<sup>25</sup> Sul nuovo testo dell'art. 100-*bis* v. GRECO (2007), 145 s.; PELLEGRINI (2007), 287 s.; SANGIOVANNI, *Mancata pubblicazione* (2008), 965 s.; ID, *Circolazione dei prodotti* (2008), 2889 e s.; DI BRINA (2008), 381 s.; CAPRIGLIONE (2008), 39 s.; NIUTTA (2007), 17 nt. 30 .

<sup>26</sup> Il fatto che l'art. 100 *bis* TUIF non abbia ricevuto in dottrina l'attenzione che forse merita può essere spiegato, per un verso, con le frequenti modifiche che tale articolo ha subito negli anni; per altro verso con i dubbi sull'effettività della norma sui quali v. questo capitolo § 10.

<sup>27</sup> Ma v. il precedente paragrafo per qualche spunto nel senso di un'attribuzione specifica di significato al termine rivendita.

<sup>28</sup> V. SANGIOVANNI, *Mancata pubblicazione* (2008), 970 esclude che « la vendita in pochi casi di prodotti finanziari nei primi dodici mesi a investitori non qualificati configuri la sistematicità richiesta dalla legge ». V. inoltre ZECHINI (2008), 267; CAPRIGLIONE (2008), 43 (il quale ritiene addirittura indispensabili gli elementi quantitativi, senza tuttavia argomentare il motivo di tale drastica conclusione). Si limita a rilevare la totale incertezza in cui il legislatore ha lasciato gli operatori non avendo fatto riferimento a « quantità minime e/o a frequenze minime » GRECO (2007), 151. Rinuncia ad indicare criteri di soluzione del problema ermeneutico pure VIGLIONE, *Circolazione di prodotti* (2008), 52.

La tesi viene poi affinata (e complicata) da alcuni <sup>(29)</sup> che ritengono possibile considerare sistematica una rivendita in base alle « *dimensioni dell'intermediario* » o « *della tipologia della clientela* », tanto da escludere che possano darsi indicazioni univoche, così manifestando una propensione per un approccio casistico. Altri <sup>(30)</sup> preferiscono adottare *rules of thumb*, tal ch   ove abbia luogo una distribuzione presso il pubblico *retail* del 50% pi   uno dell'emissione, sarebbe riscontrabile una rivendita sistematica, altrimenti non si potrebbero applicare i rimedi previsti dal terzo comma.

Non    possibile sottacere l'insoddisfazione per soluzioni simili <sup>(31)</sup>. E non si tratta solo di sottolinearne la discrezionalità eccessiva <sup>(32)</sup>: basti infatti pensare all'onere della prova, di fatto diabolica, che graverebbe sull'investitore *retail* che intenda far valere i rimedi previsti dal terzo comma. Tali rimedi opererebbero solo allorch   la singola rivendita sia accompagnata da altre operazioni analoghe tali da rendere l'operazione quantitativamente rilevante: ma a questo punto pare opportuno interrogarsi intorno alla possibilit   per il singolo investitore di conoscere, in assenza di meccanismi generalizzati di *discovery*, il complesso di operazioni svolte da un investitore qualificato su un determinato strumento finanziario. Inoltre, la stessa dottrina non chiarisce se la rivendita debba rivestire un carattere sistematico, in senso quantitativo, con riferimento all'attivit   di un singolo investitore qualificato (come sembrerebbe coerente con quell'impostazione) ovvero possano essere altres   considerate le operazioni di rivendita poste in essere da ciascun investitore (qualificato) sottoscrittore dei prodotti finanziari nel mercato primario. Ove si dovesse opinare in questo secondo senso, si giungerebbe all'assurda soluzione di richiedere al singolo investitore destinatario di una singola rivendita di indagare sul comportamento di tutti i soggetti che hanno inizialmente acquistato i prodotti finanziari che gli sono stati (ri)venduti. Tuttavia la con-

---

<sup>29</sup> V. PELLEGRINI (2007), 288

<sup>30</sup>    questa l'opinione di SANGIOVANNI, *Mancata pubblicazione* (2008), 970: l'A. si limita a proporre tale soluzione senza, di fatto argomentarla.

<sup>31</sup> Il riferirsi a soluzioni del caso concreto da parte della dottrina pare costituisca nella maggior parte dei casi in un'abdicazione del proprio ruolo tale da rendere in sostanza inutile il proprio lavoro. Basterebbe anche solo questo motivo a giustificare sforzi maggiori per dare agli altri formanti indicazioni pi   precise sul come applicare una determinata norma.

<sup>32</sup> GRECO (2007), 151.

siderazione isolata di ciascun intermediario rischierebbe di consentire un'agevole elusione della norma <sup>(33)</sup>.

Ma vi è di più. Non bisogna sottacere che il verificarsi della rivendita sistematica infrannuale determina il sorgere dell'obbligo di prospetto (per una discussione dei profili di titolarità di tale obbligo v. *infra*): orbene, appare di immediata evidenza che l'impostare in senso quantitativo il significato del sintagma « rivendita sistematica » implichi una sostanziale impossibilità di conoscere (soprattutto per il soggetto passivo dell'obbligo) il momento in cui tale obbligo diviene effettivo <sup>(34)</sup>.

A quanto si è detto va pure aggiunto che non vi è nel termine sistematico alcun riferimento semantico agli aspetti quantitativi di un determinato atto (o, forse più correttamente, si dovrebbe parlare di attività), caratterizzando piuttosto le *modalità* con cui l'attività è posta in essere.

Da tali considerazioni consegue l'opportunità di individuare una diversa spiegazione <sup>(35)</sup> al sintagma che, allo stesso tempo, aiuti a fornire una risposta soddisfacente al problema che si è delineato nel primo capitolo e sia logicamente coerente con il significato del termine rivendita chiudendo ogni spazio al fenomeno dell'offerta indiretta..

Uno spunto in tal senso emerge da quanto si è detto in tema di rivendita, nozione che si è ritenuto possibile ricondurre alla categoria dell'attività. A ciò si deve aggiungere che la legge qualifica tale *attività* come *sistematica* e, pertanto, pare opportuno interrogarsi sulla portata di una simile aggettivazione. La dottrina che ha approfondito l'interpretazione di tale locuzione afferma frequentemente che non manca solo una definizione tanto del termine rivendita quanto della sistematicità, ma che si tratta altresì di termini che non hanno precedenti nella legislazione speciale. Tale affermazione è, in realtà, vera solo in parte <sup>(36)</sup> e, sebbene si tratti, forse, di indicazioni

---

<sup>33</sup> Basterebbe infatti che la distribuzione di prodotti finanziari fosse architettata attraverso una pluralità di intermediari che partecipano alla catena distributiva.

<sup>34</sup> Tale problematica è sollevata ad altri fini da DI BRINA (2008), 391.

<sup>35</sup> Che non può certo essere quella offerta da NIUTTA (2007), 17 nt. 30 in cui assimila la rivendita sistematica (anche) « *ad un collocamento con vera e propria sottoscrizione o acquisto a fermo* ».

<sup>36</sup> Anche il termine rivendita è infatti stato impiegato la prima volta nel D.M. 228/1998 art. 15.4 nel disciplinare la circolazione dei certificati rappresentativi di quote di partecipazione a fondi riservati. L'aggettivo sistematico, come si vedrà, viene utilizzato dal legislatore comunitario e interno in relazio-

solo impressionistiche, sembra utile ricordare che nel TUIF il termine *sistematico* viene oggi impiegato per qualificare l'attività svolta dall'*internalizzatore* (art. 1.5-ter TUIF), vale a dire quell'intermediario (*dealer*) « *che, in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato di un sistema multilaterale di negoziazione* »: non si tratta dunque della semplice negoziazione in conto proprio, ma, come ha avuto modo di precisare la Commissione CE, nel regolamento 1287/2006, art. 21, di un'attività « *accessibile ai clienti su base regolare e continua* » che « *riveste un ruolo commerciale importante per l'impresa ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali* ». È, dunque, presa in considerazione un'attività che viene svolta in modo organizzato, con cadenza di tempo regolare (frequentemente), dal che emerge il carattere sistematico della stessa, che però non può ridursi ad una semplice constatazione del dato quantitativo <sup>(37)</sup>. Da queste considerazioni paiono potersi trarre quantomeno alcune suggestioni, posto che non sembra sostenibile che si possa avere rivendita sistematica solo nei casi in cui il soggetto abilitato ponga in essere un'attività di internalizzazione sistematica che abbia ad oggetto gli strumenti finanziari da lui sottoscritti in un collocamento riservato. Troppo angusto sarebbe infatti l'ambito di applicazione della norma e nessuna risposta verrebbe data al problema delle rivendite così come identificato *supra*.

In questa scia pare porsi chi ha auspicato – e ciò non si discosta a ben vedere poi molto da quanto qui si intende sostenere – la valorizzazione del significato linguistico del termine *sistematico* che « *identifica un'opera metodicamente e costantemente diretta alla realizzazione di uno scopo* » <sup>(38)</sup>. Tali considerazioni sono però suscettibili di ulteriori precisazioni. Il riferimento all'*internalizzatore sistematico*, per un verso, e, per l'altro, al significato comune del termine costituiscono un imprescindibile ausilio per tentare di ridefinire l'ambito della fattispecie delineata dall'art. 100-*bis*, secondo comma, TUIF. In particolare, si tratta di valorizzare la natura di *attività* della rivendita (non occorrendo pertanto concentrarsi sui singoli atti) che, in quanto *siste-*

---

ne all'attività di internalizzazione degli ordini.

<sup>37</sup> Frequenza, organizzazione e sistematicità non sembrano infatti costituire un endiadi.

<sup>38</sup> Così DI BRINA (2008), 391.

*matica*, è attività *non occasionale*, o, utilizzando un termine più familiare allo studioso della fattispecie imprenditoriale, *professionale* <sup>(39)</sup>. Con il che, da una parte, si intende delimitare l'ambito di applicazione del secondo comma dell'art. 100-*bis* TUIF a quelle ipotesi di circolazione di prodotti finanziari in cui rivestano il ruolo di “distributori” presso il pubblico gli intermediari, soggetti abilitati (cioè autorizzati a svolgere attività di prestazione dei servizi d'investimento presso il pubblico); dall'altra, pare opportuno focalizzare l'attenzione sulla professionalità mediante cui viene svolta l'attività di rivendita; aspetto che di per sé sembrerebbe implicare l'opportunità di una lettura evolutiva del concetto di rivendita sistematica attraverso cui si potranno risolvere gli insuperabili inconvenienti della lettura quantitativa.

Porre un particolare accento sull'imprenditorialità dell'attività di rivendita comporta che anche il singolo <sup>(40)</sup> trasferimento <sup>(41)</sup> infrannuale ad investitore *retail* di prodotti collocati privatamente possa essere considerato una rivendita sistematica, senza richiedere al risparmiatore di fornire la prova che tale negozio si inserisca in una pluralità di atti <sup>(42)</sup> compiuti dall'intermediario in questione (o da altri intermedia-

<sup>39</sup> Del resto, la professionalità di un'attività è uno dei criteri fondamentali di distinzione tra attività economiche. Cfr. AULETTA (1958), 983.

<sup>40</sup> Pur accedendo a non dissimili soluzioni ermeneutiche in merito al carattere sistematico della rivendita, DI BRINA (2008), 391 si limita ad affermare che « di volta in volta (...) dovrà accertarsi se una pluralità di atti di rivendita, tra loro temporalmente distanti e non esplicitamente collegati, sotto il profilo funzionale, da relazioni organizzative (comunicazioni intese alla dismissione strutturale, atti organizzativi indirizzati all'alienazione da parte degli uffici periferici dell'intermediario, ecc.), assumano tuttavia di fatto l'atteggiamento della coerenza *sistematica*, assegnando così alla rivendita la qualificazione di offerta al pubblico, qualora destinatari della rivendita siano soggetti non rientranti nella categoria degli *investitori qualificati* » (corsivi dell'autore). Ma una simile soluzione sembra affetta da un duplice inconveniente: richiedendo una pluralità di atti, si continua a far gravare sull'attore l'onere di provare atti di rivendita di cui è molto difficile che sia a conoscenza e, facendo riferimento alla coerenza sistematica degli atti, amplia il *thema probandum* con un elemento la cui dimostrazione appare molto difficile. Viene da chiedersi allora se l'obiettivo dell'interprete debba essere l'operatività di forme di tutela che consentano alla norma di svolgere la propria funzione di chiusura, di forte deterrente verso operazioni non desiderabili, elusive ed inefficienti ovvero un semplice (e forse banale) tentativo di spiegare il significato delle parole utilizzate dal legislatore, ignorando i profili funzionali e pratici (spesso indissolubilmente connessi) della disciplina.

<sup>41</sup> Ma come si vedrà anche la semplice attività di intermediazione nel trasferimento, dal momento che si è ritenuto precedentemente di poter delimitare il significato del termine rivendita in termini più ampi del semplice trasferimento. V. sul punto le considerazioni svolte *infra*.

<sup>42</sup> Va tuttavia precisato che la pluralità di atti di rivendita è richiesta dalla natura di attività della stessa. Tuttavia è sufficiente che tale pluralità di atti sia anche solo programmata e, dall'esterno, tale circostanza appare riscontrabile ogni qual volta sia coinvolto nell'attività distributiva un soggetto abilitato. Del resto, autorevole dottrina ha chiarito in termini generali che « la qualifica di attività può conse-

ri). In altri termini, sembra più corretta una ricostruzione della sistematicità della rivendita che valorizzi elementi valutabili *ex ante* piuttosto che *ex post* <sup>(43)</sup>.

La lettura proposta pare coerente, da una parte, con la ricostruzione teorica cui risponde la strategia normativa utilizzata dal legislatore, improntata alla deterrenza nei confronti dei vari soggetti coinvolti utilizzando, in particolare, come *gatekeepers* soggetti, come le imprese di investimento, magari non coinvolti nell'*origination* dell'operazione, ma essenziali per un suo successo (e per il successo di future operazioni analoghe) <sup>(44)</sup>. Dall'altra, tale indicazione ermeneutica appare in linea con quanto si è rilevato essere la disciplina delle *resales* nell'ordinamento che pare aver ispirato il nostro legislatore. Negli Stati Uniti, infatti, la disciplina non distingue tra rivendita e rivendita sistematica, inibendo *tout court* le operazioni di trasferimento di *restricted securities* <sup>(45)</sup>.

Correlativamente, da un punto di vista esegetico, uno spunto in favore dell'interpretazione che si intende qui avanzare è ravvisabile nel terzo comma dell'art. 100-*bis* dove viene indicato espressamente che legittimati passivi dell'azione di risarcimento del danno sono (solo) i *soggetti abilitati* <sup>(46)</sup> presso i quali è avvenuta la rivendita. Ove si adottasse una visione puramente quantitativa (ed *ex post*) della sistematicità della rivendita, sarebbe difficile giustificare una simile disposizione che finirebbe

guire (non solo all'effettiva durata, ma) anche a circostanze tali che, secondo la valutazione sociale, presuppongono normalmente la durata dell'attività stessa ». Così AULETTA (1958), 983.

<sup>43</sup> La valutazione del giudice sarà allora quella comunemente utilizzata della prognosi postuma.

<sup>44</sup> La soluzione ermeneutica qui adottata appare coerente con la funzione della disciplina anche perché conduce a considerare un falso problema quello sollevato da DI BRINA (2008), 392 (il quale esclude l'applicabilità analogica della disposizione sulla base di una sua presunta eccezionalità) che appare invece ineludibile nel caso in cui si acceda alle visioni tradizionali della norma. Infatti, l'A. si chiede giustamente se si realizzi « *un'offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari siano rivenduti (con identiche modalità, sul piano della sistematicità), al di fuori di ipotesi di reselling* ».

Tale interrogativo non sembra corretto (o quantomeno appare mal posto), se si pone a mente che il carattere sistematico è volto a selezionare alcune tipologie di rivendita rispetto ad altre e, dunque, non è possibile immaginare che prodotti finanziari siano trasferiti in modo sistematico al di fuori di ipotesi di rivendita. In altri termini, nessuna disciplina è prevista per attività di distribuzione sistematica di prodotti (che non siano stati inizialmente collocati mediante *private placement*). Del resto, come risulterà evidente, nessuna coerenza con la ratio della disposizione avrebbe l'operare dello strumento analogico nell'ipotesi così delineata.

<sup>45</sup> Manca nella regolazione U.S.A., forse per una maggiore diffusione dell'investimento nei mercati mobiliari, la concentrazione della disciplina delle *restricted securities* sugli intermediari professionali come invece si è ritenuto focalizzarsi la nostra disciplina.

<sup>46</sup> E non tutti gli investitori qualificati che hanno sottoscritto gli strumenti finanziari collocati.

con avere risultati paradossali, potendo solo essere bollata come esempio di irrazionalità e sistematicità, tipiche della legislazione attuale. Ma se pure ciò può essere vero, l'interprete non può rinunciare allo sforzo di ricostruzione del diritto in chiave logica che, nel caso di specie, suggerisce la lettura della locuzione « rivendita sistematica », che qui si propone.

Benché l'opzione ermeneutica avanzata appaia perfettamente coerente con la funzione deterrente, e per certi versi, antielusiva che informa l'art. 100-*bis*, si è consapevoli che la *financial industry* potrebbe avversarla come eccessivamente "ingessante", dal momento che si potrebbe finire con l'impedire in Italia operazioni che nel resto d'Europa sono consentite senza apparenti ostacoli. Ma poiché le ragioni teleologiche alla base della tesi paiono essere sufficientemente solide, conviene piuttosto identificare un correttivo in base ad un principio che escluda le violazioni *de minimis* della regola <sup>(47)</sup>; in questa direzione, per evitare che la singola negoziazione possa essere considerata una rivendita sistematica, non pare incongruo ammettere la prova da parte del soggetto abilitato, il quale dovrà indicare le modalità con cui è avvenuta l'operazione, nonché il numero di operazioni, aventi ad oggetto quegli strumenti finanziari, svolte nell'anno successivo alla sottoscrizione. Rimettendo così al libero apprezzamento del giudice la constatazione della sussistenza della rivendita sistematica. È pur vero che tale criterio permette l'ingresso dalla finestra di ciò che si è ritenuto opportuno cacciare dalla porta, ma si tratta di stabilire soglie minime entro le quali probabilmente l'applicazione di una disciplina così rigorosa non risulterebbe giustificabile <sup>(48)</sup>. In sintesi occorre valorizzare la natura di attività della rivendita sistematica intesa come una pluralità di atti che deve essere quantomeno programma-

---

<sup>47</sup> Non si considera dunque la norma alla stregua di una presunzione rispetto all'interpretazione di carattere quantitativo sopra criticata.

<sup>48</sup> La proposta di introdurre un criterio *de minimis* per selezionare le condotte rilevanti si differenzia dai criteri quantitativi per identificare la sistematicità di una rivendita in quanto pone sull'intermediario il rischio di non riuscire a dimostrare l'assenza di quel disegno unitario che caratterizza l'attività di rivendita, tale dimostrazione non dovrà essere poi effettuata solo mediante l'indicazione di circostanze puramente quantitative. Inoltre, chi ha proposto l'applicazione di criteri quantitativi non ha ristretto l'ambito soggettivo di applicazione della normativa, astrattamente esponendo al rischio di incorrere nelle sanzioni previste dal terzo comma, anche soggetti del tutto estranei all'attività di distribuzione di prodotti finanziari.

ta <sup>(49)</sup>.

### 3.1 Rapporti tra la rivendita sistematica e i casi di inapplicabilità di cui all'art. 100 TUIF e 34-ter Regolamento Emittenti. Tensioni sistematiche ed aspetti problematici.

Occorre a questo punto affrontare una possibile aporia logica della ricostruzione proposta: il legislatore ha infatti precisato che la rivendita sistematica (in assenza di prospetto informativo pubblicato e nel periodo di dodici mesi dal collocamento riservato) dà luogo ad un'offerta al pubblico nell'ipotesi in cui « *tale rivendita non ricada in uno dei casi di inapplicabilità previsti dall'art. 100* ».

Tutti i casi, previsti dall'art. 100 e dal regolamento emittenti Consob in cui, pur in presenza di un'offerta al pubblico, non opera l'obbligo di prospetto, impedirebbero l'operatività dell'equazione posta dalla legge tra rivendita sistematica e offerta al pubblico. Tale rinvio ha consentito parte della dottrina di concludere nel senso dell'esistenza di *rules of thumb*, ossia regole facilmente applicabili, in virtù delle quali, ad esempio, al di sotto di cento atti di rivendita (da parte del singolo intermediario) non troverebbe applicazione l'art. 100-bis. Viceversa, l'approccio qui utilizzato suggerisce cautela verso questo genere di interpretazioni, pur mosse dall'apprezzabile intento di consegnare agli operatori regole facilmente applicabili. Anzitutto, appare opportuno affrontare il discorso in modo più analitico, esaminando tutte le ipotesi di inapplicabilità previste dal TUIF e dal Regolamento Emittenti.

Nessun dubbio per i casi di inapplicabilità di carattere oggettivo: sono questi i casi di prodotti di debito emessi da particolari emittenti (pubblici o, a determinate condizioni, bancari) [cfr. art. 100.1 lett. d), e), f), g)]. Tali ipotesi appaiono, per definizione, al di fuori del perimetro applicativo dell'offerta al pubblico.

Molto rilevante da un punto di vista sistematico è viceversa l'ipotesi prevista dall'art. 100.1 lett a) in quanto permette di considerare l'art. 100-bis come norma che, pur ispirata dalla *Rule 144* che, come si è visto, circoscrive in modo pressoché asso-

---

<sup>49</sup> Si tratta dunque di negare rilevanza giuridica alla attività (di rivendita) intesa come pluralità di atti. Il singolo trasferimento essendo già rilevante per quanto concerne la disciplina dei servizi d'investimento.

luto la possibilità di rivendita di prodotti collocati privatamente entro un determinato periodo di tempo, potrebbe in realtà consentire meccanismi analoghi a quelli attuati con la *Rule 144A*: l'art. 100-*bis* non si limita infatti ad affermare un secco divieto di rivendita (seppur temporalmente limitato) ad investitori *retail* di prodotti collocati presso investitori qualificati, bensì, attraverso il rinvio all'art. 100 TUIF, afferma anche un principio di libertà di creazione (immediata) di circuiti riservati ad investitori qualificati (sistemi multilaterali di negoziazione o internalizzatori sistemati). Con il che si inizia ad intravedere una possibile *ratio* ulteriore della disposizione in esame rispetto a quella di tutela dell'investitore nell'ottica di porre rimedio alla lacuna evidenziata dai crack finanziari che indubbiamente hanno costituito l'*occasio legis* (v. *infra*).

Maggiormente problematica appare l'ipotesi dei prodotti finanziari che hanno un valore nominale unitario maggiore di € 50.000 [cfr. art. 34-ter lett. e) Reg. Emit.]: se nel mercato primario può darsi che valore nominale e prezzo coincidano, determinando così una selezione del pubblico degli oblati, basata sulle possibilità economiche di acquistare prodotti con un nominale così elevato, non sembra che un discorso analogo possa essere condotto con riferimento al mercato secondario degli stessi titoli. Di qui, non è forse improprio chiedersi se tale ipotesi di inapplicabilità operi nel caso del rinvio operato dall'art. 100-*bis* all'art. 100.

Non è, parimenti, priva di ambiguità l'ipotesi prevista dalla lett. d) dell'art. 34-*ter* Reg. Emit. giacché esclude l'applicabilità dell'obbligo di prospetto ogni qualvolta il corrispettivo totale pagato dall'investitore sia pari ad almeno € 50.000: non sembra infatti abbia molto senso che si considerino le somme investite da parte di un determinato investitore senza verificarne l'effettiva professionalità, o quanto meno, la capacità di assorbire l'andamento negativo degli investimenti, se è vero che la finalità principale della disciplina dell'offerta al pubblico consiste nel permettere una formazione più accurata del prezzo dei prodotti finanziari (ma anche nell'ottica di una tutela più incisiva degli investitori).

Appaiono invece del tutto incompatibili con la fattispecie della rivendita nel mercato secondario le ipotesi di *small offerings* previste dalle lettere b) e c) dell'art. 100.1 [così come precisate dalle lett. a) e c) dell'art. 34-ter Reg. Emit.] in tali ipotesi, oltre a

mancare del tutto la ratio dell'assenza del *need of protection*, (sono infatti, come si è visto, considerazioni di analisi costi benefici della disciplina imperativa a sconsigliare l'operatività dell'obbligo di prospetto) pare difficile coniugare la fattispecie di inapplicabilità presa in considerazione con l'attività di rivendita. Non si vede infatti come sia possibile conciliare una situazione in cui l'offerta è diretta verso non più di cento investitori non qualificati <sup>(50)</sup>, che costituiscono semplicemente gli oblati (e non gli effettivi contraenti), con il fenomeno delle rivendite che come si è già accennato è *rechtsformneutral* e, pertanto, non presuppone affatto la programmazione di una proposta contrattuale (o quanto meno un invito a proporre) diretta a una determinata categoria di soggetti. In altri termini, nelle offerte esentate ex art. 100.1 lett. b e c l'emittente coinvolge gli oblati come gruppo, mentre la rivendita è attività che implica contatti isolati, anche solo estemporanei, tra cliente e impresa d'investimento.

Discorso analogo vale per le offerte di ammontare non superiore a € 2.500.000: anche in questo caso si tratta di operazioni di massa dirette ad una pluralità di persone che mal si conciliano con i caratteri tipici della rivendita <sup>(51)</sup>.

Conseguentemente, non convincono le opinioni di quegli autori che hanno ammesso la possibilità di rivendite (anche sistematiche) ad investitori non professionali nell'anno successivo al collocamento privato, nell'ipotesi in cui i destinatari delle rivendite fossero meno di cento o se l'ammontare complessivo delle stesse fosse al di sotto della soglia. Si tratta di uno spunto ermeneutico, pur apprezzabile come tentativo di dare agli operatori un sufficiente (anche se angusto) spazio di certezza, ma che finisce col tradire la *ratio* della disposizione, cui sembra meglio rispondere un divieto pressoché assoluto di coinvolgere il risparmio diffuso per un certo lasso di tempo.

Non si vuole certo escludere la possibilità che l'investitore qualificato sottoscrittore effettui operazioni di massa ex art. 100 TUIF, in cui siano coinvolti simultanea-

---

<sup>50</sup> Ma è comunque *ab origine* programmata verso costoro.

<sup>51</sup> Il discorso, a ben vedere, non muta anche dando peso all'inciso della lett. c) dell'art. 34-ter Reg. Emit. in virtù del quale « *si considerano unitariamente più offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto effettuate dal medesimo emittente od offerente nell'arco di dodici mesi* ». Con tale disposizione non si vogliono integrare singole negoziazioni spot (che ben possono costituire rivendite sistematiche ai sensi dell'art. 100-bis), ma distinte operazioni di massa che abbiano come finalità la diffusione tra il pubblico dei prodotti offerti.

mente gruppi di investitori non qualificati, ma tale possibilità appare più teorica che reale: in ogni caso, l'onere della prova dovrà essere distribuito in modo tale che all'investitore non professionale deluso basterà dimostrare la rivendita da parte di un soggetto abilitato di un prodotto inizialmente collocato privatamente, gravando su quest'ultimo l'onere di allegare e provare l'operatività di uno dei casi di inapplicabilità previsti dall'art. 100.

### *3.2 Rivendita sistematica e negoziazioni su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione e da parte di internalizzatori sistematici: il rapporto dell'art. 100-bis con l'art. 205 TUIF.*

La trattazione dei rapporti tra la disciplina delle « rivendite » e le varie fattispecie di esenzione dalla disciplina dell'offerta al pubblico non si può ritenere ancora esaurita poiché, come è noto, nel testo unico, oltre ai casi previsti dall'art. 100 (così come integrato dalle disposizioni attuative regolamentari), vi è un'ulteriore ipotesi in cui il legislatore espressamente esclude l'applicabilità di quella disciplina: l'art. 205 TUIF<sup>(52)</sup>. Tale disposizione è contenuta nella parte VI del TUIF relativa alle Disposizioni transitorie e finali, probabilmente perché si colloca a metà strada tra la disciplina degli emittenti e quella dei mercati; infatti, sono esentate dalla disciplina dell'offerta al pubblico « *le offerte di acquisto e di vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentati e, se ricorrono le condizioni indicate dalla Consob con regolamento, quelle effettuate nei sistemi multilaterali di negoziazione o da internalizzatori sistematici* » (art. 205 TUIF, come modificato dall'art. 4 d.lgs. 51/2007 e dall'art. 17 d.lgs. 164/2007)<sup>(53)</sup>.

La prospettiva di osservazione adottata suggerisce di considerare separata-

---

<sup>52</sup> Non si tratta di una norma che ha ricevuto particolare attenzione in dottrina che ha affrontato il tema prevalentemente in commentari e manuali: sul punto v., senza pretese di completezza, MOTTI (1998), 1830 s.; PICARDI (2002), 1580 s.; GUGLIOTTA (1998), 1112 s.; ANNUNZIATA (2008), 347-348.

<sup>53</sup> La norma era originariamente contenuta nell'art. 20, comma 10, l. 1/1991 e faceva riferimento ai soli mercati borsistici. Successivamente, con l'introduzione del TUIF, l'ampiezza della fattispecie d'esenzione venne estesa anche ai sistemi di scambi organizzati ex art. 79 e 79 TUIF (previgenti). In tale versione, l'ambito di applicazione risultava anche soggettivamente delimitato poiché si faceva esclusivo riferimento alle offerte effettuate dai soggetti ammessi alle negoziazioni; oggi, tale limitazione è scomparsa.

mente le tre ipotesi di offerte di vendita esenti (mercati regolamentati, *Multilateral Trading Facilities* e internalizzatori sistematici): basti pensare, ad esempio, che solo le MTF sono interessate da un esplicito intervento regolatorio della Consob. Da un punto di vista oggettivo, pare utile chiarire che per offerta di vendita si intende « *la formulazione di proposte sui mercati* »<sup>54</sup> e, in particolare, offerte rivolte « *[a]i soggetti che partecipano al circuito di trading* » e « *[a]gli investitori che hanno accesso alle informazioni pretrade* »<sup>55</sup>.

Il primo aspetto da analizzare è, in breve, il rapporto tra art. 100-*bis* e lo scambio di titoli quotati in mercati regolamentati<sup>56</sup>. Le proposte di vendita immesse in tali strutture organizzative non costituiscono in nessun caso offerta al pubblico anche se, il collocamento sia avvenuto tramite un *private placement* seguito dalla rivendita sistematica infrannuale da parte degli intermediari sottoscrittori (o successivi acquirenti). Si tratta di una precisazione di non poco conto e che dimostra un forse eccessivo<sup>57</sup> atteggiamento fideistico sull'efficienza del mercato, se si considera che negli U.S.A., con riferimento alla stessa categoria di *securities*, la S.E.C. ha preferito (v. retro Capitolo Secondo, § 5.2.2) ridurre l'ampiezza dell'*holding period* piuttosto che permetterne la libera negoziabilità<sup>58</sup>. Cionondimeno, si tratta di una scelta probabilmente giustificabile<sup>59</sup> (quantomeno) dal punto di vista teorico, se si considera

---

<sup>54</sup> Con ciò intendendosi non solo le proposte negoziali in cui il proponente indichi un prezzo e una quantità minima come potrebbe far intendere la rubrica della disposizione (Quotazione di prezzi). In questo senso si esprime la dottrina maggioritaria sulla base della considerazione che, ritenendo necessaria l'indicazione del prezzo nella proposta negoziale, si finirebbe con l'escludere dall'ambito di applicazione della norma i mercati di *broker* in cui gli ordini vengono soddisfatti attraverso lo strumento dell'asta, invece che mediante la quotazione di prezzi (come avviene nei mercati di *dealer*): cfr. MOTTI (1998), 1835; e, nello stesso senso, PICARDI (2002), 1582.

<sup>55</sup> Così ANNUNZIATA (2008), 347.

<sup>56</sup> Per "mercato regolamentato" si intende (art. 1.1 lett w-ter) un « sistema multilaterale che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso, in modo da dare luogo a contratti, e che è gestito da una società di gestione, è autorizzato e funziona regolarmente ». La disciplina dei mercati ha subito, come noto, una profonda revisione con l'attuazione della direttiva MiFID (2004/39/CE). Per un primo inquadramento v. ANNUNZIATA (2008), 274-275; COSTI (2008), 227 s.

<sup>57</sup> Si veda quanto si è detto in tema di efficienza tendenziale del mercato nel Capitolo Primo.

<sup>58</sup> Dal che si potrebbe, sebbene solo in un'ottica di politica del diritto, mettere in dubbio l'opportunità di una scelta influenzata dall'ipotesi dei mercati efficienti, in un contesto in cui tale efficienza è tutta da dimostrare ed è sicuramente meno riscontrabile che nel mercato mobiliare statunitense.

<sup>59</sup> Cfr. ANNUNZIATA, *op. loc. cit.*; ma v. già PREITE (1986), 239.

che la quotazione in mercati regolamentati determina, non solo obblighi informativi nella fase dell'ammissione alle negoziazioni (cfr. art. 113 TUIF), ma anche nella fase di *trading*, caratterizzata da continui flussi informativi diretti dall'emittente al mercato (cfr. art. 114 TUIF). Tale esclusione dell'operatività della disciplina delle « rivendite » (sistematiche) non sorprende, poi, se si riflette sulla *ratio* della disciplina che non è, *tout court*, fornire uno strumento di tutela ulteriore all'investitore-consumatore, quanto piuttosto un meccanismo di deterrenza la cui operatività ha senso solo qualora vi siano ostacoli alla corretta formazione del prezzo di strumenti finanziari nella fase successiva all'emissione, nel caso cioè da un punto di vista collettivo l'attività di rivendita sia problematica. Gli obblighi informativi e i volumi di scambio che si suppone caratterizzino un mercato regolamentato dovrebbero, sempre in teoria, garantire che il prezzo cui vengono scambiati gli strumenti finanziari sia tendenzialmente informato e, pertanto, anche da un punto di vista funzionale appare giustificato escludere l'applicabilità dell'art. 100-*bis* con riferimento agli scambi che avvengono sui mercati regolamentati.

Un discorso in parte diverso va condotto a proposito delle offerte effettuate nei sistemi multilaterali di negoziazione <sup>(60)</sup> (in breve, utilizzando l'acronimo inglese, MTF), dal momento che la legge stessa richiede che ricorrano « *le condizioni indicate dalla Consob con regolamento* » (art. 205 TUIF). La Commissione ha individuato i requisiti per l'operatività dell'esenzione nell'art. 2 del nuovo Regolamento Emittenti. In particolare, si richiede che il regolamento del MTF preveda che: a) prima della negoziazione, sia diffuso <sup>(61)</sup> un documento informativo di ammissione alle negoziazioni contenente informazioni analoghe a quelle contenute nel prospetto informativo (art.

---

<sup>60</sup> La gestione di sistemi multilaterali di negoziazione è, ai sensi dell'art. 1.5 TUIF, un servizio d'investimento definito dal successivo art. 1.5-*octies* come « *la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti* ». In dottrina v. COSTI (2008), 257 s. Per una panoramica del successo (maggiore rispetto agli internalizzatori sistematici) che nel mercato hanno avuto tali strutture v. ALEMANNI (2009), 18 s.

<sup>61</sup> Il documento Consob contenente l'esito delle consultazioni "Disposizioni attuative dell'art. 205 del TUF in tema di offerte di acquisto e vendita di strumenti finanziari effettuate nei sistemi multilaterali di negoziazione e da internalizzatori sistematici" del 1 dicembre 2008 (disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it)) specifica che l'obbligo di diffondere tale documento è imputabile tanto all'emittente quanto al gestore del MTF.

2.3 Reg. Emit.)<sup>(62)</sup> con la precisazione, tuttavia, che si tratta di informazioni non sottoposte al vaglio della stessa Consob<sup>(63)</sup>; b) durante le negoziazioni, obblighi informativi tali da garantire che gli investitori siano adeguatamente informati. Appare allora evidente che la presenza di obblighi informativi volti ad assicurare una più accurata formazione del prezzo<sup>(64)</sup> possa risultare idonea ad escludere l'applicabilità dell'art. 100-*bis*<sup>(65)</sup>. La stessa Consob si pone in questa prospettiva quando, nell'art. 2.7 Reg. Emit., constata<sup>(66)</sup> l'applicabilità dell'art. 100-*bis*, comma 2 e 3, nel caso in cui le offerte di vendita, effettuate nei sistemi multilaterali vengano immesse nel sistema senza il rispetto delle condizioni indicate nel comma 3 (o al di fuori dei casi previsti dal comma 4 e 6, n. 1).

In sintesi, la negoziazione su sistemi multilaterali di scambio che, se effettuata da un soggetto abilitato nei confronti di un investitore *retail*, integra già di per sé i caratteri della rivendita sistematica (v. *retro*) e determina così l'applicabilità dell'art. 100-

---

<sup>62</sup> Cioè « informazioni sufficienti affinché gli investitori possano pervenire ad un giudizio sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria e sulle prospettive dell'emittente, nonché sugli strumenti finanziari e sui relativi diritti ».

<sup>63</sup> Il punto è particolarmente delicato in quanto appare possibile sostenere che l'idoneità del prospetto ad incrementare la precisione del prezzo cui vengono collocati degli strumenti finanziari nel mercato primario è legata ai controlli esterni (società di revisione e Consob) cui sono sottoposti tali documenti, soprattutto in assenza di un mercato sufficientemente efficiente. In questo caso, invece, mancano del tutto tali verifiche e diventa pertanto essenziale il ruolo svolto dall'intermediario.

<sup>64</sup> La Commissione, nel citato documento contenente l'esito delle consultazioni sulla modifica regolamentare dell'art. 2, per la verità, continua a collegare la presenza di presidi informativi allo scopo di consentire all'investitore una scelta consapevole. Ma si veda quanto si è detto nel Capitolo Primo per la preferibilità dell'approccio qui adottato.

<sup>65</sup> A conferma di tale spiegazione militano altresì i commi 4 e 6 dello stesso art. 2 Reg. Emit. A mente dei quali: A) « Il documento di ammissione (...) non è richiesto nei casi in cui l'offerta abbia ad oggetto strumenti finanziari che sono già stati oggetto di un'offerta al pubblico per la quale è stato pubblicato, non più di dodici mesi prima dell'ammissione alle negoziazioni nel sistema multilaterale, un prospetto redatto conformemente alle disposizioni comunitarie (...) »; B) « Non costituiscono altresì offerta al pubblico di strumenti finanziari (...) le quotazioni di prezzi immesse nei sistemi multilaterali di negoziazione ovvero effettuate da internalizzatori sistematici aventi ad oggetto (...) strumenti finanziari emessi da soggetti italiani o esteri: a) ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di un altro paese dell'Unione Europea; b) già diffusi tra il pubblico in Italia ai sensi dell'articolo 2-bis o già distribuiti presso il pubblico in un paese dell'Unione Europea a condizione che, in questo secondo caso, l'emittente o l'eventuale garante o la società controllante abbia strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati dell'Unione Europea e comunque fornisca informativa periodica ».

<sup>66</sup> Non si può infatti sostenere che alla Consob sia consentito delimitare l'ambito di applicazione dell'art. 100-*bis* attraverso disposizioni regolamentari. L'art. 2.7 Reg. Emit. non può allora che avere una funzione meramente ricognitiva, essendo rimesso all'interprete l'indicazione dei casi in cui trova applicazione la norma di legge.

bis, comma 2 e 3, solo nei casi in cui il gestore del MTF non imponga obblighi informativi o tali obblighi siano comunque previsti dall'autorità.

Diverso è il caso degli « internalizzatori sistematici »<sup>(67)</sup> poiché, in questo caso, il regolamento si limita a prevedere, salvo il caso degli strumenti finanziari già quotati<sup>(68)</sup> (art. 2.6 Reg. Emit.), – con un'evidente tautologia – l'applicabilità dell'art. 100-*bis* ogni qualvolta ne ricorrano i presupposti (art. 2.7 Reg. Emit.).

Si tratta, come già si è fatto cenno, di intermediari che negoziano in conto proprio alcuni strumenti finanziari, eseguendo gli ordini dei clienti<sup>(69)</sup>: dando così luogo ad un vero e proprio “mercato” degli stessi (art. 1.5-*ter* TUIF), anche se interamente organizzato all'interno dell'impresa d'investimento. La disciplina dell'internalizzazione sistematica si trova principalmente nelle fonti comunitarie ed in particolare, oltre alla direttiva di primo livello MiFID (39/2004/CE), nella regolamentazione secondaria, vale a dire la direttiva di secondo livello 73/2006/CE e il Regolamento della Commissione 1287/2006/CE. Dalla lettura combinata delle diverse fonti emerge che l'intermediario-*dealer* diventa internalizzatore sistematico rispetto a determinati strumenti finanziari quando svolga tale attività di negoziazione in modo « *organizzato, frequente e sistematico* »<sup>(70)</sup> (v. art. 21 Reg. 1287/2006).

La regolamentazione di tale attività è decisamente scarna con particolare riferi-

---

<sup>67</sup> Sull'internalizzazione sistematica, oltre a COSTI (2008), 259 s., v. GOBBO (2008), 141 s. FERRARINI – RECINE (2006), 236 s. ove (a p. 253-256) un'interessante descrizione del processo legislativo (e degli interessi coinvolti nello stesso) che ha portato alla configurazione della disciplina di tale modalità di negoziazione.

<sup>68</sup> Infatti il comma 7 dell'art. 2 Reg. Emit. si limita a richiamare il comma 6 n. 1 e non il n. 2 relativo all'offerta di strumenti diffusi « *dal momento che la diffusione in Italia di tali strumenti, ai sensi dell'art. 2-bis, comma 2, RE e la distribuzione degli stessi in un altro paese UE potrebbero essersi realizzate attraverso collocamenti rivolti ai soli investitori qualificati* » (così Consob, Esiti consultazione, cit.).

<sup>69</sup> V. COSTI (2008), 260 per la tesi in forza della quale l'internalizzazione sistematica non è che la fusione dei servizi di negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini per conto dei clienti (con la conseguenza che non è necessaria un'autorizzazione *ad hoc*).

<sup>70</sup> Lo stesso articolo 21 del Reg. 1287/2006 pone alcuni indici presuntivi attraverso cui riscontrare la sistematicità dell'attività di internalizzazione come il fatto che l'attività rivesta un ruolo commerciale importante per l'impresa (v. considerando n. 15 del regolamento per un'indicazione dei criteri in base ai quali si può ritenere importante il ruolo commerciale) e che (sovrapponendo la disciplina alla fattispecie) la stessa sia condotta in base a regole e procedure non discrezionali; inoltre, l'attività deve essere svolta da personale destinato a tale compito attraverso un sistema tecnico automatizzato. Infine, i clienti devono poter accedere a tale *trading venue* in modo regolare e continuo.

mento al profilo degli obblighi informativi da parte degli emittenti (<sup>71</sup>); obblighi che, come si è visto, costituiscono la principale alternativa all'applicazione di un meccanismo di limitazione delle rivendite, quale quello previsto dall'art. 100-*bis*. Dal che appare arduo sostenere, alla stregua di quanto si è fatto per gli altri sistemi di negoziazione, che l'internalizzazione sistematica sfugga dall'ambito di applicazione dell'art. 100-*bis*. Pare anzi vero l'esatto contrario. Infatti, l'attività di negoziazione per conto proprio (su cui v. anche il prossimo paragrafo) sembra essere la principale fattispecie presa in considerazione dall'art. 100-*bis* e, di conseguenza, l'internalizzazione sistematica, che ne costituisce una *species* fortemente caratterizzata da elementi di professionalità (se si preferisce, di sistematicità), non può mai essere esclusa dalla nozione di rivendita sistematica così come precedentemente ricostruita (<sup>72</sup>): volendo riprendere i termini del regolamento emittenti, pare possibile concludere che, al di fuori dei casi – peraltro frequenti – di contemporanea ammissione alle negoziazioni presso mercati regolamentati, i “presupposti” di applicazione dell'art. 100-*bis* saranno sempre riscontrabili. Determinando così una limitazione di fatto della circolazione degli strumenti finanziari nell'anno successivo all'emissione ai soli investitori qualificati (<sup>73</sup>).

### 3.3 Rivendita sistematica e servizi d'investimento: precisazioni sull'ambito oggettivo di applicazione.

L'esame della fattispecie non è completo senza l'analisi di alcuni problemi ap-

---

<sup>71</sup> Va detto tuttavia che, nella maggior parte dei casi (se non nella assoluta totalità), l'internalizzazione sistematica è un mezzo attraverso cui l'intermediario-*dealer* negozia titoli già quotati presso mercati regolamentati. Tale circostanza è, ad esempio, confermata dalla disciplina dell'art. 78 TUIF che si occupa principalmente dell'interrelazione tra le negoziazioni dell'internalizzatore sistematico e le negoziazioni sui mercati regolamentati e dalla disciplina comunitaria che si occupa principalmente della negoziazione presso internalizzatori sistematici di azioni quotate presso mercati regolamentati (v. art. 27 Direttiva 2004/39 e art. 21 e ss. Reg. 2006/1287).

<sup>72</sup> Non sarebbe in questo caso possibile per l'intermediario nemmeno allegare la regola *de minimis* che si è proposta a parziale correttivo della interpretazione proposta: si tratta infatti di una serie di atti che non può mai essere frammentata, costituendo sempre la fattispecie rivendita (attività).

<sup>73</sup> È forse possibile chiedersi se una via per l'esclusione dell'applicazione dell'art. 100-*bis* non possa essere riscontrata nella previsione contrattuale di obblighi informativi in capo agli emittenti. La soluzione, a prima vista coerente con la disciplina delle altre *trading venues*, appare però difficilmente percorribile da un punto di vista pratico, non essendo in genere interesse dell'emittente che i propri strumenti finanziari siano negoziati presso strutture alternative quali gli internalizzatori sistematici.

plicativi che potrebbero discendere dalla genericità del termine rivendita. Si è già detto che, da un punto di vista civilistico, il termine rivendita andrebbe solo accostato a quello di trasferimento essendo più ampio. Invero, nel diritto del mercato mobiliare, il concetto di trasferimento non è stato preso espressamente in considerazione essendo piuttosto sottinteso nelle diverse fattispecie; il che suggerisce di prendere in considerazione le principali figure contrattuali, così come tipizzate dalla legislazione speciale, per verificare se possano dar luogo ad una rivendita sistematica e se ciò sia coerente con il dato funzionale della disciplina di quest'ultima. Tale esame appare ancor più necessario nell'ottica della lettura offerta dell'attività di rivendita sistematica come attività che può essere posta in essere solo da intermediari professionali: si tratta in altri termini di verificare la compatibilità di ciascun servizio di investimento con l'attività di rivendita *ex art. 100-bis*.

Appare opportuno analizzare immediatamente i rapporti tra la fattispecie della rivendita sistematica e il servizio di collocamento dal momento che, a prima vista, si tratta del servizio d'investimento che pare integrare l'attività di rivendita presa in considerazione dall'art. 100-bis <sup>(74)</sup>. Il servizio di collocamento è stato approfondito poco dalla dottrina ed è stato, ed è tutt'ora, disciplinato in modo assai confuso dal legislatore <sup>(75)</sup>. Del che ci si rende immediatamente conto se si pensa che con tale locuzione si intendono generalmente due rapporti: un primo rapporto è quello che intercorre tra emittente o offerente e intermediari sottoscrittori ed ha come oggetto la distribu-

---

<sup>74</sup> Questa è la conclusione di NIUTTA (2007), 13-14 in part. nt. 12 ove l'A. afferma che « diversamente da quanto opina una parte della dottrina (...), la "ragione sufficiente" delle due previsioni [cioè artt. 100 e 100-bis] dovrebbe essere individuata in un fatto – il collocamento presso investitori non professionali – che ha rilevanza sia per il diritto degli intermediari finanziari (...) sia nel diritto del mercato ». Tuttavia lo stesso A. (sempre nella nota 12) afferma che « da un punto di vista dogmatico » la norma « si riferisce ad un'attività corrispondente ad almeno uno dei (ma riferibile poi anche agli altri) servizi d'investimento di banche ed intermediari finanziari ». Per un'aspra critica al pensiero di Niutta v. CAPRIGLIONE (2008), 41 nt. 64 dove si afferma che nello scritto Niutta « nell'intento di dar vita ad un'esegesi puntuale delle norme, non si accorge di degenerare talora in polemiche di carattere "lessicale" » e, con riferimento al passo sopra riportato, l'A. afferma che « la dottrina (...) ha sottolineato con estrema chiarezza (...) che il problema che il legislatore ha inteso risolvere con il riferimento alla "circolazione" è stato, innanzi tutto, quello della "negoziante" successiva di prodotti finanziari (...) da parte degli intermediari che avevano sottoscritto o acquistato quei prodotti nell'ambito di un collocamento riservato" (v. inoltre a p. 44 nt. 70 ove l'illustre Autore trascende in un attacco di carattere personale).

<sup>75</sup> Basti pensare che si tratta dell'unico servizio d'investimento che non viene definito nei comma successivi al quinto nell'art. 1 TUIF.

zione presso il pubblico o verso una determinata cerchia di investitori (nel caso dell'art. 100 TUIF) di strumenti finanziari. Il secondo è invece quello che permette di qualificare tale attività come servizio d'investimento e, pertanto, posta in essere dall'intermediario nei confronti del pubblico.

Un primo aspetto che occorre affrontare per determinare in che cosa consista l'attività di collocamento, e, in particolare, se tale attività possa determinare una « rivendita sistematica », è la distinzione con l'esecuzione/raccolta di ordini (su cui v. comunque *infra*) da parte del cliente, poiché entrambi possono caratterizzare l'attività distributiva <sup>(76)</sup>. Ciò che sembra distinguere il collocamento dai servizi di negoziazione è la presenza di un accordo tra l'emittente e l'intermediario avente ad oggetto la distribuzione, a condizioni standardizzate, degli strumenti finanziari <sup>(77)</sup>. Questo non vuol certo dire che in ogni ipotesi di collocamento sia ravvisabile un'offerta al pubblico di strumenti finanziari, poiché tale disciplina opera solo nelle ipotesi in cui vi sia una destinazione verso il pubblico della distribuzione <sup>(78)</sup>. Ma è difficile negare che condizione necessaria per contraddistinguere l'attività di collocamento sia costituita dal carattere promozionale <sup>(79)</sup>, del tutto assente nei servizi *execution only*, dell'attività cui si impegna l'intermediario. In altri termini, per esservi collocamento ci vuole un accordo di sottoscrizione (che non necessariamente implica la presa a fermo degli strumenti finanziari) e una successiva attività promozionale di un'offerta dalle caratteristiche omogenee diretta ai clienti dell'intermediario.

La distinzione necessita di essere precisata alla luce del considerando n. 30

<sup>76</sup> Così, da ultimo, PARRELLA (2008), 736 e 738 il quale sottolinea che la difficoltà di distinguere le due fattispecie deriva dal fatto che anche l'attività di collocamento si conclude, se andata a buon fine, con l'ordine da parte del cliente.

<sup>77</sup> In questo senso parrebbe essersi espressa la Consob nella già menzionata Comunicazione DAL/97006042 del 9 luglio 1997 in cui si afferma che il servizio di cui all'art. 1, comma 3, lett c) del d.lgs. n. 415/1996 « si caratterizza per essere un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico, da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate ». In dottrina v. ANNUNZIATA (2008), 92.

<sup>78</sup> Oltre al fatto che non vi è nessuna norma che imponga l'impiego di condizioni standardizzate nell'ambito di un'offerta al pubblico, ma tutt al più il rispetto di un principio di parità di trattamento (art. 95 TUIF).

<sup>79</sup> Secondo PARRELLA (2008), 737 si tratta solo di uno dei due elementi che caratterizzano il collocamento.

della direttiva 2004/39/CE, che costituisce per l'interprete un valido aiuto nel definire quando un servizio può essere considerato effettuato a richiesta del cliente <sup>(80)</sup>, e, dunque, a comprendere le diverse sfumature dell'attività promozionale svolta dall'intermediario: l'iniziativa non è, pertanto, da riferire al cliente tutte le volte in cui la richiesta dello stesso costituisca una « *risposta ad una comunicazione personalizzata (...) che contiene un invito o è intesa ad influenzare il cliente rispetto ad uno strumento finanziario o operazione finanziaria specifici* »; ciononostante, l'iniziativa può essere attribuita allo stesso cliente quando richieda un servizio « *sulla base di comunicazioni contenenti una promozione o offerta di strumenti finanziari effettuate con mezzi che siano per natura generali e rivolti al pubblico o a un più ampio gruppo (...) di clienti o potenziali clienti* ». Da tale ultima precisazione, si evince che l'attività promozionale integra il servizio di collocamento solo se è personalizzata, in quanto quest'ultimo, per definizione, non può essere svolto su richiesta del cliente <sup>(81)</sup>: in breve, attività promozionali standardizzate non integrano, secondo il legislatore comunitario, l'attività di collocamento.

Da quanto si è detto, appare emergere in modo sufficientemente netto che i servizi di collocamento, quando diretti verso il pubblico, determinano in capo all'emittente l'obbligo di dar luogo ad un'offerta al pubblico e, pertanto, non ha senso di chiedersi se possa essere applicabile l'art. 100-bis <sup>(82)</sup>. Diverso è il caso del collocamento diretto unicamente ad investitori qualificati (art. 100 lett. a TUIF), ma anche in questo caso si tratta di una ipotesi che coincide solo in parte con l'ambito di applicazione dell'art. 100-bis: è infatti il rapporto a valle rispetto all'investitore qualificato a poter determinare l'applicazione della norma in questione <sup>(83)</sup>.

---

<sup>80</sup> E ciò nonostante l'uso del condizionale: "un servizio dovrebbe essere considerato come prestato su iniziativa del cliente".

<sup>81</sup> Nel caso in cui l'attività di promozione integrasse vere e proprie raccomandazioni personalizzate, si dovrebbe considerare una vera e propria consulenza, accompagnata però da un servizio di collocamento. Così PARRELLA (2008), 741. V. inoltre PRESTI-RESCIGNO (2007), 181: «Un risparmiatore può acquistare uno strumento finanziario (...) dando un ordine di negoziazione oppure aderendo ad un collocamento effettuato dall'intermediario: la differenza tra le due fattispecie (...) è spesso tutt'altro che facile».

<sup>82</sup> E in questo senso può essere criticata la scelta terminologica di NIUTTA (2007), *op. loc. cit.*

<sup>83</sup> Anche qui non pare cogliere nel segno il rilievo di NIUTTA (2007), *op. loc. cit.* come del resto rileva, pur con toni accesi, CAPRIGLIONE (2008), 42 nt.64 il quale precisa pure che lo stesso NIUTTA «

Pare allora consentito concludere che, sebbene l'art. 3.2 Direttiva Prospetto utilizzi l'espressione collocamento *definitivo* <sup>(84)</sup> per fare riferimento al problema delle rivendite, il collocamento in senso stretto, inteso come i servizi descritti dalle lettere c e *c-bis* dell'art. 1.5 TUIF, per definizione, non possa determinare in capo agli intermediari collocatori l'applicazione della disciplina delle « rivendite sistematiche » in quanto fenomeno di cui non è possibile predicare la definitività.

Bisogna poi chiedersi se rientrino nell'ambito di applicazione dell'art. 100-*bis* le varie ipotesi di negoziazione: vale a dire, tutte quelle ipotesi in cui l'iniziativa alla conclusione del contratto non proviene (quanto meno esplicitamente) dall'intermediario professionale, che tra l'altro erano prese espressamente in considerazione dal settimo comma dell'art. 2412 c.c. La disciplina che ha attuato la direttiva MiFID, sulla scia della precedente disciplina dell'intermediazione mobiliare, distingue varie figure che è bene analizzare separatamente.

In primo luogo, occorre considerare la “negoziazione per conto proprio” che viene definita dall'art. 1, comma 5-*bis*, TUIF come « l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market making* ». Si tratta, come noto, dell'attività dell'intermediario *dealer* che, normalmente, acquista sul mercato i prodotti finanziari per poi rivenderli a chi ne faccia richiesta (si parla espressamente di ordini dei clienti) <sup>(85)</sup>. È evidente come questo servizio d'investimento si attagli pienamente a quanto previsto dall'art. 100-*bis* ed, anzi, ne costituisca l'ipotesi paradigmatica, in quanto, ove l'intermediario ponesse in essere un'attività di collocamento vera e propria, si rientrerebbe, come si è visto, nell'ipotesi prevista dal primo comma della stessa disposizione.

Diverso è il caso dell'intermediario *market maker* <sup>(86)</sup>: applicare all'attività di

utilizza in modo abbastanza promiscuo, nel testo e nelle note, i termini « collocamento », « collocare », « negoziazione ».

<sup>84</sup> È da ritenere dunque un'espressione suggestiva usata in modo volutamente atecnico.

<sup>85</sup> V. COSTI (2008), 122. e, nel vigore della disciplina precedente al TUIF, ENRIQUES (1998), 1026 il quale a p. 1029 considera elemento essenziale per la qualificazione di un'attività di *trading* come negoziazione in conto proprio il fatto che l'intermediario effettui operazioni in modo non episodico e, in ogni caso, tale da influenzarne il prezzo (avvicinando così, come ammette lo stesso autore, il diritto italiano a quello tedesco).

<sup>86</sup> Definito dall'art. 1, comma 5-quater, TUIF come « il soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in

market making l'art. 100-*bis* presuppone la possibilità che i prodotti finanziari emessi nell'ambito di un *private placement* possano essere negoziati su mercati regolamentati o su ATS: tale possibilità è peraltro da escludere come si è visto nel precedente paragrafo.

Un discorso diverso vale per l' "internalizzatore sistematico" cioè « il soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione »: ciò che distingue tale ipotesi dal semplice *dealer* è la sistematicità della negoziazione di quei determinati titoli detenuti dall'intermediario nel proprio portafogli. Difficile, dunque, sostenere che tale ipotesi di negoziazione possa essere esclusa dall'ambito di applicazione della norma in questione.

Occorre ora volgere l'attenzione sui servizi che caratterizzano l'intermediario che agisce come *broker*, con ciò intendendo tutti quei casi in cui gli strumenti finanziari sono reperiti da quest'ultimo sul mercato secondario.

Oggi (<sup>87</sup>), l'art. 1.5 lett. b) parla di esecuzione di ordini per conto dei clienti la cui definizione si trova solo nella direttiva 2004/39/CE, non essendo riportata dal legislatore nazionale, norma, peraltro, senza alcun dubbio, direttamente applicabile nell'ordinamento interno. L'art. 1.1 n. 5 della direttiva MiFID dispone che l'esecuzione di ordini consiste nella « *conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti* ». In concreto, tale attività si esplica nel reperimento sul mercato di controparti che intendono negoziare un determinato strumento finanziario. In questo caso, a differenza che nella negoziazione in conto proprio, l'intermediario « *non impegna posizioni proprie, e dunque gli effetti dell'operazione non ricadono sul suo patrimonio* » (<sup>88</sup>).

Se si considera che l'esecuzione dell'ordine può avvenire anche al di fuori di mercati regolamentati, è il caso di chiedersi se una simile attività possa integrare l'ipotesi di rivendita sistematica.

Si potrebbe infatti sostenere che il ruolo dell'impresa di investimento è in questo

contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti ».

<sup>87</sup> Nella disciplina precedente al 2007 si parlava di negoziazione per conto terzi.

<sup>88</sup> Così ANNUNZIATA (2008), 90 (corsivo dell'a.)

caso solo di intermediario nella circolazione di un bene che viene trasferito da un terzo al cliente senza che sia ipotizzabile una rivendita. Il risultato di questa soluzione ermeneutica, rischierebbe di privare di effettività il meccanismo di deterrenza posto in essere con l'art. 100-*bis*, vanificandone, alla fine, la stessa esistenza. Basterebbe infatti introdurre un diaframma ulteriore tra i sottoscrittori e il pubblico per poter porre in essere operazioni simili a quelle che si vogliono contrastare.

Appare allora preferibile una diversa soluzione che inserisca l'esecuzione di ordini nell'ambito dei possibili casi di rivendita sistematica. A sostegno di questa ipotesi militano una serie di argomenti. In primo luogo, occorre rammentare la maggiore ampiezza del termine rivendita rispetto al semplice trasferimento e, in tal senso, potrebbe essere valorizzato lo spunto testuale del terzo comma dell'art. 100-*bis* che, nel configurare il rimedio risarcitorio, afferma che l'azione di danno può essere diretta verso « *i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita* ». Non sembra dunque necessario che il soggetto abilitato sia l'effettivo dante causa del trasferimento essendo sufficiente che la rivendita sia avvenuta *presso* lo stesso, con tale preposizione si intende il luogo, non necessariamente in senso fisico, ove è stato concluso un qualsiasi contratto di intermediazione <sup>(89)</sup>.

Ove tale ricostruzione testuale dovesse apparire forzata, nonostante il solido appiglio ad una (inevitabile) lettura funzionale della norma, si potrebbe comunque concludere per la considerazione dell'esecuzione di ordini come attività che può determinare una rivendita sistematica approfondendo un tema ormai ritenuto poco rilevante <sup>(90)</sup>, vale a dire la qualificazione tipologica del contratto concluso tra cliente e soggetto abilitato.

Il tema, ampiamente dibattuto nel vigore della disciplina precedente alla riforma Draghi, vede schierarsi la dottrina prevalente <sup>(91)</sup> per la conclusione che gli ordini di borsa potessero essere avvicinati al contratto di commissione (anche se implicanti, a seconda del caso, un mandato ad alienare) di cui all'art. 1731 c.c. Non sembra esservi ragione per discostarsi nel vigore dell'attuale disciplina dove anzi viene esplici-

---

<sup>89</sup> In tal caso però la nullità opererà verso il terzo dante causa. V. infra.

<sup>90</sup> Da ANNUNZIATA (2008), 91.

<sup>91</sup> Cfr. ENRIQUES (1998), 1030; CARBONETTI (1992), 71.

tato che si tratta di attività che l'intermediario pone in essere *per conto* del cliente, senza discostarsi dallo schema causale della commissione.

Da tale ricostruzione discende che, nella prospettiva circolatoria, sia possibile ravvisare l'interposizione dell'intermediario nell'acquisto che pur produce effetti sul patrimonio del cliente (<sup>92</sup>). Tale dato strutturale, se posto in relazione con le considerazioni di carattere funzionale da cui si sono prese le mosse, pare consentire di ravvisare una rivendita (sistematica) nelle ipotesi di esecuzione di ordini che abbiano ad oggetto strumenti finanziari sottoposti ad uno speciale regime di circolazione ad opera dell'art. 100-*bis*.

Se vi sono difficoltà nel conciliare l'esecuzione di ordini con la disciplina delle rivendite, ancor più arduo sarebbe una simile operazione con la ricezione e trasmissione di ordini servizio d'investimento che (v. art. 1.5-*sexies*) comprende anche « *l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione tra loro (mediazione)* » (<sup>93</sup>). Si tratta di un servizio che permette all'intermediario di operare attraverso altri intermediari nell'effettuare operazioni di negoziazione in mercati ove al primo manchi l'autorizzazione (<sup>94</sup>). La vicenda circolatoria, in questo caso, non tocca minimamente il soggetto abilitato e, pertanto, sembrerebbe corretto concludere nel senso dell'incompatibilità di tale servizio con l'art. 100-*bis*, fermo restando che l'intermediario negoziatore potrebbe essere ritenuto responsabile nel caso in cui fossero verificati i presupposti della norma.

Occorre, infine, occuparsi della gestione individuale di portafogli attraverso la quale è attribuito un incarico all'intermediario, di fatto assimilabile al mandato, ad in-

---

<sup>92</sup> In altri termini, nella prospettiva della rivendita sistematica occorre porre l'accento sul ruolo essenziale del mandatario nella vicenda circolatoria anche se l'art. 1706 c.c., consentendo al mandante di rivendicare le cose mobili acquistate dal mandatario pare escludere la necessità di un negozio di trasferimento (anche solo unilaterale) tra le parti del contratto gestorio. Sul principio consensualistico nel mandato si veda LUMINOSO (1984), 224 s.; SANTAGATA (1985), 380 s. (in part. 384).

Non pare influire in alcun modo sulla questione il dibattito sulla natura giuridica dei singoli ordini in cui vi è chi sostiene che siano negozi di attuazione, atti unilaterali meramente esecutivi, del contratto di mandato stipulato a monte [così GALGANO (2005), 892 s.]; e chi invece riconosce natura normativa al contratto quadro ritenendo così necessaria la conclusione di veri e propri contratti di negoziazione [ROPPO (2006), 134; e, prima del TUIF v. CASTRONOVO (1993), 310 s.].

<sup>93</sup> La disposizione riprende testualmente il considerando 20 della direttiva 2004/39/CE

<sup>94</sup> Così v. ANNUNZIATA (2008), 96.

vestire discrezionalmente le somme affidategli, in base a criteri definiti dalla disciplina speciale e dal contratto <sup>(95)</sup>.

Caratteristica tipica del contratto di gestione <sup>(96)</sup> è la discrezionalità dell'intermediario <sup>(97)</sup> e, pertanto, in questo specifico caso, si pone in modo diverso rispetto ai precedenti servizi il problema dell'applicabilità della disciplina della rivendita sistematica infrannuale. Astrattamente, infatti, il gestore potrebbe investire il denaro del cliente in strumenti finanziari la cui circolazione sia limitata: a tal fine è però necessaria una previsione espressa nel contratto <sup>(98)</sup>, sempre che il servizio sia prestato nei confronti di un « cliente al dettaglio » <sup>(99)</sup>.

Diventa allora cruciale comprendere se un meccanismo di distribuzione alternativo di strumenti finanziari emessi mediante *private placement* possa proprio passare attraverso lo sfruttamento delle gestioni individuali di portafogli. Si potrebbe infatti sostenere che al cliente che affida le somme all'intermediario interessi solo l'esito dell'investimento, che, dunque, può essere liberamente condotto dall'intermediario nel rispetto della disciplina speciale. Inoltre, sotto un profilo strutturale, si può ben sostenere che il trasferimento, la rivendita, intercorra con il soggetto con cui negozia il soggetto abilitato <sup>(100)</sup>. E, forse, ai fini della tutela del cliente, le norme in tema di

<sup>95</sup> V. la definizione contenuta al n. 9 dell'art. 1.1 direttiva 2004/39/CE: « gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dai clienti, qualora tali portafogli includano uno o più strumenti finanziari ». Sostanzialmente analoga la definizione dell'art. 1.5-quinquies TUIF.

<sup>96</sup> Si tratta, secondo la dottrina maggioritaria, di un contratto tipico, le cui lacune di disciplina possono essere colmate dal riferimento, ove compatibili, alle norme codicistiche in tema di mandato. Cfr. ANNUNZIATA (2008), 94.

<sup>97</sup> Per tale ragione non si ritengono applicabili le norme relative alla gestione di portafogli al contratto di gestione in cui sia previsto il preventivo assenso del cliente al compimento di ogni operazione. La questione era discussa nel vigore della previgente disciplina che non poneva come caratteristica essenziale dell'operazione la discrezionalità [v. ENRIQUES (1998), 1034-1035 e ECJ causa C-356/00]

<sup>98</sup> Cfr. art. 38.2 Reg. Int.: dove si richiede un'autorizzazione espressa da parte del cliente per operazioni su strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati o in strumenti illiquidi.

<sup>99</sup> La previsione contrattuale non è necessaria nell'ipotesi di cliente professionale o di controparte qualificata.

<sup>100</sup> E questa sembra essere la prospettiva in cui si è posto il legislatore secondario nel dare una disciplina delle vendite di quote di fondi riservati ad investitori qualificati. L'art. 15, comma 4, D.M. n. 228/1999 dispone che « le quote (...) non possono essere (...) rivendute, da parte di chi le possiede, direttamente o nell'ambito della prestazione del servizio di cui all'art. 1, comma 5, lett. d), TUF, a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento del fondo ». La disposizione, tuttavia, non appare del tutto perspicua poiché, da un lato, considera la rivendita, in modo forse atecnico, sotto un profilo pos-

gestione di portafogli e, più in generale, di servizi d'investimento, costituiscono una sufficiente protezione. Ma la funzione dell'art. 100-*bis* non è solo, come si è visto e si dirà in seguito, tutelare il singolo investitore, quanto piuttosto contribuire all'efficienza complessiva del mercato (con un inevitabile ritorno, anche se solo indiretto, per il singolo investitore), mediante una strategia che scoraggia duramente il compimento di alcune tipologie di operazioni.

Per tale ragione, la pur percorribile strada che conduce ad escludere la gestione di portafogli dall'ambito delle operazioni che possono dar luogo a rivendite, pare condurre a risultati che finirebbero con il minare la logica del sistema (e le sue basi funzionali).

L'opposta ricostruzione pare anche più coerente con quanto si è sostenuto a proposito della struttura della vicenda circolatoria nella esecuzione degli ordini: in entrambi i casi sembra coerente ritenere sufficiente il pur labile intervento dell'intermediario nella circolazione dello strumento finanziario per attivarne la funzione di *gate-keeping* imposta dall'art. 100-*bis* TUIF. In definitiva, è bene che il risparmio innominato non sia coinvolto in quel tipo di operazioni, nemmeno nell'ambito di contratti di gestione di portafogli, ancorché in questa ipotesi siano presenti maggiori garanzie (*in primis*, il controllo di adeguatezza) offerte dalla disciplina speciale del servizio d'investimento.

In conclusione, si è tentato di dimostrare come la genericità della nozione di rivendita permetta, con poche eccezioni, all'interprete di coinvolgere gli intermediari indipendentemente dal servizio di investimento svolto e ciò con la funzione di permettere una reazione efficace alle ipotesi di violazione di una norma, come l'art. 100-*bis*, comma 2, TUIF che ha una chiara funzione antielusiva (<sup>101</sup>). Ciò che più conta è che sia l'intermediario che ha diretti rapporti con il cliente a svolgere una simile funzione poiché come ha dimostrato il fallimento dei *gatekeepers* nei recenti scandali

---

essorio ("da parte di chi le possiede"); dall'altro prende in considerazione espressamente il servizio di gestione di portafogli per ribadire il divieto di rivendita anche nell'ambito di quel servizio, coinvolgendo inevitabilmente nel rapporto giuridico di protezione il gestore.

<sup>101</sup> Tale consapevolezza appare evidente anche nella, pur ambigua, disciplina delle rivendite di quote di fondi riservati su cui v. la nota precedente.

finanziari negli anelli della catena distributiva più vicini all'emittente potrebbero annidarsi conflitti di interesse difficilmente controllabili.

### 3.4 Ancora sull'ambito oggettivo di applicazione. Rivendite e circolazione dei crediti cartolarizzati.

Un'altra ipotesi problematica in cui non è chiaro (<sup>102</sup>) se trovi applicazione la disciplina dell'art. 100-*bis* TUIF consiste nella circolazione di ABS (i.e. *Asset Backed Securities*) emesse da società veicolo (c.d. SPV) in operazioni di cartolarizzazione (*securitization*) effettuate ai sensi della l. 30 aprile 1999, n. 130.

Com'è noto, l'art. 2, primo comma, l. 130/1999 afferma che i titoli emessi nel corso di operazioni di cartolarizzazione rientrano nel *genus* « strumenti finanziari ». Da un punto di vista oggettivo, non vi è dunque alcun problema a ritenere applicabile, laddove non diversamente disposto, la disciplina dell'offerta al pubblico e, in particolare, la disciplina delle rivendite di cui all'art. 100-*bis*.

Lo stesso art. 2 presuppone la natura di offerta al pubblico delle *securitizations* e afferma che la società cessionaria redige un prospetto informativo. Ciononostante vi è una marcata distinzione della disciplina applicabile alle operazioni aventi come destinatari i soli investitori professionali, rispetto alle operazioni che coinvolgono il risparmio innominato. In queste ultime, tuttavia la legge si limita a richiedere un *rating* obbligatorio da parte di una società terza (<sup>103</sup>).

Si pone tuttavia il problema dell'applicabilità, nell'un caso come nell'altro, degli obblighi informativi e delle tutele previste dal TUIF per le operazioni di offerta al pubblico (<sup>104</sup>). In particolare, per quanto riguarda le offerte ad investitori professionali, è previsto che, in caso di circolazione successiva delle ABS verso investitori *retail*,

<sup>102</sup> Pone il problema GALLETTI (2008), 214 nt. 51. Non considera il problema pur nell'ambito di un lavoro monografico SEVERI (2007), 46 che si limita ad escludere del tutto l'applicabilità della disciplina della sollecitazione all'investimento.

<sup>103</sup> Del resto gli strumenti finanziari offerti sono beni – si potrebbe dire – di terzo grado rappresentando il patrimonio (separato) di una società costituito unicamente da crediti di altre imprese. Si comprende allora l'utilità, oltre alla trasparenza, di un parere di un gatekeeper quale l'agenzia di rating.

<sup>104</sup> Cfr. MARCUCCI-PAPA (2006), 449; GALLETTI (2008), 217 oltre agli schemi di prospetto per operazioni di cartolarizzazione nel Regolamento 809/2004/CE

questi ultimi possano richiedere copia del prospetto. Ma bisogna sottolineare come vi sia una certa differenza tra il prospetto dell'offerta al pubblico e l'*offering circular* e come, in assenza di una disciplina delle rivendite, potrebbero mancare i giusti incentivi per gli intermediari coinvolti a formare un prezzo il più possibile efficiente. Per tale ragione non sembra che la semplice consegna del prospetto possa escludere <sup>(105)</sup> l'applicazione dell'art. 100-*bis* TUIF. Sarebbe piuttosto da chiedersi se in caso di circolazione successiva non sia possibile applicare analogicamente l'obbligo di *rating* previsto per le operazioni svolte nel mercato primario.

In conclusione, a queste brevi riflessioni non può che ribadirsi l'assenza di un valido motivo che porti ad escludere con riferimento ai crediti cartolarizzati l'opportunità di applicare l'art. 100-*bis* che, come si è visto e come si dirà meglio nel prosieguo, altro non è se non una norma di chiusura, in parte, antielusiva, in parte, volta a stimolare l'efficienza di diversi segmenti di mercato. Tale interpretazione non sembra costituire un ostacolo allo sviluppo di un mercato tendenzialmente efficiente di ABS.

*4. I dodici mesi successivi al collocamento riservato tra holding period e periodo sospetto: spiegazione della strategia normativa e ratio della norma.*

Dopo aver gettato luce sui profili – come si è visto, non poco problematici – della fattispecie prevista dal secondo comma dell'art. 100-*bis* TUIF, occorre volgere lo sguardo alla strategia normativa predisposta dal legislatore. Si è in più occasioni evidenziato come la strategia utilizzata dal legislatore sia affatto peculiare. Nel caso in cui il sottoscrittore di prodotti finanziari collocati mediante *private placement* intenda rivenderli (attraverso un'attività che integra i descritti caratteri della rivendita sistematica) tre sono le possibilità: se intende effettuare tale rivendita immediatamente dopo il collocamento nei confronti del pubblico dei risparmiatori, dovrà essere redatto e pubblicato un prospetto informativo; in alternativa, il sottoscrittore può rivendere liberamente i prodotti finanziari ai soli investitori qualificati o, ancora, attendere un anno prima di far circolare i titoli presso il pubblico.

---

<sup>105</sup> In questo senso, seppur dubitativamente, GALLETTI (2008), 216 nt. 65.

Ed è proprio di quest'ultima “opportunità” che ci si intende occupare nel presente paragrafo, sebbene occorre immediatamente precisare che una lettura isolata della norma impedisce di coglierne il dato funzionale.

L'analisi della previsione del periodo di dodici mesi entro cui opera il limite alla circolazione (cioè alla rivendita da parte di investitori qualificati) deve prendere le mosse dal parallelo che è ormai comune in dottrina <sup>(106)</sup> tra la stessa e l'*holding period* che, come si è visto, caratterizza la disciplina della circolazione delle *restricted securities* nell'ordinamento statunitense (v. Capitolo II, § 5.2.2).

A ben vedere tuttavia il trapianto, da alcuni auspicato <sup>(107)</sup>, della disciplina statunitense – che non a caso è stato oggetto di approfondita analisi nel Capitolo II – non è stato integrale. E ciò per diverse ragioni, che qui si possono solo ipotizzare: la differenza nell'impostazione della disciplina della *public offering* e della nozione di *underwriter* <sup>(108)</sup>; la contingente *ratio* antielusiva <sup>(109)</sup> della legge a tutela del risparmio e, probabilmente, anche il denunciato « degrado della tecnica legislativa » <sup>(110)</sup>, la cui ineleganza – riprendendo le parole di Irti <sup>(111)</sup> – crea un senso di « vergogna civica ».

Cionondimeno, il caratterizzarsi dei dodici mesi alla stregua di un periodo sospetto <sup>(112)</sup>, piuttosto che di un vero e proprio vincolo alla detenzione <sup>(113)</sup> degli strumenti finanziari, non impedisce di valorizzare alcune considerazioni già svolte con riferimento alla *Rule* 144. In altri termini, la differenza strutturale nelle due norme, pur

<sup>106</sup> Non si va spesso oltre un semplice riferimento alla *Rule* 144: v. ad esempio Antonucci (2006), 466; CAPRIGLIONE (2008), 41.

<sup>107</sup> V. *Una semplice regola da copiare*, in la voce.info, 2003; CAVAZZUTI (2004), 429

<sup>108</sup> Nel diritto federale U.S.A., infatti, integra gli estremi della public offering qualsiasi operazione che non sia espressamente esentata e la nozione di *underwriter* è particolarmente ampia. Tanto da richiedere rules che ne specifichino il significato dando certezza agli operatori.

<sup>109</sup> Cfr. per tutti ANNUNZIATA (2008), 353.

<sup>110</sup> ROSSI (2006), 1 s.

<sup>111</sup> IRTI (1987), 544.

<sup>112</sup> È questa la condivisibile opinione di GRECO (2007), 151 il quale sottolinea anche la diversa, e peraltro evidente, funzione della rule 144, da un lato, e dell'art. 100-bis, dall'altro: l'una volta a dare certezza costituendo un *safe harbor*, mentre l'altra creerà con tutta probabilità un certo grado di incertezza. Ma, a ben vedere, si tratta di una differenza trascurabile, se è vero, come si è già osservato, che la funzione principale di tali regole è quella di dare luogo ad uno scalino normativo tra offerte pubbliche e offerte private.

<sup>113</sup> V. però DI BRINA (2008), 391 che parla sostanzialmente di *holding period* implicito, ma la considerazione, pur interessante, non appare corretta per le ragioni esposte infra.

sussistente, non preclude alle stesse di essere riconducibili ad una funzione in larga parte assimilabile. In entrambi i casi, infatti, sebbene con un diverso grado di certezza per gli operatori, la legge impone vincoli, circoscritti dal punto di vista temporale, alla circolazione degli strumenti finanziari collocati al di fuori di un'operazione di offerta al pubblico. Non sembra allora che colgano nel segno le opinioni di coloro che hanno evidenziato la facilità con cui gli operatori possono eludere la stessa norma (<sup>114</sup>). Come si è rilevato in relazione alla *Rule 144* (cfr. Capitolo II, § 5.2.2), la logica economica della restrizione alla circolazione dei prodotti finanziari consiste, come del resto in ogni caso di limiti alla circolazione dei beni (<sup>115</sup>), nell'imposizione di costi (opportunità) agli operatori volti ad impedire la produzione di attività che comportano un beneficio sociale netto negativo. La tesi della facile elusione della norma non considera il costo che la norma impone agli operatori *ex ante*: l'impossibilità di alienare il prodotto finanziario a soggetti che non sono in grado di valutare le informazioni (o la loro assenza) comporta l'assunzione di rischi di fatto difficilmente sostenibili per gli intermediari sottoscrittori che, di conseguenza, valuteranno in modo diverso la convenienza dell'operazione di *private placement*.

A ciò si deve poi aggiungere che la creazione di uno "scalino" normativo tra *public* e *private offerings*, con la conseguente promozione della diffusione di informazioni nel mercato, non può prescindere dalla disciplina delle rivendite, come è stato da tempo messo in luce dalla dottrina (<sup>116</sup>). La disciplina delle rivendite diventa dunque un tassello essenziale per la stessa promozione dell'efficienza complessiva del

---

<sup>114</sup> Cfr. ANNUNZIATA (2008), 354 il quale ritiene che la norma finisca « per creare una vera e propria zona franca, giacché è sufficiente che le operazioni si perfezionino dopo tale termine affinché la disciplina non si applichi più » e, seppure in senso dubitativo, ROSSI (2006), 11 il quale ritiene « legittimo chiedersi se la disposizione in esame non rappresenti uno specchietto per le allodole, un contenitivo alle associazioni di tutela dei risparmiatori, privo tuttavia di un significativo impatto sulla protezione degli investitori meno sofisticati ». Particolarmente deciso, anche se non si comprende se in una prospettiva *de iure condendo*, NIUTTA (2007), 17 nt. 30 in cui l'A. critica aspramente la soluzione del termine fisso di dodici mesi dal primo collocamento affermando che sia facilmente eludibile e come tale soluzione esegetica appaia insoddisfacente. Cfr. inoltre DI BRINA (2008), 383. Sull'effettività della norma v. *infra*.

<sup>115</sup> Sul punto v. i fondamentali studi di CALABRESI-MELAMED (1972), 1093 e 1111 s.; EPSTEIN (1985), 970 (in cui la spiegazione che i limiti all'alienazione dei beni costituiscono un metodo indiretto per controllare le esternalità negative di determinate attività, quando i controlli diretti non funzionano o sono troppo costosi); ROSE-ACKERMAN (1985), 931 ss.

<sup>116</sup> Cfr. PREITE (1986), 228 s.

mercato dei capitali.

Occorre mettere in luce un ulteriore profilo che consente di motivare la differenza di disciplina tra il nostro ordinamento e il modello americano. La disciplina della *Rule 144*, infatti, impone al titolare delle *securities* che intenda trasferirle al termine del *holding period* di diffondere le informazioni rilevanti, informazioni cioè in grado di determinare il prezzo degli strumenti finanziari. È possibile sostenere che tale obbligo manchi in Italia perché sostituito da un meccanismo in un certo senso analogo a quello previsto dalla *Rule 144A* (su cui v. Capitolo II, § 5.3 e s.): in sostanza, come è stato rilevato da attenta dottrina (<sup>117</sup>), il trascorrere del tempo non impedisce agli investitori qualificati di dare luogo ad un mercato secondario (<sup>118</sup>), ad essi solo riservato, in cui nell'anno successivo al collocamento si scambiano gli strumenti finanziari collocati mediante *private placement*, tale da determinare, alla scadenza dell'anno di quarantena" (<sup>119</sup>), un prezzo sufficientemente informato affinché siano coinvolti nello stesso mercato anche investitori non qualificati.

Appare allora evidente la *ratio* della disciplina volta a risolvere il problema così come delineato nel Capitolo I del presente lavoro: se, infatti, il problema della circolazione nel mercato secondario di prodotti collocati mediante *private placement* è la scarsa significatività del prezzo di emissione, il meccanismo dei limiti alla circolazione nell'anno successivo è funzionale proprio a permettere la individuazione di tale prezzo efficiente, restituendo così agli operatori un'alternativa tra offerta pubblica e offerta privata che non sia alterata, a monte, dall'intenzione di raggiungere il risparmio innominato mediante operazioni poco costose per chi le pone in essere, ma che si rivelano molto rischiose (e quindi costose da un punto di vista complessivo) per i destinatari ultimi dell'offerta, alimentandone così la sfiducia verso il funzionamento dei meccanismi di mercato.

---

<sup>117</sup> VIGLIONE, *Circolazione* (2008), 65.

<sup>118</sup> Questa considerazione rende difficile comprendere perché NIUTTA (2007), 17 nt. 30 affermi che « Non mi sembra che qui il legislatore richiami direttamente e inequivocabilmente il ricorso al mercato da parte dell'emittente o dell'intermediario ». Come se il mercato fosse solo il mercato retail il che è clamorosamente smentito da quanto accade nella prassi e, dal punto di vista teorico, dal ruolo essenziale degli investitori professionali, vero fulcro del mercato come ben hanno messo in luce da ultimo GOSHEN-PARCHOMOVSKI (2006), 711 s.

<sup>119</sup> L'espressione è di COSTI (2007), 115.

A tale considerazione si potrebbe obiettare che, affinché si sviluppi un mercato secondario di titoli tra investitori professionali, risultano necessari una serie di fattori che non è detto che si verifichino, quanto meno nell'immediato, come dimostra l'interessante prassi applicativa della *Rule 144A* negli U.S.A. (cfr. Capitolo II, § 5.3.3). Pur non sembrando un'obiezione di carattere decisivo, pare possibile replicare riprendendo le considerazioni di quella dottrina che ha messo in luce come la previsione di un limite alla circolazione degli strumenti finanziari *sine die*, avrebbe finito coll'imporre sugli intermediari costi eccessivi, attribuendo su costoro rischi che non corrispondono solo ad errori di valutazione nella fase di *origination* dell'operazione, ma all'andamento stesso del mercato <sup>(120)</sup>. Rendendo di fatto intollerabile questo genere di operazioni con effetti in ultima analisi inefficienti dal punto di vista allocativo, stante l'utilità di operazioni di *private placement*.

Non potendo il legislatore disciplinare direttamente la fase iniziale dell'operazione che è una fase in cui si esplica la libertà dell'imprenditore (ex art. 41 Cost.) <sup>(121)</sup>, si è preferito adottare una strategia normativa che impone agli investitori qualificati, che operano quali *gatekeepers*, di verificare la bontà dell'operazione prima della distribuzione dei prodotti al pubblico dei risparmiatori <sup>(122)</sup>.

Attraverso un simile meccanismo non si raggiunge solo (e tanto) l'obbiettivo di tutela del singolo risparmiatore <sup>(123)</sup>, che, come si è visto, è già perseguito (più o meno efficacemente) dalla disciplina dei servizi di investimento, quanto piuttosto quello di un mercato mobiliare efficiente dal punto di vista informativo e, sebbene l'equazione non sia sempre corretta, dal punto di vista allocativo.

Sciolto questo nodo fondamentale - la *ratio* della disciplina - sarà allora agevole, tanto comprendere gli sforzi interpretativi già svolti per rendere la stessa applicabile in modo più coerente con il ruolo degli investitori qualificati, quanto proseguire nell'a-

---

<sup>120</sup> In tal senso pare NIUTTA (2007), 18.

<sup>121</sup> Libertà di iniziativa economica significa naturalmente libertà dei mezzi (leciti) con cui finanziare tale iniziativa.

<sup>122</sup> Di funzione selettiva parla DI BRINA (2008), 383 seppure con riferimento alla versione previgente dell'art. 100-*bis*; cui *adde* NIUTTA (2007), 16.

<sup>123</sup> Riconduce alla tutela dell'investitore la *ratio* dell'art. 100-*bis* BOCHICCHIO (2007), 532, il quale, in particolare, considera preminente la funzione di impedire all'investitore di acquistare sul mercato secondario strumenti finanziari che non potrebbe acquistare sul mercato primario.

nalisi dell'alternativa che si presenta agli operatori (della pubblicazione di un prospetto) quanto dei rimedi offerti all'investitore-*retail*. L'ottica è quella della massima deterrenza nei confronti dei *gatekeepers*, gli unici a costituire una leva idonea a determinare le scelte di finanziamento degli emittenti e, quindi, la qualità dei prodotti che circolano nel mercato.

Prima di muovere oltre l'oggetto dell'indagine occorre prendersi carico di alcuni problemi di carattere applicativo relativi a tale elemento temporale. In particolare, il termine iniziale entro cui considerare operativo il periodo sospetto di dodici mesi. La disposizione, com'è stato notato <sup>(124)</sup>, non è sul punto del tutto perspicua in quanto si limita ad affermare che il periodo decorre dal momento in cui avviene il collocamento riservato: ebbene, come ha chiarito l'indagine comparatistica, è essenziale, ai fini della decorrenza del *holding period*, che il sottoscrittore si assuma effettivamente il rischio economico dell'investimento. Ciò significa che il periodo non inizia a decorrere se non vi è stato il versamento delle somme all'emittente e se sono stati contestualmente sottoscritti prodotti finanziari a copertura dell'investimento stesso, come ad esempio vendite allo scoperto o opzioni *put* sui prodotti sottostanti (sul punto cfr. Capitolo II, § 5.2.2). Inoltre, in caso di pluralità di operazioni di collocamento parrebbe a prima vista corretto ricondurre la decorrenza del termine ad ogni singola operazione: tuttavia, come è stato correttamente rilevato in dottrina <sup>(125)</sup>, il carattere sistematico delle rivendite, essendo riferibile all'operazione complessiva, consiglia di far decorrere il termine dall'ultimo collocamento.

Appare, viceversa, al di là di quanto consentito all'interprete ciò che pure una dottrina <sup>(126)</sup> ha sostenuto con riferimento alla versione originaria dell'art. 100 *bis* e

---

<sup>124</sup> V. GRECO (2007), 151.

<sup>125</sup> Cfr. DI BRINA (2008), 390.

<sup>126</sup> V. NIUTTA (2007), 17 nt. 29 in cui espressamente « Non mi pare, però, che basti la presenza di questo secondo "passaggio" [cioè quello tra investitori professionali] a sterilizzare la responsabilità dell'intermediario che, avendo acquistato i prodotti finanziari dall'investitore professionale che li ha inizialmente sottoscritti, provvede poi a collocarli presso la propria clientela retail (...). Dunque, anche a partire da quest'attività decorre il termine di un anno per l'eventuale responsabilità oggettiva, chiaramente però da riferire al secondo intermediario ». Si potrebbe sostenere che il meccanismo della garanzia della solvenza sia strutturalmente diverso dai rimedi offerti dal nuovo art. 100-bis e che pertanto tale discorso avrebbe potuto essere condotto in quel contesto. Tuttavia, da un punto di vista economico, in entrambi i casi, il legislatore offre tutela all'investitore retail attraverso un'opzione put del-

cioè che il periodo sospetto decorra *ex novo* ad ogni trasferimento che avvenga da investitore qualificato ad altro investitore qualificato: la tesi (<sup>127</sup>), pur suggestiva, si scontra con il dato letterale della norma che è pure compatibile, come si è visto, con una spiegazione razionale e funzionalmente orientata della disciplina.

#### 4.1 Il problema della necessità di un intervento imperativo da parte del legislatore (limiti di effettività delle *selling restrictions* contrattuali e *market mimicking* del legislatore).

Individuata la *ratio* cui risponde la strategia normativa posta dal legislatore vale la pena riflettere, in chiave di analisi economica del diritto, sulla necessità di un intervento imperativo di carattere sostanzialmente paternalistico da parte del legislatore.

Come affermato dalla dottrina specialistica (<sup>128</sup>) sono diffuse nel mercato le clausole di limitazione soggettiva alla circolazione di prodotti finanziari collocati mediante *private placement* (c.d. *selling restrictions*). Appare allora opportuno chiedersi se fosse necessario che il legislatore intervenisse riproducendo clausole già presenti e diffuse sul mercato. L'analisi economica del diritto esige infatti che l'intervento del legislatore sia giustificato (naturalmente nei soli termini di efficienza) da costi di transazione che impediscono alle forze del mercato di produrre un sistema normativo efficiente.

È allora il caso di interrogarsi sui motivi che hanno consentito la circolazione di tali obbligazioni tra gli investitori *retail*: da quanto si è detto nel precedente capitolo, dovrebbe essere chiaro che non sussistessero, nel vigore della precedente disciplina, tanto dei servizi d'investimento, quanto della sollecitazione all'investimento norme

la durata di un anno dal primo collocamento e pertanto ha senso discutere tale proposta interpretativa anche nel nuovo contesto normativo.

<sup>127</sup> Non si comprende se l'autore propugni la stessa tesi anche nel nuovo contesto normativo cfr. NIUTTA (2007), 17 nt. 30 poiché, da un lato, si riconosce che, nella nuova formulazione, il legislatore ha preferito « privilegiare il dato della stabilità delle decisioni imprenditoriali (e quindi la certezza nella determinazione del *dies a quo*, per computare il termine di 12 mesi) »; dall'altro però, poco dopo lo stesso A. perentoriamente afferma che « Non è chi non veda quanto risulterebbe insoddisfacente tale soluzione esegetica ».

<sup>128</sup> Cfr. in particolare BOCHICCHIO (2005), 197. Il rilievo trova peraltro conferma nell'esame della prassi condotta nel Capitolo I, § 4

(<sup>129</sup>) che fossero in grado di dare, per così dire, “efficacia reale” ai limiti suddetti (<sup>130</sup>). Viceversa, sussistevano una serie di costi di transazione che impedivano a tali clausole di essere riprodotte in ogni anello della catena distributiva, diventando immediatamente lettera morta. In particolare, forte era l'opportunismo degli intermediari che avevano l'interesse a lucrare immediatamente dalle operazioni di “offerta indiretta” senza svolgere alcuna attività altrimenti necessaria nell'ipotesi di *selling restriction* (indagini sulla solvibilità dell'emittente, sulla volatilità dei prezzi, sulla liquidità dell'investimento: tutti elementi che vanno a comporre i prezzi degli strumenti finanziari). Per lo stesso emittente sarebbe stato impossibile contrattare con l'intera catena distributiva simili clausole: troppi erano i costi di negoziazione e troppo pochi gli incentivi ad effettuare simili negoziazioni. Di qui, l'esigenza di un intervento imperativo. Intervento che è reso ancor più necessario se ci si pone nella particolare ottica, che sembra comunque cogliere uno degli aspetti della disciplina del mercato finanziario, del c.d. *trusting investor* (<sup>131</sup>). L'investitore che si affida cioè ai soggetti professionali riponendo una fiducia (secondo l'autrice, cieca) nel funzionamento dei meccanismi del mercato.

Ecco allora che, anche sotto un profilo di analisi economica del diritto, l'intervento del legislatore è stato forse non del tutto appropriato nei modi, ma sicuramente giustificato da un punto di vista funzionale: si può infatti arrivare ad affermare che la disciplina della limitazione alla circolazione infrannuale dei prodotti finanziari collocati privatamente costituisca un fenomeno di messa in atto delle clausole di restrizioni alla circolazione già previste dai *players* del mercato (e rispettate negli altri ordinamenti). Un intervento, dunque, che può essere tecnicamente definito di *market mimicking* e quindi nel segno dell'efficienza allocativa.

---

<sup>129</sup> È noto infatti che il *pactum de re non alienanda* non può che avere efficacia obbligatoria. Sull'impossibilità per i privati di incidere sulla sfera del *posse* (e quindi della capacità di concludere negozi), ma solo su quella degli obblighi (*licere*) v. IRTI (1987), 549-550.

<sup>130</sup> Oltre alla dottrina e alla giurisprudenza citata nel capitolo III, v. BOCHICCHIO (2005), 209.

<sup>131</sup> STOUT, (2002), 13 s.

*5. L'obbligo di pubblicare il prospetto informativo: il problema del soggetto passivo. Conferme sulla ratio della norma. Art. 100-bis e sanzioni amministrative.*

La strategia normativa predisposta dal legislatore dovrebbe essere ormai chiara e, in quella scia, si comprende il senso di una disposizione che altrimenti potrebbe apparire quantomeno bizzarra. Si vuole fare riferimento alla possibilità che il legislatore dà agli investitori professionali (<sup>132</sup>) di effettuare rivendite sistematiche infrannuali attraverso la pubblicazione (<sup>133</sup>) di un prospetto (v. art. 100-bis, comma 3, TUIF) che, in assenza di ulteriori specificazioni (<sup>134</sup>), deve essere senz'altro conforme al prospetto d'offerta al pubblico ex art. 94 TUIF: del resto, la tecnica legislativa appare esplicita quando qualifica come « offerta al pubblico » l'attività di rivendita da parte dei sottoscrittori.

Ci si deve tuttavia chiedere quale sia il soggetto passivo dell'obbligo di redigere tale prospetto informativo, dal momento che, per un verso, l'emittente sembra essere meglio in grado di raccogliere le informazioni (<sup>135</sup>), mentre per l'altro, l'art. 100-bis sembrerebbe occuparsi esclusivamente della fase circolatoria successiva a quella in cui è coinvolto l'emittente stesso. Non occorre, per la verità, dilungarsi troppo sul punto: benché, infatti, dal punto di vista dell'efficienza informativa del mercato, parrebbe opportuno coinvolgere chi è meglio informato, la strategia normativa predisposta dal legislatore, oltre a chiari indici normativi conducono all'opposta soluzione.

---

<sup>132</sup> Di esimente parla GRECO (2007), 153 anche se la scelta, da un punto di vista terminologico, non pare del tutto felice in quanto non sottolinea l'aspetto fisiologico della pubblicazione del prospetto.

<sup>133</sup> Ritene necessaria, oltre alla pubblicazione, la consegna del prospetto GRECO (2007), op. loc. cit., ma come si è visto nel Capitolo I, la consegna è obbligatoria solo ove vi sia espressa richiesta da parte del cliente dell'intermediario, né vi sono ragioni specifiche tali da giustificare la presenza di un obbligo di consegna in questo particolare caso.

<sup>134</sup> Tale sembra essere la soluzione ermeneutica imposta anche dal susseguirsi di modifiche al testo dell'art. 100-bis TUIF, giacché il testo originario (l. 262/2005) prevedeva la consegna di un documento informativo.

<sup>135</sup> Nei casi di offerta di vendita di azioni da parte del socio di controllo anche quest'ultimo appare in una posizione privilegiata dal punto di vista informativo: si badi però che la precedente conclusione trova un fondamento solo in considerazioni di fatto, dal momento che i poteri di controllo dei soci di s.p.a. sono piuttosto contenuti nel nostro ordinamento (v. ad es., seppure in diverso contesto, ENRIQUES-MUCCIARELLI (2008), 863)

Nell'incertezza del dato letterale (<sup>136</sup>), pare allora che gli argomenti di carattere funzionale (ispirati alla strategia normativa di *gatekeeping*) conducano a concludere che, obbligato a redigere il prospetto sia l'investitore qualificato (il soggetto abilitato) che effettui la rivendita sistematica (<sup>137</sup>). Con l'evidente risultato di inibire (<sup>138</sup>) tali soggetti dal redigere e pubblicare un atto così oneroso e che può dare luogo ad un elevato rischio di responsabilità (<sup>139</sup>). Si tratta, per così dire, dell'altra faccia della medaglia rispetto alla disciplina del periodo sospetto: indicazione, forse superflua, in quanto a tale conclusione si sarebbe potuti giungere anche per via interpretativa, ma non per questo del tutto inutile dal punto di vista conoscitivo: il fatto che la diffusione di un prospetto inibisca l'operatività della disciplina del periodo sospetto costituisce conferma che la disciplina dell'art. 100-*bis* ha il principale obiettivo di permettere la formazione di prezzi tendenzialmente efficienti alla stessa stregua della disciplina del prospetto informativo.

Passando dai problemi teorici a quelli applicativi, si pone anzitutto il problema (<sup>140</sup>) del momento in cui si può ritenere effettivo l'obbligo di pubblicare il prospetto: il profilo non è chiarito dalla norma anche se, da un punto di vista logico, l'obbligo diventa effettivo quando sono integrati i caratteri della fattispecie, cioè i caratteri della rivendita sistematica. Ecco allora che l'interpretazione che si è cercato di dare a questa nozione pare, ancora una volta, aiutare a eliminare la situazione di incertezza dell'intermediario: ogni attività di rivendita da parte di soggetti abilitati può potenzialmente integrare la fattispecie e, pertanto, pare possibile concludere, prendendo spunto dall'art. 94.1, che gli investitori qualificati che *intendono* effettuare una rivendita sistematica sono obbligati a predisporre e pubblicare *preventivamente* un prospetto: appare del resto insostenibile, oltre che impraticabile, che il prospetto possa esse-

<sup>136</sup> La legge si limita infatti ad un inciso di carattere impersonale: « qualora non sia pubblicato un prospetto »

<sup>137</sup> In questo senso si esprime la dottrina unanime v. DI BRINA (2008), 391.

<sup>138</sup> Di « sostanziale funzione deterrente » e di disciplina che « mira ad imporre, sia pur indirettamente (...), un periodo annuale di "parcheggio" dei prodotti finanziari presso l'intermediario » parla DI BRINA, *op. loc. cit.*

<sup>139</sup> Sulla responsabilità da prospetto, fattispecie ormai "codificata" dall'art. 94 (modificato dal d.lgs. 51/2007) v. FACCI (2009), 115 s. e MACCHIAVELLO (2009), 793 s. ove ulteriori riferimenti alla giurisprudenza e alla dottrina precedenti.

<sup>140</sup> Individua tale problematica DI BRINA (2008), *op. loc. cit.*

re redatto durante le operazioni di rivendita.

A ciò si deve poi aggiungere che la sussistenza dell'obbligo di prospetto determina, come del resto è esplicitamente richiamato dal terzo comma dell'art. 100-*bis*, l'applicabilità delle sanzioni amministrative ex art. 191 TUIF <sup>(141)</sup>. In altri termini, la Consob può irrogare sanzioni agli intermediari (cioè gli investitori qualificati) che rivendono sistematicamente (entro dodici mesi dal collocamento privato) i prodotti finanziari ad investitori-*retail*. Orbene, da un punto di vista pratico, due paiono i problemi sollevati dall'applicabilità delle sanzioni amministrative, che pure sembra un utile supporto al *private enforcement* <sup>(142)</sup>, dal momento che le indagini della Consob possono fornire utili elementi in fatto per la prova della sussistenza di violazione dell'art. 100-*bis*. In primo luogo, si può ben dare il caso in cui la rivendita sistematica infrannuale sia posta in essere da più sottoscrittori d'accordo con l'emittente; inoltre non è chiaro, dato il laconico richiamo all'intero articolo 191 se, sotto il profilo di quantificazione della sanzione, sia applicabile il primo piuttosto che il secondo comma della stessa disposizione.

Per quanto riguarda il primo problema, la soluzione è agevole: saranno sanzionati tutti coloro che sono coinvolti nell'operazione: ma l'emittente sarà sanzionabile solo ove si riesca a provare un accordo preventivo che testimoni l'intenzione di distribuire presso il pubblico i prodotti finanziari. Il secondo aspetto appare invece particolarmente delicato: il trattamento sanzionatorio del primo comma, legato com'è all'ammontare del controvalore offerto (da  $\frac{1}{4}$  al doppio), rischia di essere inutile, in quanto difficilmente la sanzione sarà quantitativamente in grado di costituire un efficace deterrente. Tanto da sconsigliare alla stessa Consob procedure investigative in quella direzione <sup>(143)</sup>. Forse, maggiormente incisive possono essere le sanzioni ac-

---

<sup>141</sup> Anche se nell'elenco delle norme che prevedono i fatti tipici di cui all'art. 191 TUIF non si trova l'art. 100-*bis*: è dunque impropria la formulazione del comma terzo dell'art. 100-*bis* dove il legislatore afferma che "resta ferma l'applicazione delle sanzioni previste dall'art. 191.

<sup>142</sup> Sulla necessità, nel diritto dei mercati finanziari, di affiancare all'enforcement privato quello pubblico v. PERRONE (2003), 47 s. In generale, sul *private enforcement* in questo settore di disciplina v. GIUDICI (2008), *passim*.

<sup>143</sup> Anche se l'atteggiamento della giurisprudenza nella valutazione dell'elemento soggettivo essenziale per l'imputabilità delle sanzioni amministrative parrebbe poter condurre a conclusioni di segno opposto. Cfr. Cass. 12 dicembre 2003, Giust. civ. Mass.2003, 12

cessorie previste dal terzo comma dell'art. 191 TUIF in cui si commina la perdita temporanea (da due mesi a tre anni) dei requisiti di onorabilità necessari per gli esponenti aziendali dei soggetti abilitati, nonché l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo in società quotate o con titoli diffusi o facenti parte di un gruppo in cui vi sono tali modelli di società.

Ciononostante, non sembra possibile utilizzare il secondo comma in cui sono sanzionate violazioni specifiche della disciplina dell'offerta al pubblico.

In conclusione la funzione deterrente delle sanzioni amministrative irrogabili da parte dell'autorità di vigilanza sarà principalmente legata alle sanzioni accessorie che colpiscono gli esponenti aziendali, mentre il deterrente pecuniario è individuabile principalmente nel *private enforcement*.

*6. La tutela dell'investitore retail nel terzo comma dell'art. 100-bis. Il problema della qualifica soggettiva del legittimato attivo. Critica della tesi che ritiene legittimati anche gli enti: il legittimato è esclusivamente il consumatore persona fisica.*

L'aspetto rimediabile della disciplina della rivendita sistematica infrannuale assume dunque un rilievo essenziale nell'ottica di dare effettività alle norme che disciplinano la fisiologia delle operazioni di *private placement*. L'esperienza ha dimostrato infatti che il diritto del mercato mobiliare necessita della presenza di istituti di *private enforcement* che contribuiscano a fare sì che l'ordinamento costituisca una minaccia idonea a scoraggiare tutte le pratiche che diminuiscono la fiducia degli investitori sul funzionamento effettivo dei meccanismi di mercato.

Da questo punto di vista, è noto come nel nostro ordinamento manchino del tutto frammenti di disciplina (*class action*, *discovery*, *contingency fees*, *punitive damages* per citare gli aspetti più macroscopici), specie di quella processuale, che all'estero paiono rivestire un ruolo determinante. In questa prospettiva, pare debba leggersi il tentativo fatto dal legislatore con il terzo comma dell'art. 100-bis che fissa un'articolata disciplina dei rimedi, prevedendo al tempo stesso, un rimedio reale (la nullità) e un rimedio obbligatorio (il risarcimento del danno).

Ma prima di approfondire le problematiche concernenti i rimedi, pare opportuno

dare conto di uno degli aspetti più controversi della disciplina del terzo comma vale a dire la restrizione soggettiva della legittimazione ad esercitare le tutele al « *acquirente che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale* ». Salta immediatamente all'occhio la somiglianza con la definizione di consumatore ormai consueta nelle discipline di origine comunitaria, fatta propria dal codice del consumo (d. lgs. 6 settembre 2005, n. 206) art. 3.1 lett. a) ove si legge che è consumatore o utente « *la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta* »<sup>(144)</sup>. Come è stato notato in dottrina, la coincidenza tra le due definizioni è solo apparente essendo la prima più ampia in quanto sembrerebbe ricomprendere anche gli enti (non necessariamente dotati di personalità giuridica), che non possano essere considerati investitori qualificati<sup>(145)</sup> e che agiscono per scopi diversi da quello imprenditoriale e professionale. Tuttavia, a ben vedere, l'interpretazione letterale della locuzione che delimita l'ambito della legittimazione attiva risulta del tutto insoddisfacente. Una dottrina<sup>(146)</sup> ha messo in luce, per un verso, l'impossibilità di applicare, agli enti<sup>(147)</sup>, la categoria della professionalità, nel senso che normalmente le è assegnato per quanto concerne le persone fisiche<sup>(148)</sup> mentre, per l'altro, è apparsa evidente l'intima con-

<sup>144</sup> Su tale definizione v. LUCCHESI (2007), 45 s. e nel vigore della precedente disciplina (ma la definizione è rimasta immutata) v. GABRIELLI (2005), 6 s.

<sup>145</sup> V. GRECO (2007), 152 e rilievi analoghi in DI BRINA (2008), 396 il quale, a causa dei problemi interpretativi che tale restrizione della legittimazione attiva pone con specifico riferimento agli enti (che possono essere considerati "consumatori" solo qualora agiscano al di fuori della loro normale attività imprenditoriale o professionale), giunge « a dubitare che (...) risponda ad una genuina opzione legislativa ». In particolare, DI BRINA illustra come la non-professionalità dell'attività sia predicato difficilmente applicabile agli enti e pertanto si pongono delicati interrogativi cui in questa sede si può solo fare cenno.

<sup>146</sup> Cfr. DI BRINA (2008), 396-397.

<sup>147</sup> La coincidenza tra persona fisica e consumatore è stata peraltro sancita pure dalla Corte di Giustizia delle Comunità Europee nella sentenza 17 luglio 1998, causa C-291/1996, in *Foro it.*, 1999, IV, 129 s.

<sup>148</sup> Vale a dire, contrapposto all'imprenditorialità, la pertinenza ad attività professionali tradizionalmente escluse dal perimetro dell'impresa ex 2082 c.c.

L'auspicio di parte della dottrina – per gli opportuni riferimenti v. da ultimo CAPOBIANCO (2009), 18 - e della giurisprudenza di estendere la tutela del consumatore anche ad alcuni enti, caratterizzati da una situazione di debolezza, non può tuttavia che passare da un intervento organico del legislatore che prescindendo del tutto dalla definizione di consumatore. In questo senso si spiegano gli interventi della Corte Costituzionale che hanno salvato la scelta legislativa tutt'ora in vigore: Corte Cost., 22 novembre 2002, n. 469, in *Rass. dir. civ.*, 2003, 967 s.

traddittorietà di una disposizione che offre strumenti di tutela alle società solo nel caso in cui gli amministratori pongano in essere atti estranei all'oggetto sociale o, comunque, all'ambito di poteri attribuiti loro dal contratto associativo (così andrebbero infatti qualificati gli atti di consumo, per definizione, estranei all'attività imprenditoriale). Seppure l'auspicio di quella dottrina di un intervento *de iure condendo* da parte del legislatore sia condivisibile, pare cionondimeno possibile interpretare la nozione di consumatore *ex art. 100-bis* alla luce delle diverse nozioni sparse nell'ordinamento che fanno sempre riferimento alla persona fisica. Pare allora potersi ipotizzare, senza dover scomodare lo strumento analogico (che mal si adatterebbe ad una disposizione che delimita una fattispecie), una sorta di principio generale "di fattispecie" in virtù del quale, in difetto di un'espressa previsione legislativa di segno contrario, il riferimento al consumatore o, comunque, al soggetto che agisce per scopi estranei all'attività professionale e imprenditoriale, è sempre da ricondurre ad una persona fisica. Vale a questo punto la pena precisare che non tutte le persone fisiche sono tutelate dalla disposizione in esame, giacché, come si è detto, la circolazione infrannuale dei prodotti finanziari tra investitori qualificati è ammissibile (e, forse anche, auspicabile) e, in quest'ultima categoria, rientrano alcune categorie di persone fisiche (cfr. Capitolo III, § 4.2).

Alla delineata categoria soggettiva, la disciplina del terzo comma dell'art. 100-*bis* attribuisce, come si è visto, entrambi gli strumenti di tutela: confermando l'ipotesi che la protezione dell'investitore-consumatore (nell'ottica di ristabilire la necessaria fiducia <sup>149</sup>) di quest'ultimo nei meccanismi attraverso cui si realizza l'efficienza del mercato mobiliare) deve essere tale da rendere effettiva la deterrenza dell'azione privata che non dovrebbe rimanere, come pur spesso accade, solo sulla carta <sup>150</sup>). Da

<sup>149</sup> Sul ruolo essenziale della fiducia, con diversità di toni, v. per tutti SPAVENTA (2005), 468 e STOUT (2002), 35 s. e ID (2009), 8 ss.. Se la fiducia è la percezione della probabilità che ciascun investitore assegna all'eventualità di essere ingannati nei propri investimenti [così GUIO ET AL. (2007), 1 s.] e tale percezione non è del tutto razionale come insegnano gli studi di *behavioral finance* menzionati nel Capitolo I allora pare possibile affermare che le scelte del legislatore debbano rispondere, dopo gli shock dovuti a momenti di crisi, non solo alle aspettative razionali di questi ultimi, specie per quanto riguarda l'investitore retail.

<sup>150</sup> Si possono forse superare le critiche mosse dalla dottrina [cfr. VIGLIONE, *Circolazione* (2007), 66] alla scelta di restringere l'ambito della legittimazione attiva, decisione ritenuta non giustificabile. La motivazione sta forse nell'idoneità che ha intrinsecamente il giudizio di nullità a soddisfare gli interessi

tale apparente ossimoro occorre prendere le mosse per analizzare i profili sistematici di tale ipotesi di nullità.

*6.1 La tutela speciale dell'investitore non qualificato (che sia anche) consumatore. Il rimedio reale: nullità speciale di protezione o nullità eccezionale deterrente?.*

Nel caso in cui investitori qualificati pongano in essere con investitori non qualificati (che siano anche consumatori) una rivendita infrannuale di prodotti finanziari collocati nel mercato primario in assenza di prospetto, questi ultimi possono far valere la nullità del negozio traslativo. Attraverso l'utilizzo del rimedio reale (la nullità relativa) il legislatore offre al soggetto bisognoso di tutela uno strumento in grado di fornire una protezione immediata e poco costosa: infatti, alla declaratoria di nullità conseguiranno, senza gravarlo di particolari oneri probatori, gli effetti restitutori. In questo senso si è parlato ultimamente di « fuga dal rimedio risarcitorio »<sup>(151)</sup> che tradizionalmente (oltre che da un punto di vista comparatistico) è quello che dovrebbe costituire la migliore risposta ad istanze di protezione, unite a quelle di deterrenza.

Non è naturalmente questa la sede per un'analisi approfondita della problematica, di carattere civilistico, concernente le nullità speciali o di protezione<sup>(152)</sup>, nondimeno un esame sistematico della norma, che è poi il modesto obiettivo della presente ricerca, richiede di verificare alcune implicazioni che derivano dal qualificare tale ipotesi di nullità come nullità speciale. Si pone, in particolare, il problema di identificare il contesto sistematico in cui si inserisce tale ipotesi di nullità, contesto da cui inevitabilmente discendono alcune conseguenze di carattere applicativo, oltre alla migliore comprensione del significato funzionale della disciplina in esame.

Che quella in esame sia un'ipotesi di nullità che costituisce una deviazione dalla

---

della massa dei consumatori. Nullità che invece non risulta sufficientemente duttile nel caso di investitori più qualificati (sul punto v. comunque infra).

<sup>151</sup> V. ad es. VIGLIONE, *Circolazione* (2007), 54. Ma tale fuga è da tempo un *topos* del nostro legislatore: v. IRTI (1987), 544 s.

Una tendenza affatto diversa si è verificata nel diritto societario (basti pensare all'invalidità delle operazioni straordinarie e delle delibere assembleari): sul punto cfr. almeno SACCHI (2006), 133 s.

<sup>152</sup> Su cui v. almeno PASSAGNOLI (1995), passim; MANTOVANI (2006), 155 s., oltre a VIGLIONE, *Circolazione* (2007), 54-55 nt. 27 ove ulteriori riferimenti.

disciplina del codice è, peraltro, fuor di dubbio attesa la già analizzata limitazione, in punto di legittimazione, ai soli investitori non qualificati (che siano anche) consumatori; il che costituisce un ovvio aspetto di specialità della disciplina rispetto alla legittimazione prevista dall'art. 1421 c.c. Meno chiaro è però se si tratti effettivamente di una vera e propria nullità speciale <sup>(153)</sup> di protezione disegnata sul modello dell'art. 36 cod. cons. <sup>(154)</sup> ovvero un'ipotesi di nullità eccezionale non direttamente riconducibile al diritto secondo dell'invalidità di protezione. Ad alimentare l'incertezza circa la possibilità di parlare di una ipotesi di nullità ascrivibile all'ormai noto elenco <sup>(155)</sup> delle nullità di protezione del consumatore, è la evidente assenza di necessaria parzialità della nullità: anzi, pare doversi concludere per la nullità integrale necessaria del negozio di trasferimento se è vero che l'obbiettivo principale del legislatore è, in questo caso, garantire all'investitore *retail* la protezione data dalle obbligazioni restitutorie conseguenti alla declaratoria di invalidità.

Spostando il discorso sul piano funzionale, se, per un verso, è riscontrabile la sussistenza della violazione di norme imperative poste a tutela diretta di interessi particolari di carattere seriale (quelli del consumatore che ottiene la restituzione) e solo indirettamente generali (l'efficienza del mercato); per l'altro, è però diverso il modo in cui tale ultimo interesse è perseguito: non attraverso la diretta protezione dell'interesse di serie, ma mediante l'effetto deterrente (che incide sulla predisposizione a monte di certe operazioni) che la minaccia di tale tutela diffonde tra gli operatori professionali, sull'operato dei quali si basano i meccanismi di efficienza del mercato (come si è cercato di dimostrare nel Capitolo I). In questo senso, sembra militare la considerazione della limitazione temporale (nel periodo sospetto) della tutela speciale del consumatore, che, trascorso quel periodo, troverà la normale tutela nelle regole che presidiano la prestazione dei servizi d'investimento. Non è dunque uno

---

<sup>153</sup> Nel senso utilizzato da PASSAGNOLI (1995), 175-176. V. però per una critica a tale terminologia ritenuta frutto più di un espediente retorico che di un argomento logico BONFIGLIO (2004), 874.

<sup>154</sup> Ritiene che costituisca un vero e proprio modello di nullità di protezione quella comminata dall'art. 36 cod. cons. alle clausole abusive nei contratti con il consumatore DI MARZIO (2005), 862 s. tesi peraltro ritenuta un po' disinvolta (ma interessante) da MANTOVANI (2006), 173 nt. 65. Da ultimo v. le interessanti considerazioni di GNANI (2009), 443 s.

<sup>155</sup> V. da ultimo MANTOVANI (2006), 155 s.

speciale *need of protection* a giustificare la tutela reale, quanto piuttosto la necessità di predisporre un efficace poco costoso meccanismo deterrente tale da promuovere l'efficienza complessiva del mercato (attraverso la riduzione delle operazioni di per sé indesiderabili di offerta al pubblico indiretta oltre all'efficienza che sembrano poter avere i mercati cui partecipano solo soggetti istituzionali). Una sorta di rimedio, si potrebbe dire, *indirettamente collettivo*: rimesso cioè all'iniziativa individuale, ma la cui giustificazione è da individuare negli effetti metaindividuali che l'introduzione dello stesso, di fatto, sembra plausibile avere.

Per questa ragione e per esprimere tale peculiare direttiva funzionale si preferisce parlare di *nullità-deterrente*, piuttosto che sussumere la stessa nell'ormai ampia categoria delle nullità di protezione, pur consapevoli che anche quest'ultima, a differenza di quella codicistica, è animata da un intento *latu sensu* sanzionatorio (<sup>156</sup>). Nel caso dell'art. 100-*bis*, tuttavia, il profilo sanzionatorio pare essere preponderante rispetto a quello protettivo. Occorre però subito precisare che il concetto di sanzione è utilizzato in un'accezione inevitabilmente atecnica e dal connotato fortemente sociologico (<sup>157</sup>), dal momento che non è certo questa la sede per mettere in discussione i risultati della teoria generale che ha autorevolmente escluso la configurabilità della nullità come sanzione in senso stretto (<sup>158</sup>). Cionondimeno, se caratteristica della sanzione è la necessità di coazione, di intervento dello Stato caratterizzato dall'uso della forza, non appare errato rilevare che la nullità di cui all'art. 100-*bis* è, sotto quest'aspetto, particolarmente sanzionatoria, giacché il punto essenziale della disci-

<sup>156</sup> V. sul punto BONFIGLIO (2004), 872 ove ulteriori riferimenti. Ma, a ben vedere, l'ipotesi in esame si differenzia dalle nullità dell'art. 36 cod. cons., dell'art. 9 l. 192/1998 e dell'art. 7 l. 231/2002, in quanto non è rilevante il profilo di ingiustizia contrattuale conseguente al comportamento sanzionato.

<sup>157</sup> Di questione puramente terminologica parla, in modo condivisibile, PASSAGNOLI (1995), 99.

<sup>158</sup> Cfr. IRTI (1987), 542, ad esempio, ammoniva che « *in linea teorica*, non attribuirei alla nullità il carattere di sanzione. Certo, essa è considerata un che di spiacevole o di dannoso; ma questo non basta per classificarla tra le sanzioni giuridiche. Altro è una comodità espressiva; altro, un concetto rigoroso » (corsivo dell'A.). Ma lo stesso A. ammette che, da un punto di vista sociologico, la nullità può costituire una soluzione di carattere sanzionatorio ben più efficace di altre (a p. 543). V in senso critico PASSAGNOLI (1995), 90 s. Per quanto riguarda gli scritti di teoria generale v. HART (1965), 41 s. (il quale come noto esclude che la nullità possa essere ritenuta in senso tecnico una sanzione) BOBBIO (1969), 535 (che parla di misura di frustrazione piuttosto che di riparazione e, pertanto, a p. 536 afferma che la nullità è inclusa-esclusa dal novero delle sanzioni).

plina non è la negazione di effetti giuridici tipica della nullità (<sup>159</sup>), bensì il sorgere di obblighi restitutori che, dal punto di vista finanziario, costituiscono una vera e propria *put option* messa in mano all'investitore *retail* legittimato. Opzione che inevitabilmente si riflette sulle scelte economiche che svolgono, a monte gli operatori professionali del mercato. Tale conclusione appare imposta dall'analisi della fattispecie cui il legislatore commina la nullità: fattispecie in cui vi è, per definizione il trasferimento (la rivendita) dei titoli dietro il pagamento del corrispettivo da parte dell'investitore (<sup>160</sup>). Non vi è allora semplice negazione dei vantaggi che possono derivare alle parti dal negozio, ma necessità di un'attività ulteriore che si serva delle procedure poste in essere dallo Stato per l'attuazione coattiva dei diritti.

Ove tale considerazione non dovesse essere ritenuta decisiva, appare possibile aggiungere che, a differenza delle nullità di protezione, la nullità *ex art. 100-bis*, terzo comma, si inserisce nella scia di quelle nullità-deterrente in cui vengono regolate, attraverso una norma di carattere ordinatorio, le modalità del *posse* negoziale dei privati attraverso la restrizione dei requisiti di liceità dell'oggetto del contratto attraverso il rifiuto, da parte dell'ordinamento, circa la *commerciabilità* (<sup>161</sup>) di un determinato bene (in questo caso per un periodo di tempo limitato). A tale rifiuto, si aggiunge nell'ipotesi in esame, ma si tratta di un ulteriore profilo da tenere ben distinto (<sup>162</sup>), un *divieto* di porre in essere la condotta vietata. In questo senso, pare esprimersi la dottrina (<sup>163</sup>) che ha ritenuto di poter configurare l'ipotesi di nullità in esame alla stregua di nullità strutturale per difetto di una condizione (ritenuta dalla legge) essenziale ai

<sup>159</sup> Così IRTI (1987), 543-544.

<sup>160</sup> Va inoltre notato che il « contratto » di cui predica la nullità l'art. 100-*bis*, terzo comma, pare dover essere necessariamente un contratto che intercorre tra un investitore qualificato e l'investitore non qualificato-consumatore. La maggior parte delle volte vi sarà coincidenza tra soggetto abilitato e dante causa, ma tale coincidenza potrebbe anche non esservi (si pensi ad un trasferimento conseguente alla prestazione di un servizio di ricezione e trasmissione di ordini).

<sup>161</sup> V. ancora IRTI (1987), 548-549.

<sup>162</sup> V. però PASSAGNOLI (1985), 92 il quale ritiene tal distinzione frutto di una sovrapposizione al dato positivo di un *prius* concettuale. Ma la critica dell'A. si appunta essenzialmente sulla idoneità sanzionatoria della nullità virtuale, piuttosto che sulle nullità strutturali del secondo comma dell'art. 1418 c.c. Pertanto, il discorso svolto nel testo non pare inficiato dai condivisibili rilievi dell'A.

<sup>163</sup> Cfr. VIGLIONE, *Circolazione* (2007), 62 il quale parla di « *nullità strutturale derivante da un'anomalia di fattispecie* ». Va però ricordato che l'anomalia della fattispecie non è solo di carattere oggettivo (incommerciabilità infrannuale del prodotto finanziario) ma anche soggettivo (incommerciabilità nei confronti di investitori non qualificati).

fini della libera circolazione del prodotto finanziario, vale a dire la pubblicazione del prospetto informativo. In sostanza, il rifiuto di attribuire ad un determinato bene il requisito della commerciabilità, finisce con il « *rendere economicamente inutile e dannosa la condotta disapprovata* »<sup>164</sup>) che non è la stipula del singolo contratto, ma – vale la pena ripeterlo ancora una volta – l'intera operazione a monte.

Dal quanto si è detto, sembra più corretto impostare i problemi di disciplina attraverso un diretto confronto con le disposizioni codicistiche, piuttosto che seguire la strada tracciata dalla dottrina civilistica, forse ormai maggioritaria, che ritiene possibile, pur nella pluralità delle forme<sup>165</sup>), individuare una unità sistematica nelle diverse ipotesi di nullità di protezione. Il marcato divario, immediatamente segnalato, tra i profili funzionali non pare, invece, poter escludere il generale rapporto a livello dogmatico tra la disciplina generale e quella speciale. In altri termini, pare più corretto fare riferimento alla disciplina generale della nullità, naturalmente, vagliandone dal punto di vista logico e funzionale la compatibilità che operare nel solco di quelle analisi che intendono configurare un paradigma alternativo alla nullità codicistica.

Chiarito questo punto preliminare possono essere affrontate le questioni prettamente applicative.

Anzitutto, stabilito che si tratta di nullità relativa, occorre verificare quale sia la sorte del secondo corno dell'art. 1421 c.c. vale a dire la rilevabilità d'ufficio della causa d'invalidità. La rilevabilità d'ufficio è da unanime dottrina<sup>166</sup>) ricondotta alla tutela di interessi di carattere generale cui risponde l'istituto della nullità, e ciò anche nelle ipotesi di rilevabilità d'ufficio delle nullità di protezione. Poiché, nell'impostazione qui adottata, l'interesse pubblico (ad un'efficace azione deterrente tale da promuovere l'efficienza complessiva del mercato dei capitali) sembra prevalente, non pare scorgersi alcun ostacolo ad ammettere, pure nel silenzio del terzo comma dell'art. 100-bis TUIF, la rilevabilità d'ufficio dell'invalidità del contratto<sup>167</sup>).

---

<sup>164</sup> Così IRTI (1987), 548 (corsivo dell'A.).

<sup>165</sup> Di polimorfismo parla BENEDETTI, (1998), 31

<sup>166</sup> V. per tutti GNANI (2009), 460

<sup>167</sup> V. però in dottrina la contraria opinione di FILANTI (1983), 140-141; SPADA (2001), 11 (pur relativamente alla nullità del marchio).

È allora interessante chiedersi quali siano le ricadute pratiche della conclusione. Sul punto v.

Quanto all'imprescrittibilità dell'azione ex art. 1422 c.c., anche in questo caso non sussistono ragioni idonee ad escluderne l'applicabilità (<sup>168</sup>): è infatti l'aspetto sanzionatorio della regola a suggerire la possibilità di conservarne l'operatività anche in un contesto ove, da un punto di vista logico, mal si adatterebbe alla struttura dei negozi bilaterali. Vale tuttavia la pena rammentare che saranno invece soggetti a prescrizione ordinaria gli effetti principali della nullità vale a dire le azioni restitutorie rendendo, di fatto, inutile una declaratoria di nullità pronunciata a oltre dieci anni dal momento del pagamento.

Un ulteriore aspetto della nullità codicistica che assume particolare rilievo nell'ipotesi della nullità dei contratti che violino la norma dell'art. 100-*bis* è l'idoneità a travolgere i diritti dei terzi sub-acquirenti (<sup>169</sup>). In ipotesi dunque di circolazione successiva tra consumatori dei prodotti finanziari, la declaratoria di nullità del rapporto a monte priverà di titolo tutti i successivi acquisti che troveranno tuttavia protezione nella regola di responsabilità che sarà analizzata nel successivo paragrafo, oltre che nelle regole sull'acquisto *a non domino* (<sup>170</sup>) che operano in materia di circolazione di strumenti finanziari (<sup>171</sup>).

Come si è già evidenziato, le obbligazioni restitutorie conseguenti alla declaratoria di nullità costituiscono un aspetto essenziale nella dinamica dell'art. 100-*bis*. L'idea è infatti di configurare un rimedio il cui costo giudiziale (sia in termini istruttori che in termini di probabilità di esito positivo) sia di molto inferiore a quello normalmente sostenuto dall'attore nelle ipotesi di responsabilità civile. Sotto questo specifico profilo, mentre è pacifico che le somme versate dal risparmiatore debbano essere restituite e che quest'ultimo debba, a sua volta, restituire i prodotti finanziari, in dottrina (<sup>172</sup>) è stato sostenuto che l'investitore qualificato si troverebbe sempre in mala

---

infra quanto si dirà sui rapporti tra il rimedio reale e quello obbligatorio.

<sup>168</sup> V. però quanto sostenuto in senso contrario da TOMMASINI (1978), 899.

<sup>169</sup> Si tratta di un effetto della nullità che in genere viene sottovalutato nell'ambito della trattazione delle nullità speciali o di protezione in quanto spesso il consumatore costituisce il termine ultimo della circolazione giuridica. Il che non può essere certo postulato nel caso di strumenti istituzionalmente destinati alla circolazione.

<sup>170</sup> Cfr. ROPPO (2001), 871-872.

<sup>171</sup> Sull'operatività della regola nei titoli di credito v. MARTORANO (2002), 496 s.; ma v. con riferimento agli strumenti finanziari dematerializzati v. M. CIAN (2008), 323.

<sup>172</sup> Cfr. VIGLIONE, *Circolazione* (2007), 57-58.

fede, tanto da giustificarsi l'obbligo di corrispondere al consumatore anche un interesse pari al saggio legale che decorre sin dal momento del pagamento (cfr. art. 2033): il « rivenditore » sarebbe, in altre parole, sempre consapevole dell'invalidità dei contratti che pone in essere in quanto manca il prospetto informativo, che come si è visto costituisce condizione per la commerciabilità infrannuale dei prodotti finanziari. Se ciò è pur vero con riferimento agli investitori qualificati che *sottoscrivono* i prodotti finanziari, tale conclusione appare meno sicura nell'ipotesi di successiva circolazione infrannuale. Non esiste infatti alcun sistema, nel nostro ordinamento a differenza di altri, che permetta di identificare con certezza i titoli collocati mediante *private placement*. In caso di circolazione successiva (<sup>173</sup>) sarà allora più corretto un approccio volto a verificare, nel caso concreto, la sussistenza di indici di conoscibilità della circolazione infrannuale di strumenti finanziari collocati in assenza di prospetto informativo.

Viceversa, per quanto riguarda le restituzioni cui sarà obbligato l'investitore pare possibile affermare che la buona fede sarà sempre riscontrabile e, pertanto, costui potrà trattenere le somme eventualmente riscosse a titolo di remunerazione periodica (interesse o dividendo) dell'investimento effettuato.

---

<sup>173</sup> Con riferimento ai titoli obbligazionari, ad esempio, viene indicata sul titolo (art. 2414 c.c.) la data della delibera di emissione e della sua iscrizione nel registro delle imprese, non quella (che ben potrebbe essere diversa) di effettiva sottoscrizione da parte dell'investitore qualificato e di versamento del corrispettivo della sottoscrizione (essenziale, come si è visto, per far scattare la decorrenza del periodo sospetto).

6.2 *La tutela dell'investitore-retail (consumatore). Il rimedio obbligatorio: la responsabilità (oggettiva) del soggetto abilitato. Il problema del legittimato passivo. La quantificazione del danno. Rapporti tra rimedio reale e rimedio risarcitorio.*

I rimedi che il legislatore affida all'investitore non qualificato (che sia anche consumatore non si esauriscono nella nullità del contratto: l'art. 100-*bis*, terzo comma, prevede altresì il risarcimento del danno da parte dei soggetti abilitati presso cui è avvenuta la rivendita.

La previsione di una ipotesi di responsabilità civile, oltre a quella dell'invalidità contrattuale, contribuisce anzitutto a confermare la natura (*lato sensu*) sanzionatoria di quest'ultima e, al contempo, pone una serie di delicati problemi. Primo dei quali sembra essere lo spazio stesso che, nell'economia dei rimedi, può rivestire la previsione del risarcimento del danno in aggiunta a rimedi di carattere restitutorio (<sup>174</sup>) conseguenti alla declaratoria di nullità. È stato infatti osservato (<sup>175</sup>) che la presenza del rimedio restitutorio dovrebbe consentire al soggetto tutelato una protezione pressoché integrale del proprio investimento sia dai rischi legati al singolo emittente che dai rischi sistemici di mercato. Addirittura, nei casi in cui si ritenesse in mala fede l'obbligato alla restituzione, si finirebbe col garantire all'investitore-consumatore un rendimento dell'investimento pari al saggio legale degli interessi. Dal che la necessaria conclusione che il rimedio risarcitorio ha un significato solo nelle ipotesi in cui manchi nell'*accipiens* tale stato soggettivo ovvero nelle ipotesi in cui il risparmiatore sia in grado di provare un lucro cessante maggiore al semplice saggio legale degli interessi.

In realtà, come è stato notato incidentalmente in dottrina (<sup>176</sup>) e come si è tentato di mettere in luce quando si sono analizzati i rapporti tra la fattispecie della rivendita e i singoli servizi d'investimento (§ 4.3), la nullità potrebbe essere diretta verso un

---

<sup>174</sup> Sulla concorrenza tra rimedi risarcitori e rimedi restitutori v. da ultimo CARUSI (2008), 67 s.

<sup>175</sup> Da VIGLIONE, *Circolazione* (2007), 72-73 il quale tuttavia ritiene che il soggetto obbligato alle restituzioni ex art. 2033 c.c. sia sempre in mala fede. Conclusione che nel paragrafo precedente si è ritenuto possibile mettere in dubbio.

<sup>176</sup> Da SCOGNAMIGLIO (2008), 617.

dante causa che potrebbe non coincidere necessariamente con il soggetto abilitato che presta il servizio d'investimento.

Diventa allora chiaro il motivo che ha spinto il legislatore a predisporre un duplice rimedio a protezione dell'investitore, talché l'effetto deterrente, nel complesso risultasse potenziato, senza perdere di vista la protezione dei singoli interessi lesi: se sono gli intermediari professionali i soggetti ritenuti meglio in grado di garantire che la circolazione infrannuale coinvolga solo investitori qualificati, allora il rimedio reale, più efficace per certi versi, non è sufficiente per raggiungere tale obiettivo. Inoltre, una piena tutela dell'investitore implica la corresponsione del mancato guadagno: voce di danno che, per definizione, esula dall'obbligazione restitutoria.

Alla luce di tali considerazioni preliminari, appare agevole la soluzione di alcuni problemi sistematici e di carattere applicativo, individuati dalla dottrina.

Pare opportuno anzitutto interrogarsi sul fondamento della responsabilità ex art. 100-*bis*, terzo comma. È stato infatti ipotizzato<sup>(177)</sup> che si tratti di un'ipotesi speciale di responsabilità precontrattuale (ex art. 1338 c.c.)<sup>(178)</sup>, cioè una responsabilità del soggetto abilitato per non aver comunicato, nella fase precontrattuale del rapporto, la causa di invalidità ignorata senza colpa dal cliente. Si tratterebbe dunque di una ipotesi di responsabilità tutta improntata sulla colpa, vuoi del soggetto abilitato ("conoscendo o dovendo conoscere"), vuoi (anche se, ovviamente, si tratta di assenza di colpa) del cliente.

Il ricostruire in tal senso il fondamento della norma, pur apprezzabile dal punto di vista dogmatico, incorre però in alcune inaccettabili incongruenze di carattere tanto logico quanto pratico che finiscono con il rendere solo "estetico" il riferimento agli artt. 1337-1338 c.c. Per un verso, come pure viene rilevato, l'art. 100-*bis* non richiede che il cliente ignori senza colpa la causa di invalidità, requisito invece espressamente richiesto dall'art. 1338 c.c.<sup>(179)</sup>; per l'altro, svolgere in modo coerente riferimento

---

<sup>177</sup> V. VIGLIONE, *Circolazione* (2007), 67-68 il quale tuttavia precisa che il riferimento all'art. 1338 c.c. vada inteso « in senso lato ». Nello stesso senso, letteralmente, FACCI (2009), 175.

<sup>178</sup> La responsabilità per aver dato luogo colposamente ad una causa di invalidità del contratto è, come noto, il ceppo da cui si è sviluppato il tema della responsabilità precontrattuale nella riflessione di Rudolf von Jehring. Per una ricostruzione in chiave storica v. oggi D'AMICO (2006), 979 s.

<sup>179</sup> Riconduce al principio di cui all'art. 1227 c.c. la previsione dell'art. 1338 c.c. FACCI (2009),

all'art. 1338 c.c. implicherebbe che il soggetto abilitato possa liberarsi dalla responsabilità comunicando la causa di invalidità del contratto (<sup>180</sup>), ma tale esito non appare compatibile con il sistema di obblighi previsto dall'art. 100-bis. Infine, occorre ricordare che la dottrina di analisi economica del diritto ha da tempo chiarito che, nelle ipotesi in cui le precauzioni per evitare il prodursi di un'attività dannosa possano essere prese da una sola delle parti, è più adatta alla funzione deterrente (oltre che compensativa) della responsabilità l'ascrizione della stessa in assenza di colpa (<sup>181</sup>). Dal che, pare quanto meno improprio (se non sproporzionato) il riferimento ad un'ipotesi di responsabilità che implica, per definizione, la colpa del danneggiante quale quella per *culpa in contrahendo*. Poiché la norma fa però unicamente riferimento ad un'obbligazione risarcitoria non si è in realtà esaurito il compito dell'interprete negandone il fondamento precontrattuale.

Altra dottrina ha ritenuto di poterla ricondurre alla generica figura dell'illecito aquiliano (<sup>182</sup>): anche questa tesi, forse meno elegante, ma certamente più lineare della precedente, solleva le medesime perplessità di ordine funzionale. Inoltre, da un punto di vista dogmatico, non sembra che si possa ravvisare l'ingiustizia del danno al di fuori della lesione di quel generico diritto all'integrità del patrimonio che pure ha attirato aspre e fondate critiche in dottrina (<sup>183</sup>).

---

175-176 seguendo l'orientamento di parte della dottrina civilistica (v. ad es. PUGLIATTI (1959), 452 s.), che ritiene dunque non derogabile il principio generale che esprime una regola di carattere logico in tema di causalità: la colpa del danneggiato, in altri termini, interromperebbe il nesso causale tra la condotta del soggetto abilitato e il danno prodottosi nella sfera del cliente. Oltre alle considerazioni sulla pleonasticità del riferimento alla colpa del danneggiato (v. REALMONTE (1994), 625 s) tale tesi rischia però di rendere, di fatto, non operante il rimedio risarcitorio, giacché la giurisprudenza (Cass., 7 marzo 2001, n. 3272 in *Giust. Civ.*, 2001, I, 2109) ritiene sempre inescusabile l'errore che insiste, come in questo caso, su una norma di legge. Va però detto che la dottrina tende a ritenere troppo rigorosa e financo "artificiosa" tale massima giurisprudenziale laddove si riconosce che la conoscenza della legge in certe materie richiede una competenza tecnica che spesso non è riscontrabile nella parte debole dei rapporti [v. BIANCA (2001), 172]. Ammette tale inconveniente e ritiene più convincente l'orientamento della dottrina FACCI, *op. loc. cit.* il quale ammette ipotesi in cui opera il solo rimedio demolitorio.

<sup>180</sup> Sulla funzione dell'art. 1338 c.c. quale norma che prevede un obbligo di informazione precontrattuale v. Realmonte (1994), 627, oltre a D'Amico (2006), 1027 s. ove, oltre a ulteriori riferimenti, una critica alle interpretazioni sostanzialmente abroganti della disposizione in parola.

<sup>181</sup> V. COOTER-MATTEI-MONATERI-PARDOLESI-ULEN (2006), 218 s.

<sup>182</sup> Così NIUTTA (2007), 18-19 nt. 35 il quale però riconduce all'ipotesi contrattuale il particolare caso del collocamento fuori sede (tramite un promotore).

<sup>183</sup> Si fa riferimento naturalmente a CASTRONOVO (2007), 109 s.

Non appaiono, invero, esservi ostacoli a rinvenire una responsabilità di carattere oggettivo (<sup>184</sup>), di natura contrattuale, per la violazione di un obbligo specifico previsto dalla legge e che discende dal particolare status rivestito, tanto nella prassi (cfr. Capitolo I), quanto nell'ordinamento (cfr. Capitolo Terzo), dagli intermediari professionali (<sup>185</sup>). Tale situazione soggettiva passiva può essere agevolmente individuata vuoi nell'obbligo di redigere il prospetto informativo vuoi, nel caso di assenza del documento informativo, nell'obbligo di rivendere i prodotti finanziari circolanti in assenza di prospetto informativo ai soli investitori qualificati (<sup>186</sup>).

Dal che consegue il risultato, com'è stato correttamente rilevato (<sup>187</sup>), di escludere in radice, la possibilità, anche attraverso lo strumento analogico, per i soggetti abilitati di fornire una prova liberatoria sulla scorta dell'art. 23.6 TUIF (<sup>188</sup>).

L'aver configurato in termini di responsabilità oggettiva, la responsabilità dei soggetti abilitati consente anche di sciogliere i dubbi sollevati in dottrina circa l'uso del plurale nell'enunciato normativo. Ci si chiede in altri termini, se a poter essere convenuto in giudizio dal consumatore possa essere il solo soggetto abilitato che ha consentito l'uscita del prodotto finanziario dal circuito riservato ovvero se tutti i soggetti abilitati coinvolti nella circolazione siano ugualmente responsabili come sembrerebbe suggerire la lettera della legge.

Si è visto come la *ratio* della norma consista principalmente nel creare uno scaglino normativo tra le offerte pubbliche e quelle private, attraverso l'attuazione di una strategia normativa caratterizzata non solo da un divieto secco, quanto piuttosto dalla

<sup>184</sup> Pur costruendo la responsabilità in chiave precontrattuale ritiene oggettivo il criterio di imputazione soggettivo VIGLIONE, *Circolazione* (2007), 72.

<sup>185</sup> Sarebbe inoltre esplorabile in questo specifico caso la tesi proposta, non senza un certo ardore, da DE NOVA (2005), 709 che ha qualificato come attività pericolosa ex art. 2050 c.c., in generale, la negoziazione di strumenti finanziari. Tesi che, sebbene possa essere agevolmente respinta con riferimento all'attività in generale, potrebbe riacquistare vigore nella ricerca di un fondamento all'ipotesi di responsabilità ex terzo comma dell'art. 100-*bis*.

<sup>186</sup> Il passaggio logico non appare molto distante da quello compiuto da D'AMICO (2006), 1079-1080 il quale ritiene di poter (oggi) qualificare come contrattuale la responsabilità da prospetto dell'intermediario-*seller* alla luce degli obblighi che discendono dalla prestazione dei servizi d'investimento. E ciò pur nella consapevolezza che, in assenza di tali obblighi, la tesi della responsabilità precontrattuale sarebbe stata la più adatta a comprendere i caratteri della fattispecie.

<sup>187</sup> Sempre da VIGLIONE, cit. nt. 71.

<sup>188</sup> V. retro i rilievi sulla possibilità di applicare tale norma nell'alveo della responsabilità da prospetto (Capitolo Terzo, § 8)

promozione di un mercato tra investitori professionali. Per tali motivi non appare incongrua una lettura della disposizione fedele al dato letterale in cui si responsabilizzano tutti gli intermediari coinvolti nella circolazione infrannuale: solo così, infatti, vi saranno adeguati incentivi per un *pricing* corretto degli strumenti finanziari nel mercato secondario (che è poi l'obiettivo di fondo della disciplina dell'offerta al pubblico) <sup>(189)</sup>. Tale soluzione, il cui rigore può forse apparire eccessivo, va però mitigata attraverso la possibilità per gli intermediari di esercitare azioni di regresso (per l'intero) nei confronti, tanto dell'ultimo anello della catena (quello che ha violato l'obbligo di mantenere i prodotti finanziari all'interno del mercato professionale), quanto nei confronti dei sottoscrittori (che hanno l'obbligo di inserire sui titoli l'indicazione dei limiti alla circolazione o, in caso di dematerializzazione, hanno l'obbligo di introdurre meccanismi che permettano di raggiungere risultati analoghi) <sup>(190)</sup>.

Dalla natura contrattuale (nel senso di violazione di obbligo di legge) della responsabilità dell'intermediario, *ex terzo comma dell'art. 100-bis*, oltre al criterio di imputazione soggettivo, discendono una serie di corollari fin troppo noti, ma cui vale la pena accennare. Anzitutto, si pone il problema del criterio di selezione del danno risarcibile. Poiché si tratta di responsabilità contrattuale, non vi dovrebbe esser dubbio che il criterio più corretto è quello che viene riassunto dall'espressione interesse positivo (interesse cioè all'esatto adempimento del contratto), con ciò dando ulteriore conferma che la tesi della responsabilità precontrattuale <sup>(191)</sup>, mal si adatta a spiegare le peculiarità dell'art. 100-*bis*. Ma poiché risarcire l'interesse positivo significa, come si è detto, mettere l'attore nella stessa condizione in cui sarebbe stato ove avesse concluso un contratto valido <sup>(192)</sup>, pare qui abbastanza evidente la mancanza di

---

<sup>189</sup> Riconducono tale soluzione ad una più intensa tutela dell'investitore VIGLIONE, *Circolazione* (2007), 71-72 e FACCI (2009), 176 che appare però essere più una conseguenza che la giustificazione.

<sup>190</sup> VIGLIONE, *Circolazione* (2007), 72 propone sulla base della ricostruzione in senso precontrattuale del fondamento della responsabilità una soluzione diversa in cui a sopportare il peso della responsabilità sia esclusivamente il soggetto abilitato che ha indotto la controparte ad una stipulazione invalida.

<sup>191</sup> Sui criteri di quantificazione del danno nella responsabilità precontrattuale v. AFFERNI (2008), 93 e ss. e 195 e ss.; D'AMICO (2006), 1121 s. Su interesse positivo e interesse negativo v. TRIMARCHI (2002), 637 s.

<sup>192</sup> Non vi è dubbio infatti che, al di fuori delle ipotesi di risoluzione, l'inadempimento contrattuale

uno dei termini del ragionamento (il contratto valido): è però la struttura stessa del divieto ad esigere il risarcimento del danno legato all'interesse negativo. Ciò trova conferma nelle ipotesi, sicuramente ascrivibili all'inadempimento contrattuale, di violazione del divieto di atti in conflitto di interessi e di operazioni inadeguate da parte di soggetti abilitati che nel vigore della previgente disciplina hanno visto la più recente giurisprudenza di merito adottare soluzioni analoghe al risarcimento dell'interesse negativo e cioè di tutte quelle conseguenze dannose che la violazione di legge ha determinato nel soggetto tutelato: addirittura la giurisprudenza, seguita da parte della dottrina, ha ritenuto sussistente per così dire *in re ipsa* il nesso di causalità tra il comportamento e l'evento lesivo cui poi vengono ricondotti i vari danni-conseguenza<sup>(193)</sup> che non consistono solo nella differenza tra il prezzo pagato e il prezzo (ipotetico) informato (al momento in cui il contratto veniva concluso)<sup>(194)</sup>, ma comprendono *tout court* l'intero corrispettivo, oltre al lucro cessante che corrisponde al guadagno che l'attore avrebbe potuto trarre da investimenti alternativi della stessa natura (cioè considerando almeno rischio e orizzonte temporale).

Sotto questo specifico profilo, occorre poi chiedersi se l'interesse positivo, sul quale dovrebbe incidere il rischio dell'andamento complessivo del mercato<sup>(195)</sup>, possa costituire un limite al risarcimento delle conseguenze dannose che, nei fatti, sembrano molto simili a quelle normalmente riassunte con l'espressione interesse negativo<sup>(196)</sup><sup>(197)</sup>. Se, da un lato, occorre ribadire il principio in virtù del quale dal risarci-

---

trovi rimedio nell'obbligo di risarcire l'interesse positivo: v. VILLA (2006), 892.

<sup>193</sup> Cfr. Trib. Venezia, 28 febbraio 2008, in *Contratti*, 2008, 555 con nota adesiva di Maffei; Trib. Milano 14 febbraio 2009, in *Contratti*, 2009, 437 ss. con commento di C. Romeo.

<sup>194</sup> V. BRUNO (2000), 218.

<sup>195</sup> Sempre che non si ritengano persuasivi i rilievi di GIUDICI (2008), 440 il quale mette in luce come la diversificazione non viene posta in essere solo tra diverse tipologie di strumenti finanziari ma anche tra mercati in cui gli strumenti sono negoziati. Allora si giustifica il risarcimento anche di perdite che derivano da un abbassamento dell'intero listino. Non però di perdite che rappresentano un crollo di tutti gli indici di borsa.

<sup>196</sup> La dottrina in tema di responsabilità precontrattuale è sul punto divisa v. nel senso dell'impossibilità di ravvisare un limite, in quanto si tratta di eventi lesivi diversi D'Amico (2006), 1124. In senso contrario ROPPO (2001), 187 s. E v. da ultimo AFFERNI (2008), 106 e 199 s.

<sup>197</sup> L'uso dell'espressione interesse negativo è forse improprio, ma pare rendere l'idea dei danni conseguenti alla violazione di un obbligo di astensione: come giustamente è stato notato [VILLA (2006), 940] nei rapporti gestori il contenuto economico dell'obbligo risarcitorio pur corrispondendo all'interesse positivo (di non concludere una determinata operazione) rischia di esser confuso con l'in-

mento del danno non deve essere possibile trarre un vantaggio superiore a quello che si sarebbe ottenuto ove fosse stata posta in essere un'attività lecita (i.e. una offerta al pubblico) (<sup>198</sup>); dall'altro, tuttavia, tale ragionamento appare il frutto di una riflessione strettamente connessa ad una fattispecie precontrattuale in cui dalla corretta esecuzione delle trattative discende un contratto valido. Viceversa, in questo caso, sulla base di una corretta applicazione della legge, nessun contratto avrebbe potuto vedere la luce, salvo l'impiego di una procedura affatto diversa dalla semplice attività contrattuale (seppur fortemente regolata) dell'intermediario. Pare, allora, potersi quanto meno porre in dubbio l'opportunità di utilizzare come limite al risarcimento dei danni la somma minore che l'attore avrebbe potuto ottenere nel caso in cui fosse stato redatto un prospetto destinato al pubblico e quindi ad influire sul prezzo d'acquisto (<sup>199</sup>). Si badi che con ciò non si intende attribuire al soggetto abilitato danni a lui non oggettivamente imputabili quali ad esempio, sotto il profilo del danno emergente, il valore residuo dello strumento finanziario (se ancora in portafoglio) o il valore di scambio dello stesso: valori che sarà sempre necessario sottrarre al totale delle perdite subite. Correlativamente, in relazione al lucro cessante, le alternative di investimento (<sup>200</sup>) non dovranno necessariamente garantire rendimenti maggiori, anzi, l'investimento in un *private placement*, garantisce all'investitore, rendimenti superiori al-

---

teresse negativo.

<sup>198</sup> A tal proposito pare interessante chiedersi quale sia lo spazio, nell'ipotesi in esame, per il risarcimento in forma specifica che è ormai pacificamente ammesso anche in materia contrattuale v. VILLA (2006), 899 ove ulteriori riferimenti. Bisognerebbe infatti chiarire se il contenuto dell'obbligo di cui si può chiedere attuazione forzata sia la diffusione del prospetto informativo ovvero il divieto di rivendita. Il problema appare sdrammatizzato dalla disposizione dell'art. 2058 c.c., applicabile anche al risarcimento (in forma specifica) del danno contrattuale, in cui viene imposto il limite dell'eccessiva onerosità. Limite che nel caso di obbligo di prospetto sarebbe agevolmente opponibile in quanto la predisposizione e la diffusione di tale documento avrà nella maggior parte dei casi un costo maggiore rispetto al valore degli strumenti finanziari acquistati dall'investitore non qualificato.

<sup>199</sup> In questo senso con riferimento al risarcimento nell'ipotesi di violazione di regole di condotta nella prestazione di servizi d'investimento v. GIUDICI (2008), 440.

<sup>200</sup> È peraltro discusso se le alternative di investimento possano caratterizzare il risarcimento dell'interesse positivo, dal momento che quantificare in tal modo il danno potrebbe azzerare alcuni rischi che l'investitore avrebbe sopportato ove il contratto stipulato fosse valido ed efficace. Cfr. in tema di quantificazione del danno da inadempimento VILLA (2006), 942.

Ritengono risarcibile l'interesse negativo e quindi considerano le alternative di investimento disponibili le sentenze che hanno qualificato la responsabilità da prospetto come precontrattuale v. Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *Giur. comm.*, 1988, II, 585 con nota di FERRARINI e App. Milano, 2 febbraio 1990, in *Giur. comm.*, 1990, II, 755

la media anche perché deve essere remunerata la scarsa liquidità dell'investimento<sup>(201)</sup>. In altri termini, l'obbligazione risarcitoria non potrà in nessun caso far venire meno il principio di autoresponsabilità, di soggezione al rischio dell'investitore. Infine, lo stesso rischio che l'andamento complessivo del mercato incida sul valore di scambio del prodotto finanziario dovrà essere computato sulla base dei principi in tema di causalità: dottrina e giurisprudenza ritengono infatti inaccettabile che la misura del risarcimento determini un arricchimento per il patrimonio del danneggiato<sup>(202)</sup>. La particolare disciplina della rivendita infrannuale impone però di precisare che il soggetto abilitato che abbia fatto circolare presso investitori *retail* i prodotti finanziari in violazione dell'art. 100-*bis* dovrà sopportare tutti i rischi inerenti ai titoli che si sono realizzati entro il periodo sospetto<sup>(203)</sup>; con il che, l'insolvenza o lo stato di crisi dell'emittente che si verifica in quel lasso di tempo, anche se dichiarata successivamente, sono rischi che dovrà assumersi integralmente il rivenditore. Si tratta infatti di rischi che la norma intende esplicitamente imporre, sebbene per un tempo limitato, su investitori qualificati.

Ulteriore questione si pone circa l'applicabilità dell'art. 1225 c.c., cioè del limite della prevedibilità dei danni risarcibili nella particolare ipotesi di responsabilità qui in esame. Norma che pacificamente non si applica né agli obblighi di risarcimento extra contrattuale (in quanto non richiamata dall'art. 2056 c.c.) né a quelli precontrattuali<sup>(204)</sup>. Pur non ritenendo del tutto persuasivi i percorsi argomentativi che hanno portato ad escludere in alcune ipotesi di responsabilità contrattuale la risarcibilità dei danni

---

<sup>201</sup> L'illiquidità dell'investimento potrebbe inoltre suggerire la possibilità di annoverare tra le voci di danno che compongono l'interesse positivo anche la remunerazione dell'investimento, sia pur attualizzata, che gli strumenti finanziari in *selling restriction* avrebbero garantito all'investitore (interessi o dividendi ed eventuale restituzione del capitale). Nel caso infatti di investimento liquido si ritiene di poter escludere la risarcibilità di questo profilo dell'interesse positivo v. GIUDICI (2008), 240.

<sup>202</sup> È il così detto principio di causalità specifica su cui v. VILLA (2006), 905-906 ove ulteriori riferimenti.

<sup>203</sup> Le considerazioni che precedono paiono confermare la tesi sostenuta supra § 4 per cui la rivendita sistematica è attività che deve essere possibile configurare già al momento del primo atto di trasferimento. In caso contrario, bisognerebbe riadattare al caso di specie i principi in tema di causalità giacché l'inadempimento (la supposta sistematicità successiva) all'obbligo legale potrebbe avvenire successivamente al verificarsi del danno.

<sup>204</sup> In questo senso parte della dottrina che ritiene la responsabilità per *culpa in contrahendo* di natura contrattuale v. D'AMICO (2006), 1131 ove ulteriori riferimenti.

imprevedibili, appare forse decisiva la considerazione che la rivendita sarà nella maggior parte dei casi un atto volontario da parte dell'intermediario, facendo venire meno i presupposti per l'applicazione dell'art. 1225 c.c. Del resto, la funzione principalmente deterrente di tale ipotesi di responsabilità pare confermare, seppure su un piano metagiuridico, l'inutilità del limite della prevedibilità del danno: limite che ha la funzione principale di permettere un livello ottimale di una determinata attività <sup>(205)</sup>. Ma nel caso della rivendita infrannuale, il livello ottimale è da ritenere pari a zero.

Pur essendo molto interessante dal punto di vista teorico, non è del tutto superfluo ribadire che la questione delle conseguenze dannose effettivamente risarcibili sia notevolmente ridimensionata dalla naturale funzione ancillare di quest'ultima rispetto ai rimedi conseguenti alla declaratoria di nullità: e proprio di tale ultimo aspetto, vale a dire i rapporti tra i due rimedi occorre dare opportunamente conto. Ci si è chiesti <sup>(206)</sup>, in particolare, se vi sia autonomia tra gli stessi ovvero se la norma richieda un loro esercizio congiunto.

Concludere nel senso dell'autonomia appare la soluzione più logica – e in tal senso si esprime l'unanime dottrina <sup>(207)</sup> – dal momento che manca un indice normativo che indica espressamente la necessità di un esercizio congiunto dei due rimedi. Inoltre, una soluzione analoga è adottata in relazione alle ipotesi di annullabilità del contratto che costituiscono anche violazione del principio di buona fede nelle trattative ex art. 1337-1338 c.c. <sup>(208)</sup>. Tale soluzione, tuttavia, dà luogo ad una serie di problemi di non agevole soluzione.

La prima delle ipotesi da considerare è forse quella meno complessa e concerne l'operatività dei singoli rimedi nel caso di circolazione infrannuale tra investitori non qualificati: l'ultimo possessore, non potendo far valere la nullità del contratto (che potrà essere richiesta solo dall'investitore non qualificato-consumatore che per primo ha acquistato da un investitore qualificato), troverà esclusiva tutela nell'azione risarcitoria nei confronti dei soggetti abilitati. In tal caso il risarcimento avrà ad oggetto tutte

---

<sup>205</sup> Cfr. VILLA (2006), 927.

<sup>206</sup> V. ad es. FACCI (2009), 178 s.

<sup>207</sup> Cfr. da ultimo FACCI (2009), 179.

<sup>208</sup> V. VIGLIONE (2007), 75 e, in generale, Roppo (2001), 878-880.

le voci di danno (danno emergente e lucro cessante) cui dovrà essere sottratto il valore attuale degli strumenti finanziari in possesso, nonché quanto già percepito a titolo di remunerazione del capitale investito (es. interessi o dividendi).

Nel caso in cui, viceversa, si proponga la sola azione risarcitoria verso l'intermediario-*dealer*, si è visto come vi potrebbe essere comunque una pronuncia di nullità, rilevata d'ufficio da parte del giudice nonostante la legittimazione relativa <sup>(209)</sup>. Tale osservazione non appare in vero decisiva, e non perché la rilevabilità d'ufficio sia esclusa <sup>(210)</sup> nel caso in cui l'attore esprima nel processo la propria intenzione di mantenere fermi gli effetti del contratto <sup>(211)</sup>. Pare doversi piuttosto evidenziare che il rilievo d'ufficio non implica la possibilità per il giudice di superare il principio della domanda per quanto riguarda le restituzioni. Con il che, diventa essenziale stabilire se il *petitum* risarcitorio possa, a seguito del rilievo d'ufficio della causa di invalidità, coprire o non l'area delle restituzioni, posto che l'inverso è conclusione affatto pacifica. Altro problema è capire quali limiti incontri il risparmiatore nella scelta del rimedio: vi è infatti da chiedersi se una volta scelta la via del risarcimento (e quindi esclusa mediante un comportamento processuale inequivoco, la possibilità di un rilievo d'ufficio della nullità) sia poi possibile pentirsi e utilizzare il rimedio reale.

---

<sup>209</sup> Si tratta in verità di un problema di carattere principalmente teorico dal momento che, nel diritto vivente, il rilievo d'ufficio è soggetto ad una lettura fortemente restrittiva: è infatti ammesso nella sola ipotesi di azione volta all'esecuzione del contratto nullo v. Cass. 11 marzo 1988 n. 2398, in *Foro it.*, 1989, I, 1936. Tale orientamento è costantemente ribadito (Cass. 6 ottobre 2006, n. 21632) nonostante la dottrina quasi unanime lo ritenga incompatibile con la struttura e la funzione della nullità nel nostro ordinamento v. ad es. IRTI (1971), 746; ritiene invece compatibile con la funzione della nullità l'orientamento giurisprudenziale FILANTI (1990), 9-10 (il quale riconduce la rilevabilità d'ufficio all'esigenza di certezza nel traffico giuridico). Anche in giurisprudenza, in verità, non mancano voci difformi dall'orientamento tradizionale v. ad es. Cass 2 aprile 1997 n. 2857, in *Giust. Civ.*, 1997, I, 2459 con nota di VIDIRI, *Sulla rilevabilità d'ufficio della nullità del contratto*

<sup>210</sup> V. ad es. BONFIGLIO (2004), 899.

<sup>211</sup> Tale ultima ipotesi appare di soluzione agevole (almeno dal punto di vista teorico) giacché i danni che possono essere chiesti dall'investitore non qualificato saranno necessariamente limitati alla differenza tra il prezzo corrisposto all'intermediario e il prezzo che avrebbe pagato un investitore professionale, per definizione, a conoscenza di tutte le informazioni pubbliche sull'emittente. Permettendo così al soggetto abilitato di allegare e provare in giudizio che la riduzione di prezzo è dovuta all'andamento complessivo del mercato e non alla mancanza di informazioni specifiche sull'emittente. Ma sul punto è il caso di fare una precisazione: essendo elementi del prezzo non solo le informazioni, ma anche la volatilità e la liquidità dell'investimento, pare potersi concludere che lo sconto di illiquidità e la maggiore volatilità dell'investimento siano componenti di cui l'investitore deve poter chiedere in ogni caso il risarcimento.

Affermare l'autonomia dei rimedi non significa certo escludere la possibilità di una loro operatività congiunta sebbene non sincronica. Del resto, nel paragrafo precedente ci si è espressi a favore dell'insanabilità del vizio che pare peraltro coerente con la funzione deterrente della nullità <sup>(212)</sup>.

Ci si deve piuttosto chiedere se esistano meccanismi nell'ordinamento volti a riequilibrare la eventuale sproporzione nelle somme che astrattamente potrebbero essere "recuperate" dall'investitore-consumatore. Parte della dottrina ha in questo senso proposto di inserire negli obblighi restitutori a carico dell'investitore *retail* anche le somme eventualmente ricevute a titolo di risarcimento <sup>(213)</sup>. La tesi può essere accolta solo nella misura in cui l'obbligo di restituzione sia limitato a quelle somme che effettivamente costituiscono un ingiustificato arricchimento da parte dell'investitore ai sensi dell'art. 2041 c.c. e allora è forse più corretto affidarsi a tale rimedio per una soluzione del tutto equilibrata.

#### *7. La tutela dell'investitore retail-professionista. Rinvio.*

Si è visto come il legislatore si sia occupato esclusivamente dell'investitore non qualificato che agisce per scopi estranei alla propria attività professionale o imprenditoriale. È tuttavia possibile ipotizzare che vi siano atti di investimento effettuati da un investitore non qualificato nell'ambito dell'attività professionale, o, ancora, che tale investitore sia un ente, che si è ritenuto di escludere dal perimetro della legittimazione attiva ai rimedi speciali previsti dal terzo comma dell'art. 100-*bis*.

Orbene, in tali casi opererà la responsabilità per omessa redazione e pubblicazione del prospetto così come configurata nel precedente capitolo come rimedio nell'ipotesi di violazione del primo comma dell'art. 100-*bis*. Con la precisazione tuttavia che la fattispecie considerata è quella speciale prevista dal secondo comma e, quindi, saranno responsabili gli intermediari che pongono in essere l'attività di rivendita sistematica. Al capitolo precedente si rinvia dunque per le specifiche questioni relati-

---

<sup>212</sup> In questo senso PASSAGNOLI (1995), 202; In senso contrario per una soluzione che privilegi la certezza dei traffici v. GIOIA, (1999), 1343

<sup>213</sup> Così FACCI (2009), 181.

ve a tale ipotesi di responsabilità.

8. *Questioni preliminari sulla disciplina dell'art. 100-bis, secondo e terzo comma, TUIF. a) Legittimità costituzionale; b) Legittimità comunitaria.*

Completato il quadro delle questioni teoriche ed applicative che pone la norma che ci si è proposti di interpretare nel corso della presente ricerca, si possono ora affrontare con maggior profitto due questioni di carattere preliminare. Non si pensi però ad un'inversione della normale successione logica degli argomenti. Si è infatti ritenuto poco utile affrontare tali questioni, per così dire, "a scatola chiusa", senza cioè cimentarsi prima sui problemi e sulla ricerca di una specifica e razionale funzione della disposizione analizzata.

Punto di partenza pare essere inevitabilmente l'esame degli argomenti che, in chiave fortemente polemica, un autore <sup>(214)</sup> ha avanzato nel senso della violazione da parte dell'art. 100-bis, secondo e terzo comma, TUIF della Carta Costituzionale e delle norme comunitarie sia del Trattato che della Direttiva prospetti (2003/71/CE).

Cominciando con la prima questione si è affermato che « la norma in questione è incostituzionale (ai sensi dell'art. 41, 1° e 2° comma) per incisione sulla libertà di iniziativa degli intermediari di negoziazione e di raccolta ordini, stravolgendone le caratteristiche e (ai sensi dell'art. 3, comma 1°) per violazione del principio di uguaglianza, stabilendo forme di intervento analoghe a tutela dei risparmiatori ed a carico degli intermediari, nei casi del tutto diversi tra di loro ed irriducibili l'uno all'altro, del collocamento e della sollecitazione da un lato e negoziazione e raccolta ordini dall'altro » <sup>(215)</sup>. Si tratta di un'affermazione non condivisibile ed è agevole evidenziarne i profili critici che la rendono, in definitiva, del tutto errata.

Per quanto riguarda la prima causa di invalidità, non sembra riscontrabile alcun *vulnus* nel principio di libera iniziativa economica che, già nel testo della Costituzione, è sottoposto al limite dell'utilità sociale <sup>(216)</sup> e pare difficile negare la rispondenza

<sup>214</sup> V. BOCHICCHIO (2007), 528 ss. Il quale ritiene la scelta legislativa « del tutto erronea » (531).

<sup>215</sup> Così BOCHICCHIO, cit., 543.

<sup>216</sup> Del resto il sindacato di costituzionalità delle leggi sulla base dell'art. 41 Cost. è tradizionalmente poco rigoroso come ricorda da ultimo NINATTI (2006), 3144-3146. NIRO R. (2006), 846 ss.

all'utilità sociale di una disciplina che non elimina *tout court* la possibilità per gli intermediari di svolgere attività di negoziazione per conto altrui, ma semplicemente impone delle cautele ulteriori rispetto a quelle, di cui non si è messa in dubbio la legittimità, già previste dalla legge e dalle fonti secondarie. L'efficienza del mercato dei capitali e, seppur indirettamente, la tutela degli investitori (e del risparmio) non possono esser ritenuti obbiettivi che contrastano l'utilità sociale né tantomeno con la libertà di iniziativa economica <sup>(217)</sup> e, pertanto, nessuna violazione del principio di libertà d'impresa può esser ravvisata nel caso di specie.

Circa la pretesa violazione del principio di eguaglianza formale (cioè il primo comma dell'art. 3 Cost.), occorre ribadire che, come emerge dalle pagine che precedono, non sembra corretta la prospettiva che considera illogico accomunare le diverse tipologie di servizi d'investimento. Sul punto è opportuno peraltro intendersi. Se infatti è pur vero che, dal punto di vista strutturale, i diversi servizi rispondano ad esigenze imprenditoriali anche molto diverse tra loro e che differente è il ruolo svolto dai soggetti abilitati nella fisiologia delle singole operazioni, bisognerebbe anche ricordare che l'art. 100-*bis*, secondo comma, intende reprimere fenomeni sostanzialmente elusivi della disciplina dell'offerta al pubblico che non possono che vedere coinvolti gli intermediari finanziari. E, come si è visto, è proprio su questi ultimi che si appunta l'innovativa strategia normativa di *gatekeeping* attraverso un'impostazione *rechtsformneutral*, in cui cioè le forme (cioè i singoli servizi d'investimento) non incidono sulla sostanza giuridica <sup>(218)</sup>. Non si comprende allora come una disciplina che, secondo quanto si è rilevato, sembrerebbe volta a fornire una unica disciplina a fenomeni che coinvolgono lo stesso assetto di interessi (l'efficienza nella formazione del prezzo di strumenti finanziari nella fase di mercato primario), possa violare il principio di eguaglianza. In definitiva, è diversa la prospettiva in cui si deve porre l'interprete: non quella dei servizi d'investimento, bensì quella della complessiva operazione di offerta al pubblico <sup>(219)</sup>.

---

<sup>217</sup> Infatti tale libertà avrebbe poco senso in assenza di un mercato dei capitali efficiente.

<sup>218</sup> Non fosse così si finirebbe con l'incorrere nello stesso errore in cui era incorsa la Banca d'Italia nell'interpretare la Comunicazione Consob del 1997 come si è visto nel Capitolo Terzo.

<sup>219</sup> Come del resto riconosce lo stesso BOCHICCHIO (2007), 544 collocamento e servizi d'investi-

Si noti inoltre che la strategia normativa impiegata dal legislatore è chiaramente volta a porre in essere una norma di chiusura dell'ordinamento e non certo a disciplinare la fisiologia dei rapporti tra i vari attori del mercato finanziario: come più volte sottolineato, l'applicabilità della disciplina dell'offerta al pubblico (i.e. l'obbligo di prospetto) e la speciale disciplina dei rimedi convergono nel produrre un effetto deterrente tale da sconsigliare in radice ai soggetti abilitati di porre in essere operazioni di tal genere.

Una volta chiarita la strategia normativa, appare con altrettanta nitore la legittimità costituzionale della stessa e, pertanto, è possibile passare ai profili di illegittimità rispetto alle norme dell'ordinamento comunitario.

È noto infatti che l'intervento comunitario in tema di disciplina del mercato mobiliare è caratterizzato, nonostante l'impiego dello strumento della direttiva, da una forte aspirazione all'uniformità nei vari Stati membri dell'assetto normativo<sup>(220)</sup>. Si è a questo riguardo parlato, con un sintagma che forse nasconde in sé un ossimoro<sup>(221)</sup>, di armonizzazione totale<sup>(222)</sup>. Tale forma di ravvicinamento per obbiettivi delle legislazioni nazionali è, come noto, caratterizzata dal divieto di *goldplating*<sup>(223)</sup>, vale a dire al legislatore nazionale non è imposto solo di realizzare l'assetto di interessi voluto dalle istituzioni comunitarie, ma è fatto altresì divieto di introdurre misure che diano ai soggetti tutelati un surplus di tutela rispetto a quanto loro garantito dal diritto comunitario.

Alla luce di questa premessa, è doveroso chiedersi se il legislatore interno con

---

mento "esecutivi" sono stati accomunati anche, sotto certi profili (come, ad esempio, l'assenza di un controllo di adeguatezza) dalla direttiva MiFID e pertanto non stupisce che il legislatore nazionale li abbia "accomunati" (ma il termine è forse improprio) sotto il profilo della eventuale applicabilità della disciplina dell'offerta al pubblico.

<sup>220</sup> Il punto è più volte sottolineato nei documenti preparatori del Financial services action plan. V. ad es. l'*initial* e il *final report* del *Committee of wise men on the regulation of european securities markets*, (2000) e (2001), *passim*.

<sup>221</sup> Tant'è che pare un risultato difficilmente perseguibile in ambienti culturali ove la convergenza di tradizioni giuridiche è processo appena avviato. Per la constatazione che il processo di armonizzazione in materia di diritto del mercato mobiliare avviato con il *Financial services action plan* è lontano dall'essere compiuto ENRIQUES – GATTI (2007), 24 e ss.

<sup>222</sup> Cfr. MOLONEY (2008), 114-115.

<sup>223</sup> Sul punto v. ENRIQUES-GATTI (2007), 4-5.

l'art. 100-*bis* non sia incorso proprio in quel fenomeno di *goldplating* <sup>(224)</sup> e, pertanto, la disciplina esaminata, pur rispondente ad interessi meritevoli sia in definitiva illegittima perché in contrasto con i principi liberali imposti dalla CE. Manca infatti una base normativa espressa per un intervento volto ad estendere la definizione di offerta al pubblico che, come si è visto nel precedente capitolo (cfr. Capitolo Terzo, § 3), si trova oggi espressamente nella disciplina comunitaria. Dal che potrebbe discendere che l'intervento espansivo del legislatore italiano risulti illegittimo e, pertanto, l'art. 100-*bis* secondo comma andrebbe disapplicato dai giudici italiani.

A ciò si deve poi aggiungere che, da più parti in Europa <sup>(225)</sup>, si è manifestata una certa insoddisfazione proprio con riferimento all'incertezza che la direttiva ha lasciato con riferimento alla disciplina delle *retail cascade offerings*, vale a dire proprio la disciplina delle rivendite.

Da questi rilievi emerge il carattere particolarmente delicato della questione e la necessità di addivenire ad una soluzione il più possibile certa.

Un siffatto esito non è in realtà impossibile alla luce dei risultati della presente ricerca: si è infatti più volte sottolineato come con l'art. 100-*bis*, secondo comma, il legislatore italiano abbia di fatto tradotto nel nostro ordinamento un principio contenuto nell'art. 3 della direttiva prospetti, dotato di diretta applicabilità e che, il punto non è evidentemente privo di rilievo, non ha avuto ulteriori specificazioni nei livelli successivi di regolazione delle offerte al pubblico (in particolare nel regolamento comunitario 2004/809/CE). Si tratta della norma che impone la pubblicazione di un prospetto nell'ipotesi di collocamento tramite intermediari finanziari ogni qual volta il collocamento *definitivo* (*final placement*) non rientri in una delle ipotesi esenti (art. 3.2 Direttiva prospetti). In sostanza, pare che anche il legislatore comunitario si sia preoccupato di fissare un principio in tema di rivendite di prodotti collocati presso investitori professionali: principio che si applica in modo particolare alle rivendite sistematiche,

---

<sup>224</sup> Il divieto di *goldplating*, in un'ottica *de jure condendo*, potrebbe forse essere rimesso in discussione se si è persuasi dalla opportunità di una pur minima concorrenza tra gli ordinamenti comunitari. Sul punto v. MOLONEY (2008), 115-116.

<sup>225</sup> v. La definizione dell'ambito di applicazione della direttiva è proprio uno dei punti in cui, secondo MOLONEY (2008), 116 e 142, è fallito il progetto di armonizzazione massima del legislatore comunitario. cfr. inoltre SCHNEIDER – HAAG (2007), 370 s.

cioè – almeno nella lettura che si è qui proposta – le rivendite effettuate da soggetti abilitati a prestare servizi d'investimento presso il pubblico.

A ciò giova poi aggiungere che il principio del collocamento definitivo va probabilmente letto in congiunzione con la (persistente) rilevanza del carattere pubblico dell'offerta (<sup>226</sup>) che lascia inevitabilmente spazio ai legislatori nazionali nel configurare le ipotesi che determinano l'operatività dell'obbligo di prospetto (<sup>227</sup>).

Conseguentemente, almeno finché resteranno in vigore tali principi è possibile concludere che il legislatore italiano non sia incorso nel *goldplating* e l'art. 100-*bis* sia integralmente legittimo. Infatti il terzo comma, occupandosi solo di rimedi non pare violare, per definizione il diritto comunitario che è sempre particolarmente restio ad occuparsi del *private enforcement* (<sup>228</sup>).

### 9. Conclusioni. Una prospettiva di ricerca: diritto internazionale privato ed effettività della strategia normativa.

In un settore in continua evoluzione come quello del diritto del mercato mobiliare, le conclusioni non possono che essere provvisorie. Nel presente lavoro si sono messi in luce gli aspetti teorici e pratici della disciplina delle rivendite che possono seguire un *private placement*. Un tema che, pur avendo confini piuttosto ristretti, ha consentito l'approfondimento di alcuni problemi di fondo di questo settore del diritto e, più in generale, delle strategie normative di cui, in un approccio moderno, il legislatore che si proponga di disciplinare la dinamica dei fenomeni capitalistici deve acquisire consapevolezza.

Si è condotta un'analisi che ha avuto riguardo essenzialmente il modo in cui viene disciplinato il problema delle rivendite nell'ordinamento interno e in quello sta-

---

<sup>226</sup> Su cui ci si è concentrati nel precedente capitolo: v. Capitolo terzo, § 3.4.

<sup>227</sup> Il punto è sottolineato da ENRIQUES – GATTI (2007), 11 i quali tuttavia considerano (a p. 12) il tema delle *retail cascade offerings* escluso dall'ambito dell'armonizzazione massima in quanto la direttiva si occupa solo delle offerte dirette ai mercati regolamentati. La tesi, per quanto semplifica notevolmente il problema della legittimità comunitaria dell'art. 100-*bis*, non appare del tutto condivisibile in quanto la direttiva chiaramente distingue il tema dell'offerta al pubblico (che può ben avvenire al di fuori dei mercati regolamentati) dall'ammissione alle negoziazioni: v. art. 1.1 e 3.3 Direttiva prospetti.

<sup>228</sup> In dottrina si è parlato di armonizzazione parziale circa il costante rifiuto del legislatore comunitario ad occuparsi di responsabilità da prospetto, così ENRIQUES – GATTI (2007), 10.

tunitense. Ma vi è una essenziale differenza tra il nostro e l'ordinamento americano che pure costituisce l'archetipo cui occorre fare riferimento nell'ambito di un'indagine comparatistica: infatti, la dimensione giuridica delle emissioni, mentre è unitaria negli U.S.A. è assai frammentata in Europa. In altri termini, si pongono in Europa, problemi di applicazione di diverse discipline che negli Stati Uniti non si pongono.

Per tale ragione sembra utile un ulteriore sviluppo della presente ricerca che prenda in considerazione, in concreto, le attuali prassi di mercato e verifichi da un punto di vista internazionalprivatistico quali siano le discipline applicabili. Solo così facendo si riuscirà ad avere una visione più completa della reale effettività dell'art. 100-bis TUIF che è norma, e lo si è sottolineato spesso nel corso del lavoro, tutta orientata a garantire un particolare effetto deterrente.

Tale considerazione è valida nonostante il livello di armonizzazione - come si è visto, pressoché totale - che il legislatore comunitario ha inteso dare al settore delle offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione (e alle relative ipotesi di esenzione dall'applicazione dell'obbligo di prospetto): la disciplina comunitaria ha lasciato ai legislatori nazionali uno spazio entro cui potrebbe operare un pur minimo meccanismo di concorrenza degli ordinamenti. Il rischio, naturalmente, è che una norma come quella qui esaminata si ponga, ove gli altri legislatori dovessero optare per una legislazione meno restrittiva, come ostacolo per la propagazione di operazioni di private placement nel nostro mercato interno.

## BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Giuffrè, Milano, 1986.
- AA. VV., *CONSOB L'istituzione e la legge penale*, a cura di G.M. FLICK, Giuffrè, Milano, 1987.
- AA. VV., *I soldi degli altri*, a cura di A. PERRONE, Giuffrè, Milano, 2008
- AA. VV., *La responsabilità della banca per false informazioni nel quadro dei servizi ai clienti*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio* a cura di F. GALGANO e G. VISINTINI. *Trattato di dir. comm. e dir. pub. econ.*, vol. XL, Cedam, Padova, 2006, 105 ss.
- AA. VV., *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Atti del convegno di Napoli 27-28 maggio 2005, Giuffrè, Milano, 2006.
- ABA, *Section 4(2) and Statutory Law: A Position Paper of the Federal Regulation of Securities Committee, Section of Corporation, Banking and Business Law of the American Bar Association*, 31 *Bus. Law* 485 (1975)
- ABA, *Institutional Private Placements under the Section 4(2) Exemption of the Securities Act of 1933, A Paper of the Comm. on Devs.*, in *Bus. Fin.*, Section of Corp., Banking & Bus. L. of the ABA, 31 *Bus. Law*. 515 (1975)
- ABA, *Securities Act of 1933- Private offering reform*, letter Mar. 22, 2007, disponibile sul sito [www.abanet.org](http://www.abanet.org)
- ACCETTELLA F., *Rivendite di obbligazioni collocate presso investitori professionali in assenza di prospetto informativo*, in *BBTC*, 2009, II, 454 ss.
- ACKERT L. F. – RAMIREZ G.G., *The evolving market for debt under Rule 144A: the increasing importance of collateralized obligations*, Working Paper, 2005, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- AFFERNI G., *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale*, Giaplichelli, Torino, 2008.
- AKERLOF G. A., *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, in 84 *Q. J. Econ.* 488 s. (1970)
- ALBANESE A., *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, 107 ss.
- ALBANESE A., *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*; Jovene, Napoli, 2003.
- ALEMANNI B., *La concorrenza tra trading venues a seguito dell'introduzione della Mifid*, in *L'attuazione della direttiva MIFID* a cura di L. Frediani e V. Santoro, Giuffrè,

- Milano, 2009, 13 ss.
- ALI, *Principles of corporate governance: analysis and recommendations*, St. Paul, Minn, 1994, 2 voll.
- AMOROSINO S. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2008.
- ANGELICI C., *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate* a cura di F. Bonelli et al., Giuffrè, Milano, 1998, 249 ss.
- ANNUNZIATA F., *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, 350 s.
- ANNUNZIATA F., *sub art. 94*, in *La disciplina delle società quotate*. Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, vol. I, Giuffrè, Milano, 1999, 68 ss.
- ANNUNZIATA F., *sub art. 100*, in *La disciplina delle società quotate*. Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, vol. I, Giuffrè, Milano, 1999, 149 ss.
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, IV ed., Giappichelli, Torino, 2008.
- ANTONUCCI A., *Le incertezze dell'investitore e i passi spezzati della legge risparmio*, in *NGCC*, 2006, II, 466 ss.
- ASCARELLI T., *Titolarità e costituzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 509 ss.
- ASCARELLI T., *Corso di diritto commerciale*, III ed., Giuffrè, Milano, 1962.
- AULETTA G., *Attività (dir. priv.)*, in *Enc. Dir.*, vol. III, Giuffrè, Milano 1958, 981 s.
- AYRES I., *Back to basics: regulating how corporations speak to the market*, 77 *Va. L. Rev.* 945 (1991)
- BAINBRIDGE S. M., *A behavioral economic analysis of mandatory disclosure: a thought experiment turned cautionary tale*, 65 *University of Cincinnati Law Review* 1023 (2000) working paper disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) (1999)
- BAJAJ M. – DENIS D. - FERRIS S.P. - SARIN A., *Firm value and marketability discount*, 27 *Iowa J. Corp. L.* 89 (2001)
- BANFI A., *L'organizzazione dei mercati finanziari*, in *I mercati e gli strumenti finanziari* a cura di Id, ISEDI, Torino, 2004, 5 ss.
- BANFI A. - ONADO M. (a cura di), *I mercati dei titoli di debito privati*, ISEDI, Torino, 2002.
- BANFI A. - DI PASQUALI F., *L'offerta di titoli di debito privati in Italia*, in Banfi A. - Onado M. (a cura di), *I mercati dei titoli di debito privati*, ISEDI, Torino, 2002, 3 s.
- BANNER S., *Anglo-American Securities regulation. Cultural and political roots, 1690-1860*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 1998.
- BARCELLONA M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2009.
- BARONCELLI S., *sub art. 47*, in *Commentario alla Costituzione* a cura di Bifulco, Celotto e Olivetti, vol. I, UTET, Torino, 2006, 945 s.

- BEAVER, *Market efficiency*, 56 *Acct. Rev.* 23 (1981)
- BELVEDERE A., *Definizioni*, in *Digesto disc. priv. sez. civ.*, vol. V, UTET, Torino, 1989, 149 s.
- BENEDETTI G., *Tutela del consumatore e autonomia privata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, 17 s.
- BERLE A., "Control" in *corporate law*, 58 *Colum. L. Rev.* 1212 (1958)
- BERSANI G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, UTET, Milano, 2008.
- BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Giuffrè, Milano, 2002.
- BETHEL, J. E.; FERRELL, A.; AND HU, G., *Law and Economics Issues in Subprime Litigation* (2008). *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 612.*  
[http://lsr.nellco.org/harvard\\_olin/612](http://lsr.nellco.org/harvard_olin/612)
- BIGIAMI W., *Il trasferimento dei titoli di credito*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1950, 1 ss.
- BIANCA C.M., *Diritto civile*, vol. III, *Il contratto*, Giuffrè, Milano, 2001.
- BIANCA C.M., *Il divieto di patto commissorio*, Giuffrè, Milano, 1957.
- BLACK B. S., *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*, 48 *UCLA L. Rev.* 781 (2001)
- BOBBIO N., voce *Sanzione*, in *Novissimo dig. it.*, vol. XVI, UTET, Torino, 1969, 530 s.
- BOCHICCHIO F., *Servizi di investimento e obbligazioni in «selling restriction»: individuazione dei divieti e dei limiti*, in *BBTC*, 2005, I, 197 ss.
- BOCHICCHIO F., *La nuova norma sui titoli in «selling restriction»: effettività e limiti*, in *Cel*, 200?, 528 ss.
- BONFIGLIO G., *La rilevabilità d'ufficio della nullità di protezione*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 861 ss.
- BRADFORD C.S., *Transaction exemptions in the securities act of 1933: an economic analysis*, 45 *Emory L. J.* 591 (1996)
- BRADFORD C. S., *Expanding the non-transactional revolution: a new approach to securities registration exemption*, 49 *Emory L.J.* 437 (2000)
- BRUNO F. - ROZZI A., *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 276 s.
- BRUNO S., *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, ESI, 2000.
- BUCCELLATO F., *Sollecitazione all'investimento e mercato del controllo*, Giuffrè, Milano, 2004.
- BUONUOMO D., *I sindacati fra aziende e istituti di credito per il collocamento di titoli e valori mobiliari*, in *L'attività non bancaria delle banche* a cura di M. Porzio, Giuffrè, Milano, 1993, 129 ss.
- BUSSOLETTI M., *Prime note a commento degli artt. 11 e 12 della l. 23 marzo 1983*,

n.77, in *Riv. soc.*, 1983, 466

- CALABRESI G. - MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 *Harv. L. Rev.* 1089 (1972)
- CALLEGARI M. - COTTINO G. - DESANA E. - SPATAZZA G., *I titoli di credito*, in *Trattato di diritto commerciale* a cura di G. Cottino, vol. VII, CEDAM, Padova, 2006.
- CAMPBELL R., *Resales of securities under the securities act of 1933*, 52 *Wash & Lee L. Rev.* 1333 (1995)
- CAMPBELL R., *Pernicious Economic Rules: The SEC's Inglorious Role in Limiting Small Business's Access to Capital*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) (2008)
- CAPOBIANCO E., *sub art. 3*, in *Codice del consumo* commentario a cura di Id e P. Perlingieri, ESI, Napoli, 2009, 16 s.
- CAPRIGLIONE F., *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *BBTC*, 2008, I, 43 ss.
- CARBONE S.M., *Leggi regolatrici e circolazione in Italia di obbligazioni estere*, in *Nuove prospettive per la tutela del risparmio. Atti del convegno di Napoli, 27-28 maggio 2005*, Giuffrè, Milano, 2006, 67 ss.
- CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Giuffrè, Milano, 1992.
- CARIELLO V., *La Direttiva 2001/34/CE riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e la proposta di direttiva sul prospetto per l'offerta al pubblico*, in *Europa dir. priv.*, 2002, 567 s.
- CARUSI D., *La disciplina della causa*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, *I contratti in generale* a cura di E. Gabrielli, t. 1, UTET, Torino, 1999, 553 s.
- CARUSI D., *Il concorso dei rimedi restitutori con quello risarcitorio (e il problema dell'arricchimento ottenuto mediante fatto ingiusto)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2008, 67 s.
- CASTELLANO G., *Le offerte pubbliche d'acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1975, I,
- CASTRONOVO C., *Il diritto civile della legislazione nuova la legge sulla intermediazione mobiliare*, in *BBTC*, 1993, I, 300 s.
- CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, III ed., Giuffrè, Milano, 2007.
- CATAUDELLA A., *Fattispecie*, in *Enc. dir.*, vol. XVI, Giuffrè, Milano, 1967, 926 ss.
- CAVAZZUTI F., *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *BIS*, 2004, 419 s.
- CERRAI A. – MAZZONI A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 1 s.
- CESARI C. - RUSCONI A., *Contesto internazionale*, in PINARDI C.M. (a cura di), *Il mercato dei Corporate Bond in Italia. Problematiche e prospettive*, Egea, Milano, 2003, 27 s.
- CESARINI F., *Intermediazione nel mercato delle nuove emissioni e tecniche consortili*,

- in *Riv. soc.*, 1975, 496 ss.
- CHIAPPETTA F., *I contratti d'investimento, la violazione della disciplina sulla sollecitazione del pubblico risparmio e il problema della nullità c.d. virtuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, II, 80 s.
- CHIONNA V.V., *Le forme dell'investimento finanziario*, Giuffrè, Milano, 2008.
- CHOI S.J. – PRITCHARD A.C., *Behavioral economics and the SEC*, 56 *Stan- L. Rev.* 1 (2003) working paper disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) (2003)
- CHOI S.J. – PRITCHARD A.C., *Securities regulation: cases and analysis*, Foundation, New York, 2005 (II ed., 2008).
- CHOI S.J. - PRITCHARD A.C., *Securities regulation essentials*, Aspen, New York, 2008.
- CHOI S.J., *Company registration: Toward a status-based antifraud regime*, in 64 *U. Chi. L. Rev.* 567 (1997)
- CHOI S.J., *Regulating investors not issuers: a market based proposal*, 88 *Cal. L. Rev.* 279 (2000)
- CIAN M., voce *Dematerializzazione*, in *Enc. dir. Annali*, vol. II, t. 2, Giuffrè, Milano, 2008, 313 s.
- CLARICH M., *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, il Mulino, Bologna, 2005.
- COFFEE JR. J. C., *Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system*, 70 *Va. L. Rev.* 717 (1984)
- COFFEE JR. J.C., *Re-engineering corporate disclosure: the coming debate over company-registration*, 52 *Wash & Lee L. Rev.* 1143 (1995)
- COFFEE JR. J.C. – KLEIN W.A., *Business organization and finance*, IX ed., Foundation, New York, NY, 2004.
- COHEN M., *Truth in securities revisited*, 79 *Harv. L. Rev.* 1340 (1966)
- COLOMBO G.E., *Tutela del risparmio e « controllo » della Consob*, in *Riv. soc.*, 1988, 19 ss.
- COMPORTE C., *sub art. 12*, in Nigro A. - Santoro V. (a cura di), *La tutela del risparmio. Commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303*, Giappichelli, Torino, 2007, 166 s.
- COMPORTE C., *La sollecitazione all'investimento*, in Patroni Griffi – Sandulli – Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Giappichelli, Torino, 1999, 531 s.
- COOTER R. – MATTEI U. – MONATERI P.G. – PARDOLESI R. – ULEN T., *Il mercato delle regole. Fondamenti*, Vol. I, il Mulino, Bologna, II ed., 2006.
- COSSU M., *La "gestione di portafogli di investimento" tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2002.
- COSTI R., *La nuova disciplina dei mercati e dei servizi finanziari*, in *La nuova legge di*

- tutela del risparmio*. Atti del convegno di studio svoltosi a Courmayeur, 6-7 ottobre 2006, Giuffrè, Milano, 2007, 107 ss.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, V ed., Giappichelli, Torino, 2008.
- COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, Cedam, Padova, 2004.
- COX J.D. – HILLMAN R.W. – LANGEVOORT D.C., *Securities Regulation. Cases and Materials*, IV ed., 2004, Aspen, New York, N.Y.
- CUGNASCO R., *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.
- D'AMICO G., *La responsabilità precontrattuale*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, vol. V, *I rimedi*, t. 2, Giuffrè, Milano, 2006, 179 s.
- DE LILLO E., *La proposta di direttiva sui prospetti informativi per l'offerta al pubblico e per l'ammissione a quotazione di valori mobiliari*, in *BBTC*, 2002, I, 270 s.
- DE MARI M., *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. banc.*, 2008, I, 393 s.
- DE NOVA G., *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, 435 ss.
- DE NOVA G., *Le responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *CONTRATTI*, 2005, 709 s.
- DELLACASA M., *Negoziazione di titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato?*, in *NGCC*, 2006, I, 599 s.
- DENOZZA F., *Norme efficienti*, Giuffrè, Milano, 2002.
- DENOZZA F., *SHAREHOLDERS V. STAKEHOLDERS: OBBLIGHI DI INFORMAZIONE E RESPONSABILITÀ SOCIALE DELLE SOCIETÀ*, in V. Afferni e G. Visintini, *Principi civilistici nella riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2005, 177 s.
- DENOZZA F., *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi « Cirio » e « Parmalat »*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 331 ss.
- DENOZZA F., *Discrezione e deferenza: il controllo sugli atti delle autorità indipendenti "regolatrici"*, in *MCR*, 2000, 469 s.
- DENOZZA F., *Rules v. standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni virtuali*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 327 s.
- DI BRINA L., *La rivendita dei prodotti finanziari*, in *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario* a cura di L. De Angelis e N. Rondinone, Giappichelli, Torino, 2008, 381 s.
- DI MARZIO F., *Codice del consumo, nullità di protezione e contratti del consumatore*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 832 s.
- DI PASQUALI F., *Alcuni aspetti dell'attività dei consorzi di garanzia nella prassi del*

- mercato azionario italiano*, in Riv. soc., 1985, 13 ss.
- DI PASQUALI F., *La domanda e l'offerta di valori mobiliari in Italia*, in *I mercati e gli strumenti finanziari* a cura di A. Banfi, ISEDI, Torino, 2004, 309 s.
- DI PASQUALI F. - ZUCHELLI D., *Gli strumenti di debito*, in *I mercati e gli strumenti finanziari* a cura di A. Banfi, ISEDI, Torino, 2004, 95 s.
- DOLMETTA A.A. – MINNECI U., *Borsa (contratti di)*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento, V, Giuffrè, Milano, 2001, 161
- DOLMETTA A.A., *La violazione di « obblighi di fattispecie » da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 80 s.
- DOUGLAS W.O., *Protecting the investor*, 23 *Yale L. J.* 508 (1933)
- EASTERBROOK F.H.-FISCHEL D.R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, MA – London, 1991.
- ENRIQUES L.- GATTI M., *Is there a uniform EU securities law after the Financial Services Action Plan ?*, working paper, 200?, disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- ENRIQUES L., *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. soc.*, 1998, 1013 ss.
- EPSTEIN R.A., *Why restrain alienation?*, in 85 *Colum. L. Rev.* 970 (1985)
- EROLI M., *I consorzi di collocamento di valori mobiliari*, Napoli, 1989.
- EVANS A. D., *Do individual investors affect share price accuracy? Some preliminary evidence*, University of Michigan Law School, Working Paper, 2008, disponibile su [ssrn.com](http://ssrn.com)
- FACCI G., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, Bologna, 2009.
- FAMA E., *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, 25 *J. Fin.* 383 s (1970)
- FENGHI F., *Emissione di valori mobiliari e diritto all'informazione*, in *Riv. soc.*, 1983, 478 ss.
- FERRAN E., *Building an EU securities market*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.
- FERRARINI G., *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, in *BBTC*, 1982, I, 234 ss.
- FERRARINI G., *La responsabilità da prospetto*, Giuffrè, Milano, 1986.
- FERRARINI G., *Prospetti informativi e ricorso al mercato dei capitali*, in *Poteri dell'imprenditore e diritto all'informazione nella gestione dell'impresa* a cura di P. Verrucoli, Giuffrè, Milano, 1987, 315 ss.
- FERRARINI G., *Il carattere "pubblico" della sollecitazione del risparmio*, in *Giur. comm.*, I, 1990, 1013

- FERRARINI G., *La direttiva comunitaria sul prospetto di offerta pubblica*, in *BBTC*, 1990, I, 827 ss.
- FERRARINI G., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle s.p.a.* a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10, t. 2, UTET, Torino, 1993, 3 ss.
- FERRARINI G. - RECINE F., *The MiFID and internalization*, in *Investor protection in Europe. Corporate law making, the MiFID and beyond* a cura di G. Ferrarini e E. Wymeersch, Oxford University Press, 2006, 235 s.
- FERRO LUZZI P., *Lezioni di diritto bancario*, vol. I, II ed., Giappichelli, Torino, 2004.
- FILANTI G., *Inesistenza e nullità del negozio giuridico*, Napoli, 1983.
- FILANTI G., *Nullità I) Diritto civile*, in *Enc. Giur.*, vol. XXI, Treccani, Roma, 1990.
- FINNERTY J.D., *The impact of transfer restrictions on stock prices*, Fordham U. Working Paper (2002) disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- FISHER BLACK, *Noise*, 41 *J. Fin.* 529 (1986)
- FLETCHER, *Sophisticated investors under the federal securities law*, 1988 *Duke L. J.* 1081
- FORESTIERI G. (a cura di), *Corporate e investment banking*, II ed., Egea, Milano, 2003.
- FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2008.
- FOX M., *Civil liability and mandatory disclosure*, 109 *Col. L. Rev.* (2009)
- FOX M., *Company registration and the private placement exemption*, in 51 *Case Western Reserve L. Rev.* 455 (2001).
- FOX M.-MORCK R.-YEUNG B.-DURNEV A., *Law, share price accuracy, and economic performance: the new evidence*, 102 *Mich. L. Rev.* 331 (2004)
- FRIENDLY H.J., *The federal administrative agencies: the need for better definition of standards*, 75 *Harv. L. Rev.* 863 (1962)
- GABRIELLI E., *Il contenuto e l'oggetto*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, *I contratti in generale* a cura di E. Gabrielli, t. I, UTET, Torino, 1999, 633 s.
- GABRIELLI E., *Il consumatore e il professionista*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, *I contratti dei consumatori* a cura di E. Gabrielli e E. Minervini, t. I, UTET, Torino, 2005, 5 ss.
- GADINIS S., *Market structure for institutional investors: comparing the U.S. And the E.U. Regimes*, 3 *Va. L. & Bus. Rev.* 311 (2008)
- GALGANO F., *Alla ricerca delle sanzioni civili indirette*, in *Cel*, 1987, 531 ss.
- GALGANO F., *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Cel*, 2005, 889 s.
- GALGANO F., *L'inadempimento ai doveri dell'intermediario non è, dunque, causa di nullità virtuale*, in *Cel*, 2006, 579 ss.

- GALGANO F.-ZORZI N., *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in  *Mercato finanziario e tutela del risparmio* a cura di F. Galgano e G. Visintini. *Trattato di dir. comm. e dir. pub. econ.*, vol. XL, Cedam, Padova, 2006, 63 ss.
- GALGANO F., *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Cel*, 2008, 1 s.
- GALLETTI D., *Cartolarizzazione dei crediti*, in *Enc. Dir. Annali*, 2008, 205 s.
- GANOR M., *Improving the legal environment for start-up financing by rationalizing rule 144*, in 33 *Wm. Mitchell L. Rev.* 1447 (2007)
- GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, XI ed., ESI, Napoli, 2004.
- GENTILI A., *Le invalidità*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, *I contratti in generale* a cura di E. Gabrielli, t. II, UTET, Torino, 1999, 1257 s.
- GENTILI A., *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss.
- GERANIO M. - ZANOTTI G., *Le operazioni sul mercato del debito: corporate bonds e prestiti sindacati*, in FORESTIERI G. (a cura di), *Corporate e investment banking*, II ed., Egea, Milano, 2003, 239 s.
- GILSON R., *Drafting an effective green mail prohibition*, 88 *Colum. L. Rev.* 329 (1988)
- GILSON R. J.- KRAAKMAN R., *The mechanisms of market efficiency*, 70 *Va. L. Rev.* 549 (1984)
- GILSON R. J. – KRAAKMAN R., *The mechanisms of market efficiency twenty years later: the hindsight bias*, 28 *Iowa J. Corp. L.* 715 (2003)
- GIOIA G., *Nuove nullità relative e tutela del contraente debole*, in *Cel*, 1999, 1332 ss.
- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008.
- GNANI A., *Contrarietà a buona fede e invalidità del contratto: spunti ricostruttivi*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, 435 s.
- GOBBO G., *Internalizzazione sistematica: problemi e risposte nella disciplina MIFID*, in *BIS*, 2008, 141 s.
- GORDON J. N – KORNHAUSER L.A., *Efficient markets, costly information, and securities research*, 60 *N.Y.U. L. Rev.* 761 (1985)
- GOSHEN Z. – PARCHOMOVSKY G., *The essential role of securities regulation*, 55 *Duke L. J.* 711 (2006)
- GRECO G., *sub art. 11*, in *Tutela del risparmio* commentario a cura di A. Nigro e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 2007, 124 ss.
- GROSSMAN S.-STIGLITZ G., *On the impossibility of informationally efficient markets*, 70 *Am. Econ. Rev.*, 1980, 393 s.
- GUASTINI R., *Teoria e dogmatica delle fonti*, in *Trattato di dir. civ. e comm.* già diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni, vol. I, t. 1, Giuffrè, Milano,

- 1998.
- GUGLIOTTA G., *sub art. 205*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario* a cura di C. Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, 1112 e s.
- GUIISO L- SAPIENZA P. - ZINGALES L., *Trusting the stock market*, ECGI Finance working paper n. 170/2007.
- HART. H.L., *Il concetto di diritto*, trad. it. a cura di M. Cattaneo, II ed., Einaudi, Torino, 1965
- HAZEN T.L., *The law of securities regulation*, V ed., Thomson-West, St. Paul, MN, 2006.
- HERTZEL M. – SMITH R.L., *Market discounts and shareholder gains for placing equity privately*, 1993 *J. Fin.* 459
- HOPT K.J., *Le banche nel mercato dei capitali*, (trad. it. a cura di C. Honorati), Giuffrè, Milano, 1995.
- HOWELL B.J, *SEC Rule 144A and the global market*, 7 *Asper Rev. Int'l Bus. & Trade L.* 199 (2007)
- HU H., *Faith and magic: investor beliefs and government neutrality*, 78 *Tex L. Rev.* 777 (2000)
- IRTI N., *La nullità come sanzione civile*, in *Cel*, 1987, 541 ss.
- IRTI N., *Risoluzione di contratto nullo?*, in *Foro pad.*, 1971, I, 741 ss.
- JANNARELLI A., *sub art. 94*, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di G. Alpa e F. Capriglione, t. II, Cedam, Padova, 1998, 886 ss.
- JENSEN M. C., *Eclipse of the public corporation*, *Harv. Bus. Rev.* (1989) disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- KAHAN M., *Securities laws and the social costs of "inaccurate" stock prices*, 41 *Duke L.J.* 977 (1992)
- KAPLOW L., *Rules versus standards: an economic analysis*, in 42 *Duke L. J.* 557 (1992)
- KOKKALENIOS V., *Note: Increasing United States investment in foreign securities: an evaluation of SEC Rule 144A*, 60 *Fordham L. Rev.* 179
- KOROBKIN R.B., *Behavioral analysis and legal form: rules v. standards revisited*, in 79 *Or. L. Rev.* 23 (2000)
- KRAAKMAN R. – DAVIES P. – HANSMANN H. – HERTIG G. – HOPT K. – KANDA H. – ROCK E., *The anatomy of corporate law*, Oxford University Press, New York, NY, 2004.

- LANGEVOORT D.C., *Selling hope, selling risk: some lessons for law from behavioral economics about stockholders and sophisticated customers*, 84 *Cal L. Rev.* 627 (1996)
- LANGEVOORT D.C., *Taming the animal spirits of the stock markets: a behavioral approach to securities regulation*, 97 *Nw. U.L. Rev.* 135 (2002)
- LANGEVOORT D.C., *The SEC, retail investors, and the institutionalization of the securities markets*, 95 *Va. L. Rev.* 1025 (2009)
- LATHAM, *Informational efficiency and information sub sets*, 41 *J. Fin.* 39 (1986)
- LENER R., *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *BBTC*, 1997, I, 326 s.
- LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 1996.
- LENER R., *La gestione dei conflitti di interesse delle imprese di investimento fra il Tuf e la Mifid*, in Anolli M.-Banfi A., Presti G.- Rescigno M., *Banche, servizi d'investimento e conflitti di interesse*, Il Mulino, Bologna, 2008, 41 s.
- LIBONATI B., *sub art. 12*, in *commentario della l. 23 marzo 1983, n. 77* a cura di A. Maffei Alberti, in *NLCC*, 1984, 504 ss
- LOBUONO M., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, ESI, Napoli, 1999.
- LOKE A.F.H., *Removing the fog from the private offer exemption: from concept to safe harbors*, working paper disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- LONGSTAFF F.A., *How much can marketability affect security values?*, 50 *J. Fin.* 1767 (1995)
- LOSS L. – SELIGMAN J., *Securities Regulation*, III ed., 1989 disponibile su lexisnexis
- LUCCHESI F., *art. 3*, in *Codice del consumo. Commentario* a cura di G. Vettori, Cedam, Padova, 2007, 44 s.
- LUMINOSO A., *Mandato, Commissione, Spedizione*, in *Trattato di dir. civ. e dir. comm.* già diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni, Giuffrè, Milano, 1984.
- MACCHIAVELLO E., *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *Trattato della responsabilità contrattuale* diretto da G. Visintini, vol. II, *I singoli contratti. Applicazioni pratiche e disciplina specifica*, Cedam, Padova, 2009, 793 s.
- MACEY J. R. – MILLER G. R., *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, 42 *Stan. L. Rev.* 1059 (1990)
- MAGGIOLO M., *Inadempimento e oneri probatori*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, fascicolo 6 (numero speciale per il cinquantenario della rivista), 165 s.
- MANTOVANI M., *Le nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto* diretto da Roppo, vol. IV, *I rimedi*, t. 1, Giuffrè, Milano, 2006.

- MARCHETTI P., *Le offerte pubbliche di sottoscrizione e la legge 216*, in *Riv. soc.*, 1981, 1137 ss.
- MARCHETTI P., *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, 1
- MARCUCCI M. - PAPA E., *Commento alla l. 30 aprile 1999, n. 130 – Disciplina sulla cartolarizzazione dei crediti*, in Alpa G.-Zatti P. (a cura di), *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, t. 2, CEDAM, Padova, 2006, 443 s.
- MARTINA G., *La nuova disciplina del prospetto informativo: prime riflessioni*, in *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario* a cura di L. De Angelis e N. Rondinone, Giappichelli, Torino, 2008, 219 s.
- MARTORANO F., *Titoli di credito. Titoli non dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu e F. Messineo e da L. Mengoni continuato da P. Schlesinger, vol. XXXVIII, t. 1, Giuffrè, Milano, 2002.
- MENGGONI L., *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, 361 s.
- MENGGONI L., voce *Responsabilità contrattuale (dir. priv.)*, in *Enc. Dir.*, vol. XXXIX, Giuffrè, 1988, 1076 s.
- MERUSI F., *Democrazia e autorità indipendenti. Un romanzo «quasi» giallo*, il Mulino, Bologna, 2000.
- MIGNOLI A., *Un saluto alla nuova Consob*, in *Riv. soc.*, 1981, 240 ss.
- MINERVINI G., *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 5 ss.
- MITCHELL L.E., *Who needs the stock market? Part I: the empirical evidence*, working paper 2008 disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- MIOLA M., *sub art. 94*, in *Testo unico della finanza* commentario diretto da G.F. Campobasso, vol. II, UTET, Torino, 2002, 787 ss.
- MIOLA M. – PICARDI L., *sub art. 102*, in *Testo unico della finanza* commentario diretto da G.F. Campobasso, vol. II, UTET, Torino, 2002, 859 ss.
- MOLONEY N., *EC securities regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2002.
- MOLONEY N., *EC securities regulation*, II ed., Oxford University Press, Oxford, 2008.
- MONDINI P.F., *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione di servizi di investimento nell'ordinamento statunitense*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse* a cura di M. Anolli et. al., il Mulino, Bologna, 2007, 197 ss.
- MORERA U., *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, 77 ss.
- MOSCA C., *sub art. 102*, in *La disciplina delle società quotate* commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, vol. I, Giuffrè, Milano, 1999, 182 ss.

- MOTTI C., *sub art. 205*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di G. Alpa e F. Capriglione, t. III, Cedam, Padova, 1998, 1829 s.
- MOTTI C., *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. It.*, 2008, 1167 s.
- MYERS S.C. - MAJULF N.S., *Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have*, 13 *J. Fin. Econ.* 187 ss. (1984)
- NIGRO A., *La tutela del risparmio e l'efficienza del sistema: il ruolo delle banche*, in *Società*, 2005, 315 ss.
- NIGRO A. - SANTORO V. (a cura di), *La tutela del risparmio. Commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303*, Giappichelli, Torino, 2007.
- NINATTI S., *Iniziativa economica privata (libertà di)*, in *Dizionario di diritto pubblico* a cura di S. Cassese, vol. IV, Giuffrè, Milano, 2006, 3142 ss.
- NIRO R., *sub art. 41*, in *Commentario alla Costituzione* a cura di Bifulco, Celotto e Olivetti, vol. I, UTET, Torino, 2006, 846 ss.
- NIUTTA A., *L'abrogazione dell'art. 100, co. 1, lett. f) e le previsioni del nuovo art. 100 bis t.u.f. nella c.d. "legge sul risparmio" (l. 28 dicembre 2005, n. 262) e nel "correttivo" (d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303): una proposta di ricostruzione sistematica*, in *DBMF*, 2007, I, 11 ss.
- NUZZO M., *Negoziio illecito*, in *Enc. Giur.*, vol XX,
- ONADO M., *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta*, in *MCR*, 2003, 499 ss.
- ONADO M., *Mercati e intermediari finanziari*, il Mulino, Bologna, 2000.
- ORESTANO A., *L'offerta al pubblico*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, vol. I, *Formazione* a cura di C. Granelli, Giuffrè, Milano, 2006, 151 ss.
- PAGNONI E., *Negoziiazione e collocamento «riservato» come modelli alternativi di offerta di prodotti finanziari*, in *Società*, 2005, 157 s.
- PAGNONI E.- PROVIDENTI S., *La sollecitazione all'investimento e le offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *L'ordinamento finanziario italiano* a cura di F. Capriglione, vol. II, Cedam, Padova, 2005, 621 s.
- PARALUPI A., *Responsabilità civile da prospetto: informazione e danno ingiusto*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 565 s.
- PARDOLESI R. – A.M.P. – PORTOLANO A., *Latte, lacrime (da coccodrillo) e sangue (dei risparmiatori)*, in *MCR*, 2004, 193 ss.
- PARRELLA F., *La relazione di servizio con il cliente nell'attività distributiva: collocamen-*

- to e consulenza, in *DBMF*, 2008, I, 731 s.
- PARTNOY F., *Why markets crash and what law can do about it*, 61 *U. Pitt. L. Rev.* 741 (2000)
- PASSAGNOLI G., *Nullità speciali*, Giuffrè, Milano, 1995.
- PASSAGNOLI G., *Il contratto illecito*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, vol. II, *Regolamento* a cura di G. Vettori, Giuffrè, Milano, 2006, 437 s.
- PAVONE LA ROSA A., *La cambiale*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni, vol. XXXIX, t. 1, II ed., Giuffrè, Milano, 1994.
- PEDERZINI E., *sub art. 100*, in *Testo unico della finanza*. Commentario diretto da G.F. Campobasso, vol. II, UTET, Torino, 2002, 840 ss.
- PELLEGRINI M., *La circolazione dei prodotti finanziari*, in *La nuova legge sul risparmio* a cura di F. Capriglione, Cedam, Padova, 2006, 339 ss.
- PELLEGRINI M., *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*. Profili definitivi, CEDAM, Padova, 2007.
- PERRONE A., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003.
- PERRONE A., *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *BBTC*, 2005, I, 372 ss
- PERRONE A., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, 1012 ss.
- PERRONE A., *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o « copertura assicurativa » per l'investimento sfortunato?*, in *BIS*, 2008, 389 s.
- PICARDI L., *sub art. 205*, in *Testo unico della finanza*. Commentario diretto da G.F. Campobasso, t. III, UTET, Torino, 2002, 1580 s.
- PICARDI L., *sub art. 99*, in *Testo unico della finanza*. Commentario diretto da G.F. Campobasso, t. I, UTET, Torino, 2002, 837 s.
- PICARDI L., *Vendita alla clientela di euroobbligazioni collocate presso investitori istituzionali*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 699 ss
- PINARDI C.M. (a cura di), *Il mercato dei Corporate Bond in Italia. Problematiche e prospettive*, Egea, Milano, 2003.
- PINARDI C.M., *Dimensione delle imprese, Basilea II ed emissioni obbligazionarie in Italia*, in PINARDI C.M. (a cura di), *Il mercato dei Corporate Bond in Italia. Problematiche e prospettive*, Egea, Milano, 2003, 1 s.
- PISANI MASSAMORMILE A., *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *BBTC*, 2005, I, 760 s.
- PORTALE G.B., *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *BBTC*, 1982, I, 3 ss.
- PREITE D., *In tema di sollecitazione al pubblico risparmio*, in *Giur. comm.*, 1986, II,

217 ss.

PRESTI G. – RESCIGNO M., *Corso di diritto commerciale*, vol. unico, Zanichelli, Bologna, 2007.

PUGLIATTI S., *Autoresponsabilità*, in *Enc. Dir.*, IV, Giuffrè, Milano, 1959, 452 s.

RABITTI M., *Contratto illecito e norma penale*, Giuffrè, Milano, 2004.

REALMONTE F., *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *BBTC*, 1994, I, 617 ss.

RESCIGNO M., *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, in *AGE*, 2009, 145 s.

RESCIGNO M., *La nuova disciplina della dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *BBTC*, 1999, I, 212 s.

RESCIGNO P., *sub art. 1*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di G. Alpa e F. Capriglione, vol. I, Cedam, Padova, 1998, 1 ss.

ROMANO R., *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 *Yale L.J.* 2359 (1998)

ROMAGNOLI G., *Servizi d'investimento, adempimenti informativi dell'intermediario e tutela del consumatore*, in *NGCC*, 2006, I, 783 s.

ROPPO V., *Offerta al pubblico di valori mobiliari e tecniche civilistiche di protezione dei risparmiatori-investitori*, in *Giur. it.*, 1983, IV, 204 ss.

ROPPO V., *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato* a cura di G. Iudica e P. Zatti, Giuffrè, Milano, 2001.

ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio* a cura di F. Galgano e G. Visintini, nel *Trattato di dir. comm. e dir. pubb. econ.* Diretto da F. Galgano, vol. XLIII, Cedam, Padova, 2006, 133 s.

ROPPO V., *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 2008, 536 s.

ROSE-ACKERMAN S., *Inalienability and the theory of property rights*, in 85 *Colum. L. Rev.* 931 (1985)

ROSSI G., *Offerta al pubblico di titoli, controlli e strutture del mercato*, in *Riv. soc.*, 1985, 5 ss.

ROSSI G., *I mercati dell'investimento tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 1991, 963 s.

ROSSI G., *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 1 s.

ROSSI M.G., *Correttezza precontrattuale e sollecitazione all'investimento*, ESI, Napoli, 2007.

- SACCHI R., *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto delle società* a cura di P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 2, UTET, Torino, 2006, 133 s.
- SACCO R.- DE NOVA G., *Il contratto*, III ed., t. 2, UTET, Torino, 2004.
- SALANITRO U., *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, in *NGCC*, 2008, I, 445 s.
- SANGIOVANNI V., *Sollecitazione all'investimento, nullità del contratto e frode alla legge*, in *Giur. mer.*, 2006, 1389 s.
- SANGIOVANNI V., *Circolazione dei prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100bis Tuf*, in *Società*, 2006, 1357
- SANGIOVANNI V., *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in *Danno e Resp.*, 2008, 965 s.
- SANGIOVANNI V., *Circolazione dei prodotti finanziari e offerta al pubblico nell'art. 100 bis TUF*, in *Giur. it.*, 2008, 2889 s.
- SANTAGATA C., *Mandato. Disposizioni generali*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Zanichelli-II foro italiano, Bologna-Roma, 1985.
- SANTILLAN J. - BAYLE M. - THYGESEN C., *The impact of euro on money and bond markets*, BCE Occasional Paper, luglio 2000.
- SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, Milano, 2004.
- SCALISI V., *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 180 ss.
- SCHLAG P., *Rules and standards*, in 33 *UCLA L. Rev.* 379 (1985)
- SCHWIEGER E., *Redefining the private placement market after Sarbanes-Oxley: NASDAQ's PORTAL and rule 144a*, 57 *Cath. U.L. Rev.* 885 (2008)
- SCIARRONE ALIBRANDI A., *La "consulenza in materia di investimenti": profili di novità della fattispecie*, in *L'attuazione della direttiva MIFID* a cura di L. Frediani e V. Santoro, Giuffrè, Milano, 2009, 73 ss.
- SCIMEMI E., *La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 698 ss.
- SCIMEMI E., *Il nuovo diritto europeo degli strumenti finanziari*, in *NGCC*, 2005, II, 394 ss.
- SCOGNAMIGLIO C., *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, vol. II, *Il regolamento* a cura di G. Vettori, Giuffrè, Milano, 2006, 83 ss.
- SCOGNAMIGLIO C., *Regole di validità e di comportamento: i principi ed i rimedi*, in *Europa e dir. priv.*, 2008, 599 ss.
- SCORZA G., *I consorzi bancari di collocamento titoli*, in *Le operazioni bancarie* a cura di G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 1978, 1127 ss.

- SCOTT H.S., *International finance: transactions, policy, and regulation*, 15th ed., Foundation Press, New York, 2008.
- SEIDMAN L.A., *SEC Rule 144A: the rule heard round the globe or the sound of silence?*, in *47 Bus. Law.* 333 (1991)
- SEVERI C., *La tutela degli investitori nella cartolarizzazione dei crediti*, Giuffrè, Milano, 2007.
- SHAVELL S., *The fundamental divergence between the private and the social motive to use the legal system*, in *26 J. Legal Stud.* 581 s. (1997)
- SHLEIFER A., *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance*, Oxford University Press, London, 2000.
- SCHNEIDER H. - HAAG H., *Retail cascading in Germany – a model for revision of the PD?*, in *Capital Markets L. J.*, 2007, 370 ss.
- SILBER W.L., *Discounts on restricted stock: the impact of illiquidity on stock prices*, *47 Financial Analyst Journal* 60 (1991)
- SJOSTROM JR. W.K., *Relaxing the ban: it's time to allow general solicitation and advertising in exempt offerings*, *32 Fla. St. U.L. Rev.* 1 (2004)
- SJOSTROM JR. W.K., *The birth of rule 144A equity offerings*, *56 UCLA L. Rev.* 409 (2008)
- SNYDER M.J., *Rule 144 – From lawyers to matematicians*, *40 Tenn. L. Rev.* 399 (1973)
- SODERQUIST L.D. – GABALDON T.A., *Securities Law*, II ed., Foundation Press, New York, N.Y., 2004
- SPADA P., *Opposizione alla registrazione del marchio e nullità relativa*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 5 ss.
- SPADA P., *La circolazione della « ricchezza assente » alla fine del millennio (riflessioni sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)*, in *BBTC*, 1999, I, 407 ss.
- SPADA P., *L'efficacia del consenso traslativo nella circolazione dei titoli azionari: proposte per ripensare ad un problema*, in *Il contratto. Silloge in onore di Giorgio Oppo*, vol. II, Cedam, Padova, 1992, 465 ss.
- SPAVENTA L., *La protezione dell'investitore: teorie, misura e pratica*, in *Riv. it. Economisti*, 2005, 459 s.
- STANCA L., *Imprese italiane e ricorso al mercato del debito: i corporate bonds*, in PINARDI C.M. (a cura di), *Il mercato dei Corporate Bond in Italia. Problematiche e prospettive*, Egea, Milano, 2003, 123 s.
- STEINBERG M.I -KEMPLER J.P., *The application and effectiveness of SEC rule 144*, *49 Ohio St. L.J.* 473 (1988)
- STOUT L. A., *The unimportance of being efficient: an economic analysis of stock mar-*

- ket pricing and securities regulation*, 87 *Mich. L. Rev.* 613 (1988)
- STOUT L.A., *The mechanism of market inefficiency*, 28 *J. Corp. L.* 635 (2003)
- Stout L. A., *The investor confidence game*, working paper disponibile su [ssrn.com](http://ssrn.com) 68 *Brooklyn Law Review* 407-37 (2002)
- Stout L. A., *Trust behavior: the essential foundation of securities markets*, working paper disponibile su [ssrn.com](http://ssrn.com) (2009)
- SUNSTEIN C. R. – THALER R. H., *Nudge*, Penguin, London, 2009.
- TAYLOR E., *Teaching an old law new tricks: rethinking section 16*, 39 *Ariz. L. Rev.* 1315 (1997)
- TOMMASINI, voce *Nullità (dir. priv.)*, in *Enc. Dir.*, vol. XXVIII, Giuffrè, Milano, 1978, 866 ss.
- TONELLO M., *La semplificazione del linguaggio nella redazione dei prospetti informativi: la riforma del Plain English della U.S. Securities and Exchange Commission*, in *Cel*, 2000, 176 s.
- TRIMARCHI P., *Interesse positivo e interesse negativo nella risoluzione del contratto per inadempimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 637 s.
- VENTORUZZO M., *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Egea, Milano, 2003.
- VERDERIO M., *I fondi riservati*, in *Aa. Vv., I contratti del mercato finanziario* a cura di E. Gabrielli e R. Lener, v. II, UTET, Torino, 2004, 703 ss.
- VESPERINI G., *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare*, CEDAM, Padova, 1993.
- VIGLIONE R., *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *NLCC*, 2008, I, 43 ss.
- VIGLIONE R., *Nullità e risarcimento del danno nell'art. 100 bis T.U.F.: quale tutela per l'investitore non professionale?*, in *Cel*, 2008, 55 ss.
- VILLA G., *Contratto e violazione di norme imperative*, Giuffrè, Milano, 1993.
- VILLA G., *Danno e risarcimento contrattuale*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, vol. V, *Rimedi*, t. 2, Giuffrè, Milano, 2006, 753 s.
- VILLATA F.C., *Gli strumenti finanziari nel diritto internazionale privato*, CEDAM, Padova, 2008.
- WALLMAN REPORT SEC, *Securities and Exchange Commission, Report of the Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Processes, Fed Sec L Rep (CCH) No 1726* (Aug 5, 1996)
- WHEAT REPORT SEC, SEC, *Disclosure to investors – Report and recommendations to*

*the securities and exchange commission from the disclosure policy study* (1969)  
 WINTER R.K., *On "protecting the ordinary investor"*, 63 Wash. L. Rev. 881 (1988)  
 WRUCK K.H., *Equity ownership concentration and firm value, evidence from private equity financings*, 23 *J. Fin. Econ.* 3 (1989)

ZINGALES L., *The future of securities regulation, working paper* disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) (2009)

ZUCHELLI D., *Il mercato primario dei titoli di debito privati*, in *I mercati dei titoli di debito privati* a cura di Banfi e Onado, ISEDI, Torino, 2004, 69 s.

ZUCHELLI D., *Il mercato secondario dei titoli di debito privati*, in *I mercati dei titoli di debito privati* a cura di Banfi e Onado, ISEDI, Torino, 2004, 142 s.

#### *Giurisprudenza U.S.A.*

Ackerberg v. Johnson, 892 F.2d 1328 (8<sup>th</sup> Cir. 1989)

Affiliated Ute Citizens v. U.S., 406 U.S. 128 (1972)

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)

Butler v. Phlo Corp., 2001, U.S. Dist. LEXIS 10809 (S.D.N.Y)

G. Eugene England Foundation v. First Federal Corp., 663 F.2d 988 (1973)

Geiger v. SEC, 363 F.3d 481 (9<sup>th</sup> Cir 2004)

Gilligan, Will & Co. v. SEC, 267 F.2d 461 (2d Cir. 1959) cert. Denied 361 US 896 (1959)

Doran v. Petroleum Corp., 545 F.2d 893 (5<sup>th</sup> Cir. 1975)

Hill York Corp. v. American Int. Franchises Inc., 448 F.2d 680 (5<sup>th</sup> Cir. 1971)

Lawler v. Gilliam, 569 F.2d 1283 (4<sup>th</sup> cir. 1978)

Leitman v. VTR Inc., 1970 U.S. Dist. LEXIS 11110 (SDNY 1970)

Mark v. FSC Securities Corp., 870 F.2d 331 (6<sup>th</sup> Cir. 1989)

Netwolves Corp. v. Sullivan, 2001 US Dist LEXIS 5905 (SDNY 2001)

Neuwirth Investment Fund, Ltd. v. Swanton, 422 F. Supp. 1187 (S.D.N.Y. 1975)

Peck v. Pac. CMA, Inc., 2007 U.S. Dist. LEXIS 40435 (DC Colo. 2007)

Pennaluna & Co. v. SEC, 410 F. 2d 861 (9<sup>th</sup> Cir 1969)

Pinter v. Dahl, 108 *St. Ct.* 2063; 486 U.S. 622 (1988)

Quinn v. SEC, 452 F 2d 943 (10<sup>th</sup> Cir. 1971)

SEC v. Chinese Consolidated Benevolent Association, 120 F. 2d 738 (2d Cir 1941) cert. denied 314 US 618

SEC v. Guild Films Co., 279 F.2d 485 (2d Cir. 1960) cert. Denied 364 US 819 (1960)

SEC v. Lybrand, 200 F.Supp. 2d 384 (SDNY 2002)

SEC v. Stanwood Oil Corp., 516 F. Supp. 1181, 1184 (W.D.Pa 1981)  
 SEC v. Continental Tobacco, 463 F.2d 137 (5<sup>th</sup> Cir. 1972)  
 SEC. v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953)  
 U.S. v. Sherwood, 175 F. Supp. 480 (SDNY 1959)  
 U.S. v. Hill, 298 F. Supp. 1221 (D. Conn. 1969)  
 Vohs v. Dickinson, 495 F.2d 607 (5th Cir. 1974)

### *Provvedimenti SEC*

In re Carl M. Loeb, Rhoades & Co., 38 S.E.C. 843 (1959)  
 CommScan LLC, SEC No Action Letter, 1999 WL 46707 (Feb 3, 1999)  
 Communicator Inc., SEC No Action Letter, 2002 WL 31626913 (Sept. 20, 2002)  
<http://sec.gov/divisions/corpfm/cf-noaction/communicat092002.htm>  
 Radiation Materials Co. (SEC No action letter available Sept. 18, 1972)  
 Exchange Act Release No. 27018 (July 11, 1989), 54 FR 30087,  
 Exchange Act Release No. 27956, 1990 SEC LEXIS 815 (1990) (PORTAL)  
 Exchange Act Release No. 56172, 2007 SEC LEXIS 1714 (2007) (PORTAL II)  
 Securities Act Release No. 285, 1935 SEC LEXIS 485 (Jan. 24, 1935)  
 Securities Act Release No. 3,884 (Oct. 8, 1957)  
 Securities Act Release no. 4552 (1962)  
 Securities Act Release No. 5223, 1972 SEC LEXIS 49 (1972)  
 Securities Act Release No. 5,180 (Aug. 16, 1971)  
 Securities Act Release No. 5306 (26 sept 1972)  
 Securities Act Release no. 5487, 4 SEC Dock 154 (1974)  
 Securities Act Release no. 5560, 6 SEC Dock 132 (1975)  
 Securities Act Release no. 6180, 19 SEC Dock 295 (1980)  
 Securities Act Release no. 6339, 23 SEC Dock 446 (1981)  
 Securities Act Release no. 6389, 24 SEC Dock 1186 (1982)  
 Securities Act Release No. 6806, 53 FR 44016 (Oct. 25, 1988)  
 Securities Act Release No. 6862, 55 FR 17933; 1990 SEC LEXIS 739  
 (Apr. 23 1990)  
 Securities Act Release No. 8813, 2007 SEC LEXIS 1350 (2007)  
 Securities Act Release No. 8828 (August 3, 2007)  
 Securities Act Release No. 8869, 72 FR 71546

### Giurisprudenza comunitaria

Corte di Giustizia delle Comunità Europee, causa C-356/00

Corte di Giustizia delle Comunità Europee, sentenza 17 luglio 1998, causa C-291/1996, in *Foro it.*, 1999, IV, 129 s.

*Giurisprudenza italiana*

Corte Cost., 22 novembre 2002, n. 469, in *Rass. dir. civ.*, 2003, 967 s.

Corte Cost., sentenza n. 143 27 luglio 1982, in *Giur. cost.*, 1982, 1256

Corte Cost., sentenza n. 143 4 maggio 1995, in *Giur. cost.*, 1995, 1219

Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *Danno e resp.*, 2009, 1067 con nota di V. SANGIOVANNI

Cass., ss. uu., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *Danno e resp.*, 2008, 525 s. con nota di V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf e di F. BONACCORSI, Le sezioni unite e la responsabilità degli intermediari finanziari*; in *NGCC*, I, 432 s. con nota di U. SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*

Cass. (ord.), 16 febbraio 2007, n. 3683, in *NGCC*, 2007, I, 999 s. con nota di U. SALANITRO, *Violazione delle norme di condotta nei contratti di intermediazione finanziaria e tecniche di tutela degli investitori: la prima sezione della cassazione non decide e rinvia alle sezioni unite*; e in *Corr. Giur.*, 2007, 635 s. con nota di V. MARICONDA, *Regole di comportamento nelle trattative e nullità del contratto: la criticabile ordinanza di rimessione alle sezioni unite*

Cass. 6 ottobre 2006, n. 21632

Cass. Sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Foro it.*, 2002, I, 769 s. con nota di P. LAGHEZZA, *Inadempimenti ed onere della prova: le sezioni unite e la difficile arte del rammendo*; in *Contratti*, 2002, 113 s. con nota di U. CARNEVALI, *Inadempimento e onere della prova*; in *CG*, 2001, 1565 s. con nota di V. MARICONDA, *Inadempimento ed onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*; in *NGCC*, 2002, I, 349 s. con nota di B. MEOLI, *Risoluzione per inadempimento ed onere della prova*

Cass. 6 aprile 2001, n. 5114, in *Corr. Giur.*, 2001, 1062 s. con nota di V. MARICONDA e in *Foro it.*, 2001, I, 2185 con nota di E. FILOGRANA, « *Swaps* » *abusivi: profili di invalidità e responsabilità precontrattuale*

Cass. 15 marzo 2001, n. 3753 in *Giur. it.*, 2001, 2083 s. con nota di G. FAUCEGLIA, *Brevi note sulla nullità dei contratti aventi ad oggetto valori mobiliari da parte di società non iscritte all'albo*

Cass. 7 marzo 2001, in *Giust. Civ.*, 2001, I, 2109

Cass 2 aprile 1997 n. 2857, in *Giust. Civ.*, 1997, I, 2459 con nota di VIDIRI, *Sulla rile-*

*vabilità d'ufficio della nullità del contratto*

- Cass. 11 marzo 1988 n. 2398, in *Foro it.*, 1989, I, 1936
- App. Milano, 2 febbraio 1990, in *Giur. comm.*, 1990, II, 755
- Trib. Mi, 11 gennaio 1988, in *NGCC*, 1988, I, 499 ss. e in *Giur. comm.*, 1988, 585 con nota di FERRARINI
- Trib. Torino, 19 dicembre 1989, in *Riv. dir. comm.*, 1991, II, 73 e s. con nota di CHIAPPETTA F., *I contratti d'investimento, la violazione della disciplina sulla sollecitazione del pubblico risparmio ed il problema della nullità c.d. virtuale*
- Trib. Mantova 18 marzo 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, 698 ss. con nota di E. SCIMEMI, *La prima sentenza italiana sulla vendita di Tango bonds*
- Trib. Roma 8 ottobre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, 699 ss con nota di L. PICARDI, *Vendita alla clientela di euroobbligazioni collocate presso investitori istituzionali*
- Trib. Monza 16 dicembre 2004, in *BBTC*, 2006, II, 498 e s. con nota di LUCKACKS F., *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*
- Trib. Milano 9 marzo 2005, in *NGCC*, 2006, I, 768 con nota di G. ROMAGNOLI, *Servizi d'investimento, adempimenti informativi dell'intermediario e tutela del consumatore*
- Trib. Roma 11 marzo 2005, in *ilcaso.it*, I, 83
- Trib. Trani 7 giugno 2005, in *NGCC*, 2006, I, 769 con nota di G. ROMAGNOLI, *Servizi d'investimento, adempimenti informativi dell'intermediario e tutela del consumatore*
- Trib. Milano 25 luglio 2005, in *Contratti*, 2006, 460 con nota di E. BATTELLI e in *NGCC*, 2006, I, 593 con nota di M. DELLACASA, *Negoziazione di titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato?*
- Trib. Milano, 9 novembre 2005, in *ilcaso.it*, I, 213
- Trib. Milano 2 marzo 2006, in *ilcaso.it*, sez. I, 259
- Trib. Milano 20 marzo 2006, in *Danno e resp.*, 2006, 876 e in *Giur.it.*, 2006, 2321 con nota di B. PETRAZZINI, *Ancora sulla responsabilità degli intermediari: un profilo particolare*; in *Giur. mer.*, 2006, 1385 con nota di V. SANGIOVANNI, *Sollecitazione all'investimento, nullità del contratto e frode alla legge*
- Trib. Bergamo 26 giugno 2006, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Catania, 23 gennaio 2007, in *ilcaso.it*, I, 461
- Trib. Catania 8 febbraio 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Parma 7 marzo 2007, in *ilcaso.it*, I, 1213
- Trib. Torino, 8 maggio 2007, in *ilcaso.it*, I, 558
- Trib. Torre Annunziata 27 giugno 2007 (data pronuncia), in *ilcaso.it*, I, 986

- Trib. Modena 10 gennaio 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
- Trib. Venezia, 28 febbraio 2008, in *Contratti*, 2008, 555 ss. Con nota di D. MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*
- Trib. Milano 3 giugno 2008, in *BBTC*, 2009, II, 441 ss. con nota di F. ACCETTELLA, *Rivendita di obbligazioni collocate presso investitori professionali in assenza di prospetto informativo*
- Trib. Milano 14 febbraio 2009, in *Contratti*, 2009, 437 ss. con commento di C. Romeo
- Pretura di Roma, 8 maggio 1984 e Trib. Torino, 14 maggio 1985, in *Giur. comm.*, 1986, II, 217 ss. con nota di PREITE D., *In tema di sollecitazione al pubblico risparmio*
- App. Milano, 2 febbraio 1990, in *Giur. comm.*, 1990, II, 755

#### *Provvedimenti e documenti Consob*

- Comunicazione n. 7/86/13923 del 3 settembre 1986, in *Riv. soc.*, 1986, 633
- Comunicazione n. 89003574 del 13 luglio 1989 e Comunicazione n. 89003651 del 18 luglio 1989 entrambe in *Riv. soc.*, 1989, 1380
- Comunicazione n. 9004510 del 31 luglio 1990, in *Riv. soc.*, 1990, 1056
- Comunicazione n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997
- Esiti della Consultazione "Disposizioni attuative dell'art. 205 del TUF" del 1 dicembre 2008

#### *Provvedimenti e documenti Banca d'Italia*

- Banca d'Italia, Bollettino Economico, n. 34, marzo 2000
- Banca d'Italia, Bollettino Economico, n. 37, ottobre 2001
- BANCA D'ITALIA (Servizio Studi e Servizi della Vigilanza), *Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane*, in *Boll. Econ.*, n. 41, novembre 2003.

#### *Documenti*

- Circolare Assonime n. 86/1986, in *Riv. soc.*, 1986, 659 ss.
- Circolare Assonime n. 107/1986, in *Riv. soc.*, 1986, 634 ss.
- Circolare Assonime n. 12/2006, in *Riv. soc.*, 2006, 445 s.
- Commissione CE, Consultation on a draft proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trad-

- ing and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, January 2009, in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/prospectus\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/prospectus_en.htm) ;
- Commissione CE, Background Document Review of Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Prospectus Directive), January 2009, in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/prospectus\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/prospectus_en.htm).
- Commissione Europea, Commission staff working document. Executive summary to the impact assessment report
- European Commission, Internal Market and Services DG, Financial Services Policy and Financial Markets, Securities Markets, Bruxelles, MARKT/G3/WG D (2005) 3<sup>rd</sup> Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 Summary Record
- Lamfalussy A. et al., Initial report of the committee of wise men on the regulation of european securities markets, November 2000
- Lamfalussy A. et al., Final report of the committee of wise men on the regulation of european securities markets, February 2001