

Andrea Belotti

LA RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO



G. Giappichelli Editore

PRESENTAZIONE

Non molto tempo addietro¹ ho avuto occasione di sottolineare come la tematica degli obblighi informativi correlati alla formazione dell'accordo contrattuale sia venuta prepotentemente emergendo solo in tempi relativamente recenti; in buona sostanza, in concomitanza con tre distinte circostanze: (i) l'esplosione della normativa di derivazione comunitaria in tema di contratti del consumatore, informata – come noto – al generale principio secondo cui “ai consumatori (...) sono riconosciuti come fondamentali i diritti (...) ad una adeguata informazione” (così si esprime l'art. 2, comma 2, lett. c), cod. cons.); (ii) il proliferare di normative di settore a tutela di talune categorie di contraenti ritenute particolarmente esposte ai rischi correlati a quella che viene ormai comunemente definita come “asimmetria informativa” (si pensi, ad es., alla disciplina speciale dei contratti di intermediazione finanziaria: d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, t.u.f.; dei contratti bancari: artt. 115 ss., d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385, t.u.b.; dei contratti di assicurazione: art. 120, d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, cod. assic.; dei contratti di affiliazione commerciale: artt. 4 e 6, legge 6 maggio 2004, n. 129; ecc.); (iii) il sempre più ampio ricorso, da parte delle nostre corti, alle c.d. “clausole generali”: “correttezza”, “buona fede”, “diligenza”, “meritevolezza”, “illecito”, ecc.

Quanto ai contratti c.d. “di diritto comune” – quelli, cioè, disciplinati in via esclusiva dal codice civile – relativamente agli obblighi informativi gravanti sulle parti, le nostre Corti sono passate dall'affermazione di una loro rilevanza del tutto marginale e sul solo piano della responsabilità precontrattuale, in buona sostanza riconosciuta solo nel caso in cui non si fosse addivenuti ad un contratto valido – in buona sostanza, esclusivamente: a) in ipotesi di omessa informazione in ordine alla presenza di una causa di invalidità del contratto, senza colpa ignorata dalla controparte; e b) in ipotesi di recesso ingiustificato da una trattativa affidante – all'affermazione di un obbligo risarcitorio anche in caso di perfezionamento di un contratto valido, ma che non sarebbe stato stipulato o sarebbe stato stipulato a condizioni diverse, ove una delle parti non avesse violato gli obblighi di lealtà e correttezza prenegoziale.

¹In *Gli obblighi informativi nella formazione dell'accordo contrattuale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 1200 ss.

A questo punto, è evidente che il vero nodo diveniva quello dell'individuazione delle informazioni che l'un contrattante è tenuto, in concreto, a fornire all'altro.

Al riguardo, la giurisprudenza di legittimità si arresta ad enunciazioni del tutto generiche, del tipo: "il principio di correttezza e buona fede (...) comporta (...) il dovere della parte di fornire alla controparte nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto (art. 1337 c.c.) ogni dato, conosciuto o conoscibile con l'ordinaria diligenza, che sia rilevante ai fini della stipulazione del contratto"².

E ben comprensibilmente.

Infatti il contenuto dell'obbligo informativo gravante sulle parti coinvolte in una trattativa contrattuale è inevitabilmente destinato a variare in relazione ad una molteplicità eterogenea di fattori: il tipo di operazione economica oggetto della negoziazione, la qualità personale e/o professionale dei soggetti in essa coinvolti, il grado di malizia che concretamente connota la condotta di uno dei contrattanti, l'autonoma accessibilità all'informazione da parte del soggetto che ne lamenta il difetto di comunicazione, l'onere di "autoinformazione" che variamente grava su ciascuna delle parti di un negoziato, ecc.

Significativamente la giurisprudenza non manca di rimarcare *expressis verbis* che "l'art. 1337 cod. civ. ha valore di *clausola generale*, il cui contenuto non può essere *predeterminato* in modo preciso"³.

Peraltro, l'impossibilità – oltre che l'inopportunità – che il legislatore precisi con soverchia puntualità il ventaglio di informazioni che l'una parte deve all'altra in sede di negoziazione è testimoniata dal fatto che anche i principi di diritto uniforme variamente elaborati in questi anni rimangono, sul punto, non meno vaghi di quanto non lo siano il disposto dell'art. 1337 c.c. italiano e le massime interpretative che ne ha tratto la nostra giurisprudenza⁴.

² Così, testualmente, Cass., 15 aprile 2016, n. 7545.

³ Così, testualmente, Cass., 26 aprile 2012, n. 6526 (corsivi aggiunti).

⁴ L'art. 7 del progetto di "Codice europeo dei contratti" elaborato dall'Accademia dei Giuristi Europei così recita: "[1] Nel corso delle trattative ogni parte ha il dovere di informare l'altra di ogni circostanza di fatto e di diritto, di cui sia o debba essere a conoscenza, che consenta a quest'ultima di rendersi conto della validità e convenienza del contratto. [2] In caso di omessa informazione o di dichiarazione falsa o reticente, se il contratto non è stato concluso o è affetto da nullità, la parte che ha agito in modo contrario a buona fede risponde nei confronti dell'altra nei limiti di cui al comma 4 dell'art. 6 [= "la parte che ha agito in modo contrario a buona fede è tenuta a risarcire all'altra parte il danno cagionato, nei limiti delle spese che questa ha dovuto effettuare durante le trattative in vista della stipulazione del contratto, nonché della perdita di altre consimili occasioni d'affari causata dalla pendenza delle trattative medesime"], mentre se il contratto è stato concluso, è tenuta alla restituzione del corrispettivo versato o al pagamento di una somma di denaro, a titolo di indennità, nella misura che il giudice ritenga conforme a equità, salvo il diritto della controparte di annullare il contratto per errore".

L'art. 2:301 dei "Principi di diritto europeo dei contratti", elaborati dalla c.d. Commissione

Nel medesimo senso pare deporre anche la recente riforma francese del diritto dei contratti, introdotta con *Ordonnance* n. 2016-131 del 10 febbraio 2016, che pure ha rotto il plurisecolare silenzio conservato, in punto di responsabilità precontrattuale, dalla versione originaria del *code Napoléon*.

Invero – dopo aver solennemente enunciato, con “*disposition*” testualmente definita come “*d’ordre public*” (art. 1104, comma 2, *code civil*), il principio secondo cui “*les contrats doivent être négociés*” e “*formés (...) de bonne foi*” (art. 1104, comma 1, *code civil*); ed aver poi ribadito che “*l’initiative*” e “*le déroulement (...) des négociations précontractuelles (...) doivent impérativement satisfaire aux exigences de la bonne foi*” (art. 1112, comma 1, *code civil*) – il testo riformato del *code* si limita, sul tema specifico degli obblighi informativi in sede di trattative prenegoziali, a statuire che “*celle des parties qui connaît une information dont l’importance est déterminante pour le consentement de l’autre doit l’en informer dès lors que, légitimement, cette dernière ignore cette information ou fait confiance à son co-contractant*” (art. 1112-1, comma 1, *code civil*), con la precisazione che “*les parties ne peuvent ni limiter, ni exclure ce devoir*” (art. 1112-1, comma 5, *code civil*). È ben vero che, quanto ai confini degli obblighi di informazione prenegoziale, il nuovo articolato del codice francese precisa altresì, da un lato, che “*ont une importance déterminante* – e sono, quindi, (il solo) oggetto di obbligo informativo – *les informations qui ont un lien direct et nécessaire avec le contenu du contrat ou la qualité des parties*” (art. 1112-1, comma 3, *code civil*) e, da altro lato, che “*néanmoins, ce devoir d’information ne porte pas sur l’estimation de la valeur de la prestation*” (art. 1112-1, comma 2, *code civil*); non è men vero tuttavia che si tratta pur sempre di indicazioni tutto sommato abbastanza elastiche, per non dire generiche⁵, per di più sostanzialmente già affermatesi nella giurisprudenza d’Oltralpe.

Tornando al diritto nazionale, occorre rilevare che – proprio in punto di determinazione del novero di informazioni che l’una parte deve concretamente fornire all’altra, affinché quest’ultima possa operare scelte consapevoli – più specifiche ed articolate indicazioni si rinvencono nelle norme consumeristiche ed in quelle di settore, cui si è fatto riferimento all’inizio.

Lando, così recita: “[2] la parte che ha condotto o ha interrotto le trattative in maniera contraria alla buona fede e alla correttezza è responsabile delle perdite cagionate all’altra parte”.

L’art. II-3:301 del “Progetto per un quadro comune europeo di riferimento – DCFR”, elaborato da un gruppo di esperti nominati dalla Commissione europea, recita: “[2] la persona che ha avviato trattative contrattuali ha il dovere di condurle secondo buona fede e correttezza e di non interromperle in maniera contraria a tali principi. Tale dovere non può essere escluso o limitato dal contratto. [3] La persona che viola tale dovere risponde di qualsiasi perdita causata all’altra parte dalla violazione”.

L’art. 2.1.15 dei “Principi dei contratti commerciali internazionali (principi Unidroit) 2016” così recita: “[2] la parte che ha condotto o interrotto le trattative in malafede è responsabile per le perdite cagionate all’altra parte”.

⁵ Di un “*devoir général di information*”, codificato dall’art. 1112-1 del *code*, parla anche il “*Rapport au Président de la République*”, che accompagna l’*Ordonnance*.

Di certo, siffatte indicazioni – proprio perché dettate con puntuale riferimento a determinate, particolari ipotesi, in cui il legislatore ritiene normale un'accentuata asimmetria informativa tra le parti – non possono trovare meccanica applicazione al di fuori di quello che è l'ambito operativo loro proprio.

Non è men vero, tuttavia, che – ove si convenga, come insegna Rodolfo Sacco – che “le sparse norme sull'obbligo di informazione ci offrono un termometro per misurare quale sia il grado di lealtà che l'ordinamento è propenso a pretendere, mediamente, all'inizio del XXI secolo”⁶ – vi è motivo di ritenere che dette indicazioni siano destinate a non esaurire la loro portata innovativa con riferimento ai soli rapporti relativamente ai quali sono state specificamente dettate. Come sembra testimoniare anche la nostra giurisprudenza, sempre più orientata a richiedere alle parti l'adempimento di obblighi informativi progressivamente sempre più ampi e pregnanti.

Parallelamente, obblighi sempre più ampi e pregnanti di correttezza informativa vengono dalle nostre Corti imposti anche a *terzi*, destinati ad essere – e rimanere – estranei al contratto eventualmente stipulato.

Invero – sulla scorta dell'ormai acquisita premessa che risarcibili in via extracontrattuale sono i pregiudizi derivanti dalla lesione di un qualsiasi interesse che, quand'anche non tutelato quale diritto soggettivo, risulti comunque protetto dall'ordinamento giuridico – la nostra giurisprudenza, sostanzialmente facendo leva sui principi sottesi al disposto degli artt. 1337 (obbligo di buona fede precontrattuale), 1398 (obbligo risarcitorio del *falsus procurator*) e 1434-1440 (rilevanza di violenza e dolo ai fini della validità del contratto) c.c., ha preso a qualificare come “tutelato dall'ordinamento giuridico” anche l'interesse dei consociati all'*autodeterminazione* nelle proprie scelte contrattuali: l'interesse, cioè, a non essere indotti da turbative esterne a concludere contratti che, senza di esse, non si sarebbero conclusi o si sarebbero conclusi a condizioni diverse; ovvero a non concludere contratti che, senza la turbativa esterna, si sarebbero invece conclusi.

Di qui l'affermazione della responsabilità extracontrattuale: *a*) degli amministratori (*ex art. 2395 c.c.*) che – attraverso la predisposizione di bilanci contenenti indicazioni non veritiere – abbiano determinato terzi od anche soci all'acquisto, poi rivelatosi infausto, di azioni della società, ovvero soci alla loro cessione a prezzi non adeguati; *b*) degli amministratori (ancora *ex art. 2395 c.c.*) che – sempre attraverso la predisposizione di bilanci contenenti indicazioni non veritiere – abbiano indotto un terzo ad effettuare, a favore della società, prestazioni a credito (ad es., forniture a pagamento dilazionato), confidando sulla solidità economico-finanziaria della società stessa, quale risultante dal suo bilancio d'esercizio; *c*) della società di revisione che – violando gli obblighi ad essa imposti dalla legge – abbia indotto terzi, che abbiano fatto “legittimo affidamento sul risultato delle verifiche compiute con la revisione e dunque sulla particolare at-

⁶ Così R. Sacco, in R. Sacco-G. De Nova, *Il contratto*, IV ed., Torino, 2016, 553.

tendibilità della situazione economico-patrimoniale della società quale rappresentata dai bilanci revisionati”, “a concludere dei contratti che, senza la falsa o negligente certificazione, non avrebbero posto in essere”; *d*) dell’agenzia di *rating* che – attraverso l’attribuzione di una classe di *rating* che non rispecchia la reale situazione patrimoniale e finanziaria di una società, per come conoscibile dalla stessa agenzia, in quanto elaborato utilizzando procedure di valutazione non conformi alla prassi internazionale ed agli *standard* di settore – abbia indotto l’investitore a scelte di investimento e/o disinvestimento poi rivelatesi infelici; *e*) di chi – materialmente provvedendo alla redazione di un “prospetto informativo” *ex art.* 94, commi 1 e 2, t.u.f., contenente notizie, informazioni, indicazioni false o fuorvianti; ovvero facendone successivamente uso in sede di offerta pubblica o di privato collocamento dei titoli in esso rappresentati – abbia indotto il risparmiatore a scelte inopportune; *f*) dell’Autorità di vigilanza (ad es., della Consob) che – venendo meno ai propri obblighi istituzionali – abbia indotto l’investitore, che abbia fatto legittimo affidamento sulla effettività, correttezza ed efficienza dei controlli di competenza di detta Autorità, a scelte di investimento e/o disinvestimento poi rivelatesi inappropriate; *g*) della banca che – attraverso un’abusiva concessione di credito a favore di un’impresa decotta, al fine di mantenerla artificiosamente in vita, così suscitando nel mercato la falsa impressione che si tratti di un soggetto economicamente valido – abbia determinato un terzo (ad es., un fornitore) a concederle ulteriore credito (ad es., attraverso forniture a pagamento dilazionato); *h*) di chi – indirizzando ad un potenziale finanziatore (ad es., ad una banca) una lettera di *patronage* c.d. “debole” contenente indicazioni non corrette e/o fuorvianti – lo abbia indotto a concedere un credito che altrimenti non sarebbe stato erogato; *i*) di chi – diffondendo, attraverso mezzi di comunicazione di massa, dati ed informazioni non rispondenti al vero in ordine a qualità e/o composizione e/o funzionalità di un prodotto oggetto di prove comparative (c.d. *warentest*) – abbia creato nei consociati un affidamento che ne ha condizionato le scelte d’acquisto; *l*) di chi – attraverso un messaggio pubblicitario ingannevole – abbia indotto il soggetto ad un acquisto che altrimenti non avrebbe effettuato; ecc.

In sintesi: in ordine alla posizione dei terzi rispetto ad una trattativa negoziale, si può dire che – mentre fino a tutti gli anni ’70 del secolo scorso, nessuna responsabilità veniva, in buona sostanza, loro ascritta, quand’anche, con una condotta inappropriata, avessero in qualche misura condizionato le decisioni contrattuali di una parte – successivamente si è assistito al progressivo moltiplicarsi, nel diritto pretorio, delle ipotesi in cui viene invece ravvisato un illecito extracontrattuale nella diffusione di notizie inveritiere o decettive da parte di soggetti, dai quali (o per la posizione rivestita, o per la loro particolare attendibilità, o per la funzione svolta, o comunque per l’affidamento che gli stessi creano sul mercato) è legittimo attendersi una particolare credibilità delle informazioni dagli stessi fornite.

Per una corretta ricostruzione del quadro d'insieme che attualmente caratterizza il nostro ordinamento in tema di obblighi informativi correlati alla formazione dell'accordo contrattuale, appare necessaria – e preliminare – un'indagine puntuale in ordine alle singole tessere che compongono il mosaico.

Proprio in questo contesto si inserisce il lavoro monografico di Andrea Bellotti.

Carlo Granelli

CAPITOLO I

RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO: SOGGETTI ATTIVI E PASSIVI

SOMMARIO: 1. L'asimmetria informativa fra gli operatori finanziari e i potenziali sottoscrittori. – 2. L'appello al pubblico risparmio. – 3. I soggetti attivi e passivi nell'azione di responsabilità per il prospetto. – 3.1. L'emittente, l'offerente, il garante, le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto. – 3.2. Gli intermediari responsabili del collocamento.

1. *L'asimmetria informativa fra gli operatori finanziari e i potenziali sottoscrittori*

I mercati finanziari sono quei “*luoghi*” in cui gli enti che devono finanziare la propria attività (i c.d. emittenti) reperiscono il denaro.

Quest'ultimo proviene, attraverso una serie di passaggi e grazie ad intermediari legislativamente disciplinati, dalle persone e dagli enti (c.d. settori in avanzo) che hanno risparmi da investire.

La parte di mercato finanziario che indirizza i risparmi delle famiglie verso gli emittenti è detta “*mercato primario*”¹.

Le famiglie pertanto finanziano gli emittenti in modo diretto.

Successivamente però le stesse possono avere la necessità di monetizzare prima del tempo stabilito il capitale investito.

Accanto al “*mercato primario*” ha visto la luce quindi anche un “*mercato secondario*” in cui gli investitori sono posti in condizione di scambiare, liquidando, le proprie posizioni con denaro, permettendo a soggetti terzi di inserirsi nel contratto di investimento².

¹ Giudici, *I contratti di investimento in generale. Quote di OICR*, in Roppo (a cura di), *Trattato dei contratti*, V, *Mercati regolamentati*, Milano, 2014, 914.

² Giudici, *op. cit.*, 914. Nel mercato primario, in altri termini, si acquistano i titoli al momento dell'emissione mentre il mercato secondario è rappresentato dai mercati finanziari dove si acquistano titoli da chi li ha precedentemente sottoscritti. Attualmente i mercati finanziari non sono più

Gli enti che emettono strumenti finanziari si impongono di sollecitare l'investimento sul mercato per raggiungere il maggior numero possibile di destinatari; la presenza di un mercato secondario regolamentato rende maggiormente appetibile gli strumenti finanziari agli investitori e riduce il costo del capitale per gli emittenti³.

Fondamentale importanza al fine del corretto funzionamento degli strumenti finanziari è il grado di fiducia che i singoli soggetti ripongono nel sistema; solamente in queste condizioni gli investitori opereranno per investire le proprie risorse in prodotti finanziari generando un positivo effetto per le società emittenti.

In altri termini più gli investitori sono certi della remunerazione dei propri investimenti, più opereranno per questa tipologia di impiego di capitale in luogo di altre.

Evidente appare allora la necessità di fornire agli investitori un'adeguata informazione necessaria affinché questi giungano a una corretta valutazione circa l'opportunità di investire nei mercati finanziari.

Le informazioni trovano la propria genesi nel mercato primario e sono spesso successivamente valorizzate⁴ nel mercato secondario.

Nei contratti finanziari assumono un ruolo di rilievo quelle informazioni che sono fornite ai clienti non professionali⁵ i quali non posseggono spesso la com-

luoghi fisici ma piattaforme informatiche (c.d. "sedi di negoziazione") in cui si incontrano le proposte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari immesse nel sistema telematicamente (si veda sul punto www.consob.it). D'altra parte i mercati finanziari "non si possono comprendere soltanto facendo riferimento al circuito mercato primario-mercato secondario. All'interno dei mercati finanziari sono offerti anche strumenti di gestione del rischio sulle posizioni contrattuali assunte (strumenti di copertura) e strumenti speculativi per trasformare in guadagno le attese sugli andamenti dei prezzi e dei tassi" (Giudici, *op. cit.*, 914).

³ Sul punto Giudici, *op. cit.*, 965. L'eventuale estinzione del mercato secondario potrebbe nuocere anche alle imprese operanti sul mercato primario; rischierebbe infatti di esaurire la disponibilità di capitali e finanziamenti agli intermediari. Sul punto Violante, *Mercato del prestito e cartolarizzazione dei crediti: impatto (e interferenze) della normativa europea di vigilanza prudenziale*, in *Giur. comm.*, 2014, 1004 ss.

⁴ Si pensi, ad esempio, all'ipotesi di sottoscrizione o acquisto in proprio da parte dell'intermediario dei titoli al fine poi di rivenderli sul mercato ottenendo il lucro derivante dalla differenza di prezzo (c.d. assunzione a fermo).

⁵ La direttiva dell'Unione europea 2014/65/UE del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (MiFID II), all'art. 4, comma 1, n. 9 definisce il "cliente" come "la persona fisica o giuridica alla quale un'impresa di investimento presta servizi di investimento o servizi accessori" suddividendolo in due grandi categorie: il "cliente al dettaglio" e il "cliente professionale". Quest'ultimo, ai sensi dell'allegato II della citata direttiva, è colui che "possiede l'esperienza, le conoscenze e le competenze necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e di valutare correttamente i rischi che assume". Il cliente considerato professionale può chiedere in ogni caso "un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. Questo

petenza e gli strumenti necessari per valutare la rispondenza al vero di quanto emerge dai prospetti informativi⁶.

D'altra parte anche le imprese sono incentivate ad informare i potenziali investitori se si propongono di ottenere la fiducia degli stessi.

Affinché però l'informazione volontaria da parte delle imprese sia ottimale devono sussistere tre condizioni: in primo luogo gli investitori devono sapere che le imprese hanno una certa informazione (ad es. sul livello degli utili di esercizio); in secondo luogo è necessario che le imprese non possano mentire (le false informazioni sono sanzionate); da ultimo l'informazione non deve avere costi nel quale caso sarà prodotta dagli emittenti in quantità inferiore a quella socialmente desiderabile⁷.

Il legislatore si preoccupa, al fine di tutelare il funzionamento del mercato fi-

livello maggiore di protezione verrà concesso quando un cliente considerato professionale conclude un accordo scritto con l'impresa di investimento per non essere considerato come cliente professionale ai fini delle norme di comportamento applicabili. Tale accordo precisa quale o quali sono i servizi o le operazioni o il tipo o i tipi di prodotti o operazioni ai quali si applica. Nessuna definizione viene invece fornita per il "cliente a dettaglio" se non in termini negativi quale "cliente che non sia cliente professionale". Anche il legislatore italiano qualifica i clienti al dettaglio o gli investitori al dettaglio in termini negativi; questi sono infatti "i clienti o gli investitori che non sono clienti professionali o investitori professionali" (art. 1, comma 1, lett. *m-duodecies*), t.u.f. così come modificato dall'art. 1, d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129). Analoghe disposizioni erano già state previste dalla direttiva MiFID (direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE recepita in Italia con d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164). Sul punto si veda inoltre l'art. 35, comma 1, del nuovo regolamento intermediari (adottato con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018) il quale definisce il "cliente", il "cliente al dettaglio" e il "cliente professionale". Quest'ultimo viene distinto in "cliente professionale privato" e in "cliente professionale pubblico". Il primo è quello che soddisfa i requisiti di cui all'Allegato n. 3 del citato regolamento secondo cui è "un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume". Il secondo viene invece definito come quel cliente che "soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal ministero dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies del Testo Unico" (ossia del t.u.f.). Sul punto Inzitari-Piccinini, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 4.

⁶ Accanto ai clienti al dettaglio e ai clienti professionali vi sono inoltre le controparti qualificate: a queste non si applicano le disposizioni di condotta relative ai servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti, negoziazione per conto proprio nonché trasmissione e ricezione di ordini (art. 6, comma 2-*quater*, lett. d), t.u.f., così come modificato dall'art. 2, d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, che inoltre fornisce un elenco di queste controparti). Si tratta di un insieme di enti e imprese per cui la MiFID ritiene non necessarie neppure le protezioni poste a vantaggio degli investitori professionali. Come infatti è stato osservato (Giudici, *op. cit.*, 1032) "sono enti ed imprese che trattano *ad armi pari* con gli intermediari nei servizi di negoziazione in senso ampio e ciò riflesso anche nel nome: sono controparti, non clienti". Nel proseguo della trattazione quando si farà riferimento al "cliente" in generale ovvero all'"investitore" senza ulteriori specificazioni, si intenderà richiamare il "cliente non professionale".

⁷ Ferrarini, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca impr. Soc.*, 2004, 411. La presenza di sanzioni è invece indispensabile affinché le imprese divulgino anche quelle informazioni alle stesse non favorevoli. Si pensi, ad esempio, a quelle informazioni che potrebbero avvantaggiare i loro concorrenti.

nanziario, di preservarne la trasparenza con lo scopo di accrescere la fiducia degli investitori nel mercato⁸.

La trasparenza costituisce del resto quel fondamentale prerequisite per il corretto funzionamento del mercato al fine di una giusta tutela dell'investitore, visto sia nella prospettiva statica di chi è titolare di valori mobiliari sia in quella dinamica di chi opera sul mercato⁹.

Le regole di condotta poste a carico dell'emittente e dell'intermediario hanno un duplice scopo: nella prospettiva economica quello di evitare l'inefficienza di mercato; nella prospettiva giuridica hanno invece lo scopo di eliminare la "disuguaglianza sociale" presente nel contratto, ripristinando l'effettiva libertà negoziale delle parti.

In questo senso i concetti di "efficienza" ed "equità" sono precondizioni necessarie al fine di soddisfare un'utilità sociale "ovvero lo sviluppo del mercato e financo la tutela del risparmio in tutte le sue forme (art. 47 Cost.)"¹⁰.

Nel rapporto tra emittente e sottoscrittori potenziali di prodotti finanziari sussiste innanzitutto un problema di asimmetria informativa che, inevitabilmente, condiziona il valore dell'investimento sottoscritto dall'investitore¹¹.

⁸ Art. 91 t.u.f. secondo cui la Consob esercita i poteri previsti dagli artt. 91 ss. t.u.f. "avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali". Il legislatore non si limita a imporre uno specifico grado di trasparenza ma prevede regole di comportamento finalizzate ad assicurare il corretto funzionamento del mercato (Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2014, 46). Si veda, ad esempio, l'art. 92 t.u.f. in tema di parità di trattamento nonché l'art. 95 t.u.f. secondo cui la Consob deve dettare con regolamento norme riguardanti il contenuto del prospetto, la lingua da utilizzare, le modalità da osservare per diffondere le notizie ecc.

⁹ Fratini, *Diritto dei mercati finanziari*, Bari, 2013, 341.

¹⁰ Sul punto Sartori, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *www.ilcaso.it*. È stato evidenziato che "le società cui si riferiscono le informazioni diffuse al mercato finanziario, ossia le società emittenti, sono (...) organizzate nella forma più complessa e articolata tra quelle utilizzabili per l'esercizio in forma societaria dell'attività di impresa, ma sono caratterizzate dal fatto di finanziarsi facendo stabilmente appello al pubblico risparmio. Si tratta, in altri termini, di imprese esercitate in forma di società per azioni i cui titoli sono negoziati su un mercato regolamentato o comunque sono diffusi in maniera rilevante tra il pubblico" (Caridi, *Danno e responsabilità da informazione la mercato secondario*, Milano, 2012, 86). La tutela degli investitori, d'altra parte, ha un'influenza anche sull'economia reale poiché determina un aumento del risparmio, favorisce l'accumulazione di capitale e consente, grazie ai controlli sui manager, un utilizzo più produttivo delle risorse (Spolidoro, *L'enforcement del diritto dei mercati finanziari in un libro recente*, in *Riv. soc.*, Milano, 2009, 159).

¹¹ La problematica dell'asimmetria informativa è tipica, in generale, dei rapporti contrattuali di massa, specie di quelli relativi ad oggetti che, di per sé, siano complessi da un punto di vista sia tecnico-giuridico che tecnico-economico come, appunto, gli strumenti finanziari. Sul punto si veda Guerinoni, *Contratti di investimento e responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2010, 52. Cass., Sez. I, 3 giugno 2016, n. 11466, in *www.ilcaso.it* secondo cui "alla base della complessiva finalità della previsione dettata in tema di obblighi informativi dell'intermediario finanziario sta la considerazione secondo cui ogni investitore razionale è avverso al rischio, sicché il medesimo, a parità

I rapporti sussistenti tra le parti infatti non solo intervengono fra un professionista e un soggetto inesperto in ambito finanziario ma hanno anche ad oggetto un bene che, in ogni caso, l'investitore avrebbe grande difficoltà a valutare autonomamente per la naturale complessità che lo contraddistingue.

Appare evidente però che le informazioni necessarie all'investitore per valutare il suo effettivo interesse all'acquisto di strumenti finanziari sono in possesso dell'emittente o dell'intermediario ovvero di coloro che hanno l'interesse maggiore alla conclusione del contratto¹².

L'operatore professionale ha la possibilità di accedere ad una maggiore quantità di informazioni; diversamente dall'investitore, ha inoltre gli strumenti necessari, l'esperienza e la professionalità per comprendere con esattezza la rischiosità dei diversi prodotti finanziari¹³.

La disuguaglianza conoscitiva di fatto sussistente tra i contraenti genera a carico dell'emittente e dell'intermediario un obbligo di informazione il quale non riguarda tutto ciò che è già noto alla controparte bensì tutte quelle informazioni che si presume sia opportuno che l'investitore conosca¹⁴.

I prezzi infatti riflettono le informazioni disponibili cosicché il valore degli

di rendimento, sceglierà l'investimento meno aleatorio e, a parità di alea, quello più redditizio, se non si asterrà perfino dal compiere l'operazione, ove l'alea dovesse superare la sua propensione al rischio. La scelta tra differenti opportunità di investimento è quindi essenzialmente un problema di raccolta e di valutazione di informazioni, ovvero di ogni dato sulla natura dello strumento finanziario, sul suo emittente, sul suo rendimento e sull'economia nel suo complesso, compresa l'informativa circa l'eventuale sussistenza, con riferimento alla singola operazione da porre in essere, di una situazione di cd. grey market, cioè di carenza di informazioni circa le caratteristiche concrete del titolo ed il rating del prodotto finanziario nel periodo in considerazione, o – addirittura – di una situazione di imminente default economico dell'emittente". D'altra parte il bene oggetto di offerta al pubblico ai sensi degli artt. 94 ss. t.u.f. deve essere visto in una prospettiva "dinamica" per cui l'investitore ha una "aspettativa di ricchezza" in base alle informazioni ricevute (Caridi, *op. cit.*, 89). È innegabile infatti che le informazioni incidano sulla fiducia che l'investitore ha quanto al rendimento futuro dei titoli.

¹² Facci, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 1 ss.

¹³ È stato ritenuto (Trib. Oristano, 28 gennaio 2010, in *www.ilcaso.it*) che l'informazione fornita dall'intermediario debba comprendere la natura non generica dell'investimento operata dalle agenzie specializzate in materia; l'intermediario è infatti tenuto a conoscere questi dati dovendo pertanto riferirli al cliente. Nello specifico, condivisibilmente, "non vale (...) a far ritenere il comportamento della banca immune da censure, la circostanza (...) che un suo funzionario avesse segnalato all'attore la rischiosità dell'investimento in relazione al paese emittente la cui affidabilità in senso lato, tuttavia, non poteva essere parificata a quella degli stati occidentali ad economia avanzata: (...) va detto che tali avvertenze paiono contenute su un piano di comunicazione del tutto superficiale e generico, laddove la banca avrebbe dovuto espressamente e dettagliatamente informare il cliente del fatto che gli analisti del mercato consideravano a rischio il rimborso del capitale" (Trib. Oristano, 28 gennaio 2010, cit.).

¹⁴ Grisi, *L'obbligo precontrattuale d'informazione*, Napoli, 1990, 125. In questo senso possono leggersi le norme inserite nel Regolamento emittenti le quali negli allegati impongono specifici modelli legislativi.

strumenti finanziari è direttamente connesso alla quantità e alla qualità delle informazioni da essi incorporate. Ne consegue che un'errata informazione può ledere in primo luogo l'interesse degli investitori che concludono operazioni di finanziamento a condizioni svantaggiose rispetto al reale valore dello strumento finanziario (qualora le informazioni siano troppo "benevole" nei confronti dell'emittente); può inoltre ledere, all'opposto, l'interesse della società emittente qualora l'informazione non corretta rappresenti la società stessa con connotati negativi non rispondenti a realtà¹⁵.

L'informazione assume pertanto un ruolo centrale in questo contesto a tal punto che, potendo produrre un'utilità socialmente apprezzabile, viene qualificata come un autonomo bene giuridico¹⁶.

Corollario del dovere di informazione è il dovere di chiarezza il quale, come il primo, ha lo scopo di ovviare alle "asimmetrie informative" sussistenti tra intermediario finanziario e risparmiatore.

Quest'ultimo infatti è titolare del diritto di scegliere "se" investire e "quanto" investire ma non è solitamente in possesso delle informazioni che gli consentono di operare queste scelte con cognizione di causa; l'intermediario finanziario invece possiede queste informazioni ma chiaramente non è libero di disporre del patrimonio del cliente.

In questo senso deve ritenersi che un testo informativo non chiaro assolve-

¹⁵ Si veda Caridi, *op. cit.*, 132 secondo cui "il danno che si produce per effetto di una informazione falsa o inesatta diffusa al mercato finanziario assume (...) le sembianze di un Giano bifronte, presentandosi, da un lato ed in via diretta, come danno al mercato, ossia come lesione dell'interesse pubblico al corretto funzionamento dei meccanismi di corretta formazione dei prezzi, e, dall'altro e contemporaneamente, sebbene in via indiretta, come lesione del diritto di ogni singolo investitore di poter fare affidamento nel corretto funzionamento del mercato".

¹⁶ Valongo, *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, Milano, 2012; Bartolomucci, *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, 440. Inoltre, da un punto di vista economico, l'informazione è da intendersi quale bene uguale a qualsiasi altro. È stato infatti osservato che ogni scelta viene assunta sulla scorta delle informazioni possedute. Si decide, ad esempio, di acquistare un determinato prodotto e non un secondo perché viene ritenuto più sicuro e conveniente in base alle informazioni possedute cosicché è plausibile pensare che, se fossimo in possesso di maggiori informazioni relativamente ad un prodotto, ne acquireremmo un altro. D'altra parte anche il successo commerciale delle singole imprese è strettamente connesso con le soluzioni tecniche adottate (Gallo, *Asimmetrie informative e dovere di informazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 5, 647). La dottrina contraria fonda il proprio convincimento sul fatto che un autonomo bene giuridico debba strutturalmente essere connesso al godimento in forma esclusiva (Zeno-Zencovich, *Cosa*, in *Dig., sez. civ.*, IV, Torino, 1989, 455). Questa posizione non può però accogliersi. Va infatti considerato, in primo luogo, che l'art. 810 c.c. postula l'idoneità del bene ad essere "oggetto di diritti" e non di "diritti esclusivi"; in secondo luogo deve evidenziarsi che esistono beni (si pensi ad esempio al paesaggio, art. 9 Cost.) che sono certamente beni giuridici benché non siano configurabili in godimento esclusivo e quali oggetto del diritto soggettivo individuale (Perlingieri, *L'informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 1990, 326 ss.).

rebbe all'obbligo di informazione in misura puramente formale e non consentirebbe il formarsi di un consenso informato.

Un testo contrattuale non chiaro è certamente un testo che non informa e non mette il risparmiatore nelle condizioni di potersi formare una corretta opinione¹⁷.

Risponde pertanto ad un'esigenza di buona fede contrattuale (tutelata, come detto, dagli artt. 1175 e 1375 c.c. nonché dall'art. 2 Cost.) il dovere di chiarezza imposto agli operatori finanziari i quali non debbono limitarsi ad un mero dovere formale di informazione, diligenza e trasparenza ma sono tenuti a fornire all'investitore tutti gli strumenti affinché quest'ultimo possa costruirsi una propria opinione¹⁸.

Chi decide di porre in essere un investimento dovrà conoscere il grado di rischio del titolo al fine di poter operare una scelta consapevole al momento della sottoscrizione in base agli obiettivi prefissati nonché alla propria esperienza e capacità patrimoniale.

Sotto il profilo strutturale, va sottolineato che quando l'informazione è rivolta al mercato finanziario presenta una bipartizione rispetto alla fonte.

Le informazioni che provengono dalla società emittente o da soggetti legati a questa da vincoli economici¹⁹ (informazione primaria) vengono integrate da quelle fornite dagli informatori secondari quali i *gatekeepers* e gli intermediari informativi (informazione secondaria)²⁰ che ne garantiscono la completezza e la veridicità²¹.

¹⁷ Cass., Sez. III, 3 aprile 2014, n. 7776, in *Giur. comm.*, 2014, 6, II, 948 con nota di Ghetti dove inoltre si evidenzia che “il requisito di chiarezza prescritto (...) può mancare sia sul piano morfologico (ad esempio, impiego di lemmi di uso non comune); sia sul piano sintattico (ad esempio, per l'adozione di periodi oscuri, rinvii, ipotassi, anacoluti)”. In questo caso “l'obbligo di informazione si ridurrebbe tuttavia ad una lustra se, come non di rado avviene nella prassi, fosse assolto in modo puramente formale. Ad esempio, attraverso la sottoposizione al risparmiatore di proflui di documenti disseminati di tecnicismi e solecismi, senza che alcuno si prenda la briga di fargliene chiaro il senso. Adempiuto in tal guisa, l'obbligo di informazione non potrebbe mai raggiungere lo scopo di consentire al risparmiatore una scelta consapevole: e dunque non potrebbe dirsi davvero adempiuto”. La stessa pronuncia evidenzia che “le regole tanto comunitarie, quanto nazionali, che disciplinano il contenuto e la forma dei contratti di investimento impongono all'intermediario ed all'emittente il dovere del clare loqui, ovvero di parlare chiaro”. Questo principio è ribadito dagli artt. 1175 e 1375 c.c., dall'art. 21 t.u.f. nonché dall'abrogato Regolamento Consob 11522/98 e dall'Allegato 7 ad esso, ove si impone all'intermediario di “illustrare all'investitore in modo chiaro ed esauriente (...) gli elementi essenziali dell'operazione, del servizio o del prodotto”.

¹⁸ Relativamente alla problematica della buona fede si veda Di Majo, *Clausole generali e diritto delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, 59 ss.; Rodotà, *Il tempo delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1987, 709 ss.; Oppo, *Sui principi generali del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, I, 475 ss.; Falzea, *I principi generali del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, I, 455 ss.; Rescigno, *Appunti sulle “clausole generali”*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, 1 ss.

¹⁹ Sul punto si veda Cap. II, § 1.

²⁰ Caridi, *op. cit.*, 78.

²¹ D'altra parte, come evidenziato *supra* in questo §, un'informazione non corretta lede, in primo luogo, l'interesse degli investitori che pongono in essere operazioni di investimento o disinve-

Si pensi alle informazioni che, ai sensi degli artt. 21 ss. t.u.f., devono essere riportate dagli intermediari finanziari diversi dal responsabile del collocamento nonché agli obblighi che la disciplina civilistica e regolamentare impone ad altri soggetti quali, ad esempio l'eventuale garante, le società di revisione ecc.

2. L'appello al pubblico risparmio

La disciplina di cui agli artt. 94 ss. t.u.f. trova applicazione quando sussista un'offerta al pubblico che abbia ad oggetto l'offerta di strumenti finanziari comunitari nonché di prodotti finanziari²² diversi dalle quote o azioni di OICR aperti e abbia un determinato contenuto²³.

stimento a prezzi diversi rispetto a quelli che vi sarebbero stati in assenza di "elementi di disturbo". Anche gli emittenti potrebbero però subire un danno a causa della circolazione di notizie non veritiere e screditanti sui titoli emessi. Si pensi, ad esempio, alle false o inesatte informazioni rilasciate dalla società di revisione o sintetizzate nei *rating* assegnati dalle omonime agenzie. Sul punto Caridi, *op. cit.*, 108.

²²Per quanto interessa ai fini della presente trattazione va precisato che i "prodotti finanziari" sono "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria" mentre "non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari" (art. 1, comma 1, lett. u), t.u.f.). All'interno di questa categoria si distinguono (art. 1, comma 1, lett. w-bis) i "prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione" che sono "le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V di cui all'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all'articolo 13, comma 1, lettera b), del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252". Un sottoinsieme della categoria "prodotto finanziario" è rappresentata dallo "strumento finanziario" che può definirsi come "qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I" della direttiva 2004/39/CE (art. 1, comma 2, t.u.f.). Inoltre "gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari" (art. 1, comma 2, t.u.f.). Gli strumenti finanziari comprendono, fra gli altri, i valori mobiliari (Allegato I della direttiva 2004/39/CE) i quali, a loro volta, sono specificati dall'art. 1, comma 1-bis, t.u.f. Come specificato dal testo unico della finanza, la disciplina in tema di prospetto d'offerta (art. 94 t.u.f.) trova applicazione nel caso di "offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti". Dalla formulazione deve evincersi che il legislatore abbia inteso il concetto di strumento finanziario in modo molto ampio comprendendo in esso qualsiasi strumento finalizzato alla raccolta del risparmio a condizione che sia rappresentativo di un impiego finanziario dei capitali. Secondo la Comunicazione Consob del 16 aprile 2008, n. DEM/8035334 un "investimento di natura finanziaria presuppone la compresenza di tre requisiti: i) impiego di capitali; ii) aspettativa di rendimento; iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale". Sul punto Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015, 352.

²³L'appello può avere quale contenuto in primo luogo la proposta di acquisto, di vendita, di sottoscrizione, di scambio; in secondo luogo proposte contrattuali riconducibili allo schema dell'art. 1336 c.c., l'invito ad offrire nonché "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" (art. 1, comma 1, lett. t),

Il t.u.f. conosce due modalità di appello al pubblico risparmio: la prima è rappresentata dall’*“offerta al pubblico di prodotti finanziari”* definita come *“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 prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati”* (art. 1, comma 1, lett. t), t.u.f.; art. 34-ter Regolamento Emittenti)²⁴.

Deve condividersi l’opinione²⁵ secondo cui questa definizione qualifica la nozione di offerta indipendentemente dal mezzo utilizzato; può pertanto consistere anche in offerte in Borsa, inviti ad offrire, offerte a distanza, offerte a domicilio.

Ciò che rileva è che sia rivolta in primo luogo a più soggetti non individuabili al momento della formulazione dell’offerta (purché non rientranti nei casi di cui

t.u.f.). Si noti che anche i messaggi promozionali possono valere quale *“offerta pubblica di acquisto o di scambio”* purché, *“in qualsiasi forma effettuati”*, siano *“finalizzati all’acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall’articolo 100, comma 1, lettere b) e c)”* (art. 1, comma 1, lett. v), t.u.f.). Le norme fornite per le offerte al pubblico non si applicano invece alle ipotesi di cui all’art. 34-ter Regolamento emittenti come, ad esempio, nel caso di offerte rivolte agli *“investitori qualificati”*. Si veda sul punto Costi, *op. cit.*, 50.

²⁴Da questa ipotesi deve distinguersi la nozione di cui all’art. 1, comma 5, t.u.f., riguardante i *“servizi di investimento”*, tra cui è compresa l’attività di *“negoiazione”* nonché di *“ricezione e trasmissione di ordini”*. La distinzione tra le due figure si percepisce analizzando il contenuto ed i destinatari; l’offerta al pubblico è rivolta, secondo lo schema dell’art. 1336 c.c., ad un numero indeterminato ed indistinto di investitori in modo uniforme e standardizzato (quindi a condizioni di tempo e prezzo predeterminati). In questa ipotesi nasce l’obbligo di pubblicazione (Cass., Sez. I, 19 ottobre 2012, n. 18039, in *Foro it.*, 2013, 10, I, 2928). Sul punto si veda la Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997. La medesima pronuncia della Corte di Cassazione evidenzia poi che *“la distinzione tra l’offerta al pubblico e la negoziazione su base individuale si coglie anche nella disciplina sul recesso dettata dall’art. 30, comma 6, del t.u.f. (...), la quale è stata ritenuta inapplicabile ai contratti di negoziazione di obbligazioni eseguiti in attuazione di un contratto-quadro, sottoscritto fra la banca e il cliente, in quanto tali contratti non costituiscono un servizio di collocamento finalizzato all’offerta ad un pubblico indeterminato di strumenti finanziari emessi a condizioni di tempo e prezzo predeterminati”*. Anche nell’attività di negoziazione la tutela dell’investitore è affidata all’adempimento da parte dell’intermediario di obblighi informativi specifici ai sensi degli artt. 21 ss. t.u.f. e 35 ss. del Regolamento Intermediari (adottato con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018); nel caso però di offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari nonché di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti troverà applicazione, accanto al dettato degli artt. 21 ss. t.u.f., anche il disposto degli artt. 94 ss. t.u.f. in tema di prospetto d’offerta. Va infine evidenziato che dalla nozione di negoziazione deve distinguersi quella di collocamento: nel caso di negoziazione l’intermediario agisce quale destinatario dell’incarico del cliente e, sulla base di questo incarico, acquista il titolo scelto da quest’ultimo. Nel collocamento invece l’intermediario agisce su incarico della controparte del cliente offrendo a quest’ultimo di acquistare titoli che sono stati precedentemente proposti proprio dalla stessa controparte. Sul punto Cass., Sez. I, 6 giugno 2016, n. 11575, in *www.leggiditalia.it*.

²⁵ Annunziata, *op. cit.*, 348.

all'art. 100 t.u.f.), in secondo luogo che siano presenti informazioni sufficienti affinché gli stessi possano formarsi un'adeguata e ponderata opinione relativamente all'opportunità dell'investimento.

Un'offerta al pubblico può essere tale sin dall'inizio (art. 1, comma 1, lett. t), t.u.f.) oppure può essere tale solo in un secondo momento, quando, ai sensi dell'art. 100-*bis* t.u.f., qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e questa rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità di cui all'art. 100 t.u.f.

La seconda modalità di appello al pubblico risparmio è “*l'offerta pubblica di acquisto o scambio*” da intendersi come “*ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti ad un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c)*” (art. 1, comma 1, lett. v), t.u.f. il quale inoltre precisa che “*non costituisce offerta pubblica di acquisto o scambio quella avente ad oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari*”²⁶.

Caratteristica comune delle due modalità di appello al pubblico risparmio è rappresentata dal fatto che entrambe hanno ad oggetto la conclusione di contratti la cui propria genesi consiste in una proposta rivolta al pubblico; una simile circostanza da un lato impone che proposta e accettazione abbiano un carattere standardizzato, dall'altro impedisce un diretto confronto tra le parti per il raggiungimento dell'accordo contrattuale²⁷.

Il *discrimen* è invece rappresentato dal fatto che nella prima (ossia nell'offerta al pubblico di prodotti finanziari) viene chiesto agli oblati (ovvero a coloro a cui la proposta è destinata) di pagare al soggetto offerente una somma di denaro per l'acquisto di prodotti finanziari già presenti sul mercato (è il caso dell'offerta pubblica di vendita) ovvero da immettere sul mercato (nell'ipotesi di offerta pubblica di sottoscrizione).

Nella seconda invece (ossia nell'offerta pubblica di acquisto o scambio) agli oblati viene proposto denaro in cambio dei prodotti finanziari posseduti dagli stessi (offerta pubblica di acquisto).

In alternativa viene proposto di ricevere altri prodotti finanziari in luogo di

²⁶ Ai fini del presente lavoro l'indagine si concentrerà sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari.

²⁷ Ne consegue chiaramente la necessità che i contraenti rispettino le disposizioni normative imposte dal legislatore la cui osservanza sostituisce le concrete trattative tra le parti ed è finalizzata a ridurre l'asimmetria informativa esistente tra risparmiatori non professionali da un lato, emittente, offerente, l'eventuale garante, le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, responsabile del collocamento, singoli intermediari dall'altro (si veda quanto si dirà *infra* Cap. II, § 2.3.1).