

GIURISPRUDENZA DI MERITO

direttore scientifico **Ciro Riviezzo**

03-2010

XLII — marzo 2010, n°03

| estratto

LA NUOVA RESPONSABILITÀ
DA PROSPETTO NELL'ART. 94 TUF

di Valerio Sangiovanni



GIUFFRÈ EDITORE

| 120 LA NUOVA RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO NELL'ART. 94 TUF

La giurisprudenza degli ultimi anni mostra che le persone che hanno investito in strumenti finanziari che danno risultati negativi cercano generalmente di ottenere soddisfazione agendo in giudizio contro gli intermediari. Più rara è la scelta di agire nei confronti degli emittenti o degli esponenti aziendali degli emittenti. Con l'attuazione della direttiva prospetti è stato riscritto l'art. 94 TUF, prevedendo una specifica ipotesi di responsabilità anche degli emittenti in relazione alla pubblicazione del prospetto.

Sommario 1. Introduzione. — 2. Campo di applicazione della disposizione ed elementi di distinzione rispetto a fattispecie simili. — 3. Il prospetto e la nota di sintesi. — 4. Emittente, offerente, garante e persone responsabili (art. 94 comma 8 TUF). — 5. L'intermediario responsabile del collocamento (art. 94 comma 9 TUF). — 6. La responsabilità ex art. 113 TUF e la figura dello *sponsor*. — 7. La nota di sintesi (art. 94 comma 10 TUF) e il termine di decadenza (art. 94 comma 11 TUF).

1. INTRODUZIONE

di In questo articolo si esamina la responsabilità civile ⁽¹⁾ da prospetto quale risultante dal nuovo art. 94 TUF ⁽²⁾.

Valerio Sangiovanni

—
Avvocato in Milano
e Rechtsanwalt in

Frankoforte
sul Meno

Tale disposizione trova il proprio fondamento nel diritto comunitario e segnatamente nella direttiva prospetti ⁽³⁾. La direttiva prospetti prevede in materia di responsabilità civile che «gli Stati membri dispongono che la responsabilità per le informa-

⁽¹⁾ Il falso in prospetto rileva anche dal punto di vista penale. Dispone difatti l'art. 173-bis TUF che «chiunque, allo scopo di perseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei prospetti richiesti per l'offerta al pubblico di prodotti finanziari o l'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati, ovvero nei documenti da pubblicare in occasione delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, con l'intenzione di ingannare i destinatari del prospetto, espone false informazioni od occulta dati o notizie in modo idoneo a indurre in errore i suddetti destinatari, è punito con la reclusione da uno a cinque anni». È inoltre ipotizzabile l'applicazione di sanzioni amministrative sulla base dell'art. 191 comma 2 TUF: «chiunque viola gli articoli 94 commi 2, 3, 5, 6 e 7, 96, 97, 98-ter commi 2 e 3, 101, ovvero le relative disposizioni generali o particolari emanate dalla Consob ai sensi degli articoli 95, commi 1, 2 e 4, 97, comma 2, 98-quater, 98-quinquies comma 2, 99 comma 1, lett. a), b), c) e d), è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro a cinquecentomila euro».

⁽²⁾ Fra i più recenti contributi in materia di responsabilità da prospetto cfr. MACCHIAVELLO, *La re-*

sponsabilità da prospetto degli intermediari finanziari, in *Trattato della responsabilità civile* (diretto da Visintini), II, Padova, 2009, 793 ss. Sempre in tema di responsabilità da prospetto v. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, 3^a ed., Milano, 2006, 517 ss. Sulla responsabilità da prospetto prima della direttiva prospetti cfr. la monografia di PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, in particolare 66 ss. Sulla responsabilità da prospetto nel diritto tedesco sia consentito il rinvio a SANGIOVANNI, *Documento d'offerta pubblica e responsabilità civile nel nuovo diritto tedesco*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 153 ss.

⁽³⁾ Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE, in GUUE L 345 del 31 dicembre 2003, 64 ss. Sulla direttiva prospetti cfr. F. BRUNO-ROZZI, *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 276 ss.; CUGNASCO, *L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, in *Società*, 2008, 803 ss.

zioni fornite in un prospetto sia attribuita almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi. Le persone responsabili sono chiaramente indicate nel prospetto con la loro qualifica e la loro funzione o, nel caso di persone giuridiche, la denominazione e la sede sociale; deve inoltre essere riportata una loro attestazione certificante che, per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata» (art. 6 par. 1 direttiva prospetti).

La direttiva prospetti prevede poi che «gli Stati membri provvedono a che le loro disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile si applichino alle persone responsabili per le informazioni fornite in un prospetto. Tuttavia, gli Stati membri provvedono a che nessuna persona possa essere chiamata a rispondere esclusivamente in base alla nota di sintesi, comprese le sue eventuali traduzioni, a meno che la nota di sintesi stessa risulti fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme con altre parti del prospetto» (art. 6 par. 2 direttiva prospetti).

L'art. 6 della direttiva prospetti è stato attuato in Italia nell'art. 94 TUF. Mentre la versione precedente di tale disposizione taceva sulle problematiche di una possibile responsabilità da prospetto, per la prima volta nel nostro ordinamento — con il d.lg. n. 51 del 2007 di attuazione della direttiva prospetti — sono state adottate norme espresse che statuiscono tale responsabilità. Finalmente così, dopo tanto tempo, un istituto che era stato sviluppato dalla dottrina (e attuato in qualche raro intervento giurisprudenziale) ⁽⁴⁾ trova riscontro puntuale e positivo nel nostro ordinamento giuridico.

L'analisi della nuova responsabilità da prospetto non può inoltre prescindere dalle disposizioni contenute nel regolamento attuativo del TUF. La legge prevede difatti che «la Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione anche differenziate in relazione alla caratteristiche dei prodotti finanziari, degli emittenti e dei mercati» (art. 95 comma 1 TUF). La Consob ha in particolare adottato il c.d. «regolamento emittenti» ⁽⁵⁾.

Complessivamente si deve dunque osservare che la disciplina italiana del prospetto è distribuita su ben tre livelli di fonti: la direttiva comunitaria, la legge e il regolamento Consob. Questa tripartizione rende talvolta difficile all'interprete la ricostruzione esatta del significato delle disposizioni vigenti.

⁽⁴⁾ L'art. 94 TUF, nella versione vigente che prevede espressamente la responsabilità da prospetto, è disposizione recente e non constano precedenti giurisprudenziali. A dire il vero anche prima della recente riforma sono stati rari i casi in cui è stata fatta valere la responsabilità da prospetto. L'unica fattispecie che risulta decisa dalla giurisprudenza concerne la vicenda che ha visto condannata Banca Manusardi (App. Milano 2 febbraio 1990, in *Giur. it.*, 1992, I, II, 49 ss., con nota di Arietti). Al riguardo la Corte di Appello di Milano ha affermato che la responsabilità da prospetto, che grava sulla banca intermediaria nel collocamento di obbligazioni, rientra nell'area della responsabilità precontrattuale, la

quale ha natura contrattuale. Tale autorità giudiziaria ha deciso che la banca intermediaria nel collocamento di obbligazioni, pur non essendo parte sostanziale del concludendo contratto, è destinataria del dovere precontrattuale di buona fede. La buona fede precontrattuale si sostanzia, nei confronti della banca intermediaria, nel dovere di fornire ai risparmiatori informazioni veritiere in relazione all'investimento proposto.

⁽⁵⁾ Regolamento di attuazione del d.lg. 28 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11971), in www.consob.it.

2. CAMPO DI APPLICAZIONE DELLA DISPOSIZIONE ED ELEMENTI DI DISTINZIONE RISPETTO A FATTISPECIE SIMILI

Attesa la complessità della materia, per iniziare è utile ricostruire la collocazione sistematica dell'art. 94 TUF. Questa disposizione si trova nella parte IV del TUF, dedicato alla «disciplina degli emittenti» (artt. da 91 a 165-*septies* TUF). Tale parte IV è divisa in tre titoli, che si occupano rispettivamente di «disposizioni generali» (titolo I; artt. da 91 a 93 TUF), di «appello al pubblico risparmio» (titolo II; artt. da 93-*bis* a 112 TUF) e di emittenti (titolo III; artt. da 113 a 165-*septies* TUF).

Nel titolo II della parte IV del TUF, il legislatore distingue fra:

- 1) «offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita» (capo I: artt. da 93-*bis* a 101 TUF);
- 2) «offerte pubbliche di acquisto e di scambio» (capo II: artt. da 101-*bis* a 112 TUF).

A sua volta il capo I si suddivide in tre sezioni, dedicate rispettivamente a:

- 1) «offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti» (sez. I: artt. da 94 a 98-*bis* TUF);
- 2) «offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti» (sez. II: artt. da 98-*ter* a 98-*quinquies* TUF);
- 3) «disposizioni comuni» (sez. III: artt. da 99 a 101 TUF).

Le disposizioni sulla responsabilità da prospetto si applicano, con una marginale differenza, sia ai prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti sia alle quote o azioni di OICR aperti. In questo senso dispone l'art. 98 comma 5 TUF, secondo cui «si applica l'articolo 94, commi 8, 9 e 11». Non è richiamato il solo comma 10 dell'art. 94 TUF, relativo alla nota di sintesi.

La responsabilità da prospetto va tenuta distinta dalla responsabilità prevista dall'art. 95 comma 2 TUF, secondo cui «la CONSOB individua con regolamento le norme di correttezza che sono tenuti a osservare l'emittente, l'offerente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti». Questa responsabilità interessa non solo il responsabile del collocamento, ma anche i singoli intermediari incaricati di eseguire il collocamento. Non si tratta però di una responsabilità da prospetto in senso stretto, ma di una responsabilità che potremmo definire «da doveri accessori rispetto al prospetto».

La responsabilità da prospetto va inoltre tenuta distinta dalla responsabilità da circolazione dei prodotti finanziari *ex art. 100-bis* TUF⁽⁶⁾. Questa responsabilità sussiste nel caso di omessa pubblicazione del prospetto. Nell'art. 94 TUF viene invece sanzionata la pubblicazione di un prospetto non vero o non completo.

⁽⁶⁾ Specificamente su questa disposizione cfr. i contributi di SANGIOVANNI, *Circolazione dei prodotti finanziari e offerta al pubblico nell'art. 100-bis TUF*, in *Giur. it.*, 2008, 2889 ss.; SANGIOVANNI, *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in *Danno resp.*, 2008, 965 ss.; SANGIOVANNI, *Circolazione dei prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100 bis Tuf*, in *Società*, 2006,

1355 ss.; VIGLIONE, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 43 ss.; VIGLIONE, *Nullità e risarcimento del danno nell'art. 100-bis T.U.F.: quale tutela per l'investitore non professionale?*, in *Contr. impr.*, 2008, 55 ss.; VIGLIONE, *La tutela dell'investitore retail nel nuovo art. 100-bis t.u.f.*, in *Studium iuris*, 2007, 779 ss.

3. IL PROSPETTO E LA NOTA DI SINTESI

Prima di esaminare analiticamente i commi dell'art. 94 TUF dedicati specificamente alla responsabilità da prospetto, è utile spendere qualche parola sul prospetto e sulla nota di sintesi.

La regola di fondo stabilita dalla legge è che «coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto ⁽⁷⁾. A tal fine, per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari comunitari nelle quali l'Italia è Stato membro d'origine e per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, ne danno preventiva comunicazione alla Consob allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob» (art. 94 comma 1 TUF).

L'offerta al pubblico è dunque preceduta da alcuni passaggi. Anzitutto il prospetto va comunicato alla Consob. In un secondo momento la Consob approva il prospetto. Infine il prospetto viene pubblicato. È solo con la pubblicazione del prospetto che si pongono problemi di tutela civilistica dell'investitore, in quanto fino a quel momento il prospetto è un documento riservato, non a conoscenza dei risparmiatori.

Il regolamento Consob prevede che «la comunicazione prevista nell'art. 94 comma 1 del testo unico è redatta in conformità al modello in allegato 1A, contiene la sintetica descrizione dell'offerta e l'indicazione dei soggetti che la promuovono, attesta l'esistenza dei presupposti necessari per lo svolgimento dell'offerta, è corredata dei documenti indicati nell'allegato 1A ed è sottoscritta da coloro che in qualità di offerente ed emittente intendono effettuare l'offerta al pubblico» (art. 4 reg. emittenti). La sottoscrizione è dunque richiesta per emittente ed offerente, non per l'intermediario responsabile del collocamento.

La legge continua stabilendo che «il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta» (art. 94 comma 2 TUF).

Questa disposizione si occupa anzitutto di forma del prospetto, prevedendo che essa debba essere facilmente analizzabile e comprensibile. Il fine del prospetto è l'informazione del pubblico, risultato che può essere raggiunto solo se il prospetto è facilmente analizzabile e comprensibile. L'art. 94 comma 2 TUF indica, per sommi capi, il contenuto del prospetto. L'espressione della legge è estremamente ampia: «tutte le informazioni». La norma indica inoltre, soprattutto, la finalità del prospetto: consentire agli investitori di pervenire a un fondato giudizio sulla situazione, sui risultati e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. L'art. 94 comma 2 TUF introduce poi la distinzione fra

⁽⁷⁾ Per «offerta al pubblico di prodotti finanziari» si intende «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 TUF).

prospetto e nota di sintesi (quale parte del prospetto). La nota di sintesi reca i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta. Una delle critiche di maggior peso mosse all'istituto del prospetto concerne il fatto che si tratta di un documento voluminoso. Ciò rende difficile per l'investitore medio comprendere quali rischi e circostanze siano effettivamente rilevanti. Questa funzione dovrebbe allora essere svolta dalla nota di sintesi ⁽⁸⁾. Come vedremo meglio sotto, per la nota di sintesi vi è una disposizione speciale (il comma 10 dell'art. 94 TUF) che limita la responsabilità civile.

La legge prevede poi che «il prospetto per l'offerta di strumenti finanziari comunitari è redatto in conformità agli schemi previsti dai regolamenti comunitari che disciplinano la materia» (art. 94 comma 3 TUF) ⁽⁹⁾. I prospetti informativi sono fortemente standardizzati. La direttiva prospetti ha incaricato la Commissione di preparare schemi *standard* ⁽¹⁰⁾. E ora i prospetti devono essere redatti secondo gli schemi previsti dal regolamento comunitario n. 809 del 2004 ⁽¹¹⁾.

Dal punto di vista dei requisiti di forma va infine menzionata la disposizione secondo cui «l'emittente o l'offerente può redigere il prospetto nella forma di un unico documento o di documenti distinti. Nel prospetto composto di documenti distinti, le informazioni richieste sono suddivise in un documento di registrazione, una nota informativa sugli strumenti e i prodotti offerti e una nota di sintesi» (art. 94 comma 4 TUF).

Passiamo ora a esaminare in dettaglio i commi 8-11 dell'art. 94 TUF, concernenti specificamente la materia della responsabilità da prospetto.

4. EMITTENTE, OFFERENTE, GARANTE E PERSONE RESPONSABILI (ART. 94 COMMA 8 TUF)

In materia di responsabilità da prospetto la legge prevede che «l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuna in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso» (art. 94 comma 8 TUF).

Questa disposizione è piuttosto articolata e, nell'analizzarla, bisogna distinguere fra:

⁽⁸⁾ Il livello di rischio che presentano gli strumenti finanziari è molto variabile a seconda dei singoli casi. Sulla evidenziazione dei rischi nei prospetti cfr. E. FRANZA, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *Contratti*, 2009, 74 ss.

⁽⁹⁾ Invece «se l'offerta ha ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari il cui prospetto non è disciplinato ai sensi dell'articolo 95 comma 1, lettera b), la Consob stabilisce, su richiesta dell'emittente o dell'offerente, il contenuto del prospetto» (art. 94 comma 6 TUF).

⁽¹⁰⁾ L'art. 7 par. 1 direttiva prospetti prevede che «le misure di esecuzione dettagliate riguardanti le

informazioni specifiche che devono essere incluse in un prospetto, prive di ripetizioni di informazioni quando il prospetto è composto di documenti distinti, sono adottate dalla Commissione».

⁽¹¹⁾ Regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione del 29 aprile 2004 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari (testo rilevante ai fini del SEE), in *GUUE L 215* del 16 giugno 2004, 3 ss.

- 1) i soggetti attivi di un'eventuale azione di responsabilità civile;
- 2) i soggetti passivi di tale azione;
- 3) la condotta sanzionata dalla norma;
- 4) l'evento dannoso;
- 5) il nesso di causalità fra la condotta e l'evento.
- 6) l'onere della prova.

L'art. 94 comma 8 TUF identifica anzitutto i soggetti attivi e passivi di un'eventuale azione di responsabilità civile.

Soggetto attivo è l'«investitore», ossia colui il quale ha aderito all'offerta relativa agli strumenti finanziari di cui al prospetto. Questi, al ricorrere dei presupposti fissati dalla legge, può agire in giudizio e chiedere il risarcimento del danno.

I soggetti passivi della disposizione in commento sono coloro i quali possono essere chiamati a rispondere civilmente in relazione alla predisposizione del prospetto. La norma ne individua quattro: l'emittente, l'offerente, l'eventuale garante, le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto.

Per la definizione di emittente è utile fare riferimento alla disciplina comunitaria secondo cui l'emittente è «una persona giuridica che emette o si proponga di emettere strumenti finanziari» (art. 2 comma 1 lett. *h* direttiva prospetti). Nel caso, ad esempio di un'obbligazione societaria, si tratta della società che emette le obbligazioni. Che debba rispondere l'emittente è ovvio. L'emittente (o l'offerente) è la persona su cui incombe l'obbligo di predisporre il prospetto («coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto»; art. 94 comma 1 TUF). Si tratta del soggetto che, in cambio degli strumenti finanziari, ottiene il danaro dagli investitori. L'emittente ha interesse a collocare i propri titoli e sussiste pertanto un immanente pericolo, consistente nel fatto che l'emittente predilige una rappresentazione particolarmente buona nel prospetto, al fine d'incentivare la vendita degli strumenti finanziari. Una rappresentazione non corrispondente al vero od omissiva può però portare gli investitori a pagare un prezzo eccessivamente alto per i titoli, non corrispondente al valore reale degli stessi. Questo è esattamente il rischio che il legislatore vuole evitare. Ecco allora che sanziona l'emittente se questi dice cose non vere o tace circostanze rilevanti.

Oltre all'emittente, risponde «l'offerente». Anche per questa definizione è di aiuto la disciplina comunitaria: per «offerente» si intende «qualsiasi persona fisica o giuridica che offra al pubblico strumenti finanziari» (art. 2 par. 1, lett. *i* direttiva prospetti). L'offerente non coincide necessariamente con l'emittente. Nella fase primaria vi è coincidenza fra emittente e offerente. Successivamente l'offerente può essere persona diversa dall'emittente, cioè il soggetto che nel frattempo ha comprato gli strumenti finanziari o ora intende rivenderli. Anche l'offerente è chiamato a predisporre il prospetto ai sensi dell'art. 94 comma 1 TUF. Sussiste lo stesso rischio illustrato sopra: quello che, mediante informazioni false o reticenze, l'offerente possa indurre gli investitori a convincimenti sbagliati, in particolare che gli strumenti finanziari abbiano un valore diverso da quello reale.

Il garante è il terzo soggetto (in aggiunta all'emittente e all'offerente) che il legislatore chiama a rispondere per il contenuto del prospetto. Del garante la direttiva prospetti non offre una definizione. Si tratta inoltre di un soggetto che non necessaria-

mente partecipa all'operazione. Il garante, la cui presenza è eventuale, assicura il buon esito dell'offerta. Laddove vi sia un garante, anch'esso risponde di veridicità e completezza del prospetto. Difatti il garante, in modo simile all'emittente e all'offerente, potrebbe avere interesse a un prospetto non veritiero e non completo, al fine di incentivare gli investitori a sottoscrivere gli strumenti finanziari. Tramite l'affermazione della sua possibile responsabilità questo incentivo viene meno (o, quantomeno, viene ridotto). Anzi: viene creato esattamente l'incentivo opposto, quello di essere il più preciso e completo possibile.

La quarta categoria di potenziali convenuti in giudizio in un'azione da responsabilità da prospetto sono «le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto».

La direttiva prospetti non specifica chi siano tali persone.

Nemmeno il reg. n. 809 del 2004, di attuazione della direttiva prospetti, è chiaro nello stabilire cosa si debba intendere per «persona responsabile» ai fini del prospetto. Negli allegati a tale regolamento si indica il contenuto minimo dei documenti da predisporre e si fa riferimento alle persone responsabili, senza peraltro definirle. Ad esempio l'allegato I prevede che, fra le informazioni minime da includere nel documento di registrazione relativo ad azioni, si debba indicare «ogni persona responsabile delle informazioni fornite nel documento di registrazione e, eventualmente, di talune parti di esso. In quest'ultimo caso, indicare le relative parti. Nel caso di persone fisiche, inclusi i membri degli organi di amministrazione, di direzione o di vigilanza dell'emittente, fornire il nome e la qualifica della persona; nel caso di persone giuridiche, fornire la denominazione e la sede» (art. 1.1 allegato I al reg. n. 809 del 2004). Inoltre occorre una «dichiarazione delle persone responsabili del documento di registrazione attestante che, avendo esse adottato tutta la ragionevole diligenza a tale scopo, le informazioni in esso contenute sono, per quanto a loro conoscenza, conformi ai fatti e non presentano omissioni tali da alterarne il senso» (art. 1.2 allegato I al reg. n. 809 del 2004). Infine serve una «eventuale dichiarazione delle persone responsabili di talune parti del documento di registrazione attestante che, avendo adottato tutta la ragionevole diligenza a tale scopo, le informazioni contenute nella parte del documento di registrazione di cui sono responsabili sono, per quanto a loro conoscenza, conformi ai fatti e non presentano omissioni tali da alterarne il senso» (art. 1.1.2 allegato I al reg. n. 809 del 2004). Disposizioni simili sono contenute in altri allegati al regolamento comunitario. Nulla viene però detto in merito alla identità della persona responsabile. Il reg. n. 809 del 2004 dice solo che può trattarsi sia di una persona fisica sia di una persona giuridica. Di norma è un soggetto che opera in seno all'emittente. Non si deve però necessariamente trattare del rappresentante dell'emittente (tipicamente il presidente del consiglio di amministrazione o l'amministratore delegato); può anche essere un dipendente (ad esempio il direttore finanziario). In ipotesi può essere indicato nel prospetto come responsabile anche un mero consulente dell'emittente. Nella prassi non è raro che i prospetti vengano predisposti da dei consulenti esterni, tipicamente degli studi legali. Se tali soggetti vengono indicati nel prospetto come responsabili, essi possono essere chiamati dagli investitori a rispondere civilmente.

Anche l'art. 94 TUF è silente in merito a chi siano i responsabili per il prospetto.

Complessivamente dunque né la direttiva prospetti né il regolamento n. 809 del

2004 né l'art. 94 TUF identificano chi siano le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto.

Siccome il prospetto è atto dell'emittente, spetta in definitiva a questi individuare i responsabili. Qui si apre però un conflitto fra l'emittente e i soggetti dichiarabili responsabili. Difatti l'emittente ha interesse ad avere responsabili aggiuntivi, oltre a sé, che rispondono nei confronti degli investitori. Le altre persone che collaborano alla redazione del prospetto invece, non essendovi obbligate per legge, in genere non vogliono essere indicate nel prospetto come responsabili. Ad esempio uno studio legale, che pure viene pagato dall'emittente per preparare il prospetto, non ha evidentemente alcun interesse ad essere elencato fra i soggetti responsabili.

L'art. 6 della direttiva prospetti lascia agli Stati membri l'alternativa di prevedere una responsabilità dell'emittente *oppure* (= alternativa) dei suoi organi (di amministrazione, direzione o controllo). È però possibile prevedere una responsabilità congiunta: sia dell'emittente sia dei suoi organi. Bisogna dire che, sotto questo profilo, la direttiva prospetti si espone a una critica. È difatti evidente come ben diversa possa essere la consistenza patrimoniale dell'emittente rispetto ai suoi organi. Lo Stato membro che escludesse l'emittente dalla responsabilità da prospetto dovrebbe attribuire tale responsabilità a entità (come gli organi di amministrazione, direzione o controllo) che — potenzialmente — sono nullatenenti. Nel diritto italiano di attuazione l'art. 94 comma 8 TUF ha invece previsto la responsabilità congiunta di emittente, offerente, garante e persone responsabili (potenzialmente anche gli organi di amministrazione, direzione o controllo). La disciplina italiana risulta pertanto più severa di quella comunitaria che prevede come possibilità la responsabilità dell'emittente oppure, *in alternativa*, quella degli organi ⁽¹²⁾.

In connessione con il prospetto può inoltre essere affermata la responsabilità degli amministratori dell'emittente sulla base di disposizioni di legge diverse dall'art. 94 comma 8 TUF. Il riferimento è in particolare all'art. 2395 comma 1 c.c., secondo cui le disposizioni dei precedenti articoli (cioè quelle sulla responsabilità degli amministratori) «non pregiudicano il risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori». In questo caso, però, non si ha la stessa presunzione di colpevolezza («a meno che non provi ...») che opera invece nella responsabilità da prospetto ⁽¹³⁾. Secondo le regole generali spetta all'investitore che agisce in giudizio provare che l'amministratore non ha osservato la dovuta diligenza nella predisposizione del prospetto. L'attore deve provare il dolo o, almeno, la colpa.

La legge specifica che le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, «ciascuno in relazione alle parti di propria competenza». Si è visto sopra come la legge italiana, in conformità al diritto comunitario, consenta che per ogni parte del prospetto sia indicato un distinto responsabile. Ciascun responsabile risponde per la parte di prospetto predisposta.

La condotta vietata e sanzionata dalla disposizione consiste nella predisposizione

⁽¹²⁾ Cfr. S. BRUNO, *La (nuova) responsabilità da* 2008, I, 786 ss.

prospetto verso il pubblico, in *Banca borsa tit. cred.*, ⁽¹³⁾ V. S. BRUNO, *op. cit.*, 793.

di un prospetto carente sotto il profilo della «veridicità» e/o della «completezza». Un prospetto è veritiero quando contiene solo affermazioni che trovano riscontro conforme nella realtà delle cose. Un prospetto è completo quando non omette circostanze rilevanti.

L'evento che deve essere dedotto in giudizio consiste nell'adesione da parte dell'investitore all'operazione indicata nel prospetto (acquisto oppure vendita degli strumenti finanziari). Dall'adesione all'operazione deriva un danno. Questo danno consiste nel fatto che il prezzo degli strumenti finanziari, che sono stati comprati oppure venduti sulla base del prospetto, non riflette il loro valore reale. Se il prospetto fosse stato veritiero e completo, l'investitore non avrebbe acquistato i titoli oppure sarebbe stato disposto ad acquistarli ma solo a un prezzo diverso.

Deve inoltre sussistere un legame di causalità fra la condotta (prospetto non veritiero o non completo) e l'evento (compimento dell'operazione finanziaria). Questo nesso è espresso dalla legge con le parole «che abbia fatto ragionevole affidamento». Al fine di accertare se si è verificato tale affidamento è decisiva la gravità delle falsità e delle omissioni del prospetto. Non pare invece necessario che l'investitore provi di avere effettivamente letto il prospetto e di essere stato tratto in inganno dallo stesso. Questa prova non è necessaria in quanto l'art. 94 comma 8 TUF (come vedremo meglio più avanti) inverte, in via generale, l'onere della prova. Si tratterebbe inoltre di una prova veramente difficile da rendere. Ciò che il legislatore punta a ottenere con la responsabilità civile da prospetto è un comportamento corretto da parte di emittenti e intermediari. A questo fine impone la pubblicazione di un prospetto veritiero e completo. Nell'ipotesi in cui tale prospetto non sia veritiero e completo (e si tratti di falsità e omissioni rilevanti), si presume che esso sia idoneo ad alterare la scelta dell'investitore.

La legge stabilisce che i soggetti indicati nell'art. 94 comma 8 TUF possono andare esenti da responsabilità se forniscono la prova «di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso». Si verifica pertanto un'inversione dell'onere della prova. Data la sussistenza delle circostanze esaminate sopra (non veridicità o non completezza del prospetto, compimento dell'operazione e danno), si presume che la colpa sia di emittente, offerente, garante e persone responsabili. Tale presunzione di colpa non è prevista dalla direttiva prospetti. Anche sotto questo profilo, dunque, il legislatore italiano ha reso più stringente la disciplina di attuazione⁽¹⁴⁾. Spetterà a emittente, offerente, garante e persone responsabili, al fine di liberarsi da responsabilità, dimostrare di avere verificato con la massima diligenza possibile («ogni» diligenza, recita la legge) veridicità e completezza del prospetto. Si tratta di una prova difficile da rendere. In definitiva la scelta del legislatore d'invertire l'onere della prova dovrebbe avere l'effetto di favorire azioni in giudizio ex art. 94 TUF, invertendo la rotta rispetto al passato⁽¹⁵⁾. Finora difatti nell'ordinamento italiano le azioni per responsabilità da prospetto sono state rarissime.

⁽¹⁴⁾ S. BRUNO, *op. cit.*, 786 s.

tutele, in *Amministrazione & Finanza Oro*, 2006, f. 6.

⁽¹⁵⁾ Cfr. GIRINO, *I mercati finanziari fra abusi e* 107.

5. L'INTERMEDIARIO RESPONSABILE DEL COLLOCAMENTO (ART. 94 COMMA 9 TUF)

La legge prevede poi che «la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente» (art. 94 comma 9 TUF).

La disposizione aggiunge dunque un responsabile: mentre il comma 8 si occupa di emittente, offerente, garante e persone responsabili, il comma 9 si occupa dell'intermediario.

Si deve trattare non di un intermediario qualsiasi, ma dell'intermediario «responsabile del collocamento». La legge si premura di definire questa figura come «il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico» (art. 93-bis comma 1 lett. e TUF).

Al fine di comprendere il significato di questa disposizione bisogna riflettere sul fatto che gli strumenti finanziari emessi dall'emittente vengono collocati avvalendosi di un intermediario ⁽¹⁶⁾. L'emittente ha insomma bisogno di un soggetto professionale il quale curi il collocamento dei titoli. Il primo intermediario assume il ruolo di responsabile del collocamento (*lead manager*). Nella prassi però gli intermediari che collocano gli strumenti finanziari sono, di norma, una pluralità e affiancano il responsabile del collocamento componendo il c.d. consorzio di collocamento. Gli strumenti finanziari vengono di norma dapprima sottoscritti dagli appartenenti al consorzio di collocamento per essere poi ceduti ad altri intermediari. Infine i titoli vengono collocati presso i destinatari finali.

L'art. 94 comma 9 TUF fa ricadere la responsabilità da prospetto solo sul responsabile del collocamento e non sugli altri intermediari che intervengono nell'operazione. Questa soluzione parrebbe non del tutto soddisfacente dal punto di vista della tutela degli investitori. Gli intermediari diversi dal responsabile del collocamento vanno difatti esenti da responsabilità nonostante essi abbiano collaborato con il *lead manager* nel collocamento degli strumenti finanziari.

Complessivamente pare però sensato escludere gli intermediari diversi dal responsabile del collocamento dalla responsabilità da prospetto. La responsabilità «da prospetto» deve difatti essere ascritta a chi predispone il prospetto e, in linea di principio, non può essere attribuita ad altri soggetti. Nemmeno il responsabile del collocamento scrive il prospetto. Questi però è legato da uno stretto rapporto con l'emittente. In aggiunta al ruolo organizzativo nella distribuzione degli strumenti finanziari, il compito del responsabile del collocamento è infatti quello di controllare i contenuti del prospetto, verificandone veridicità e completezza. La funzione di controllo del prospetto predisposto dall'emittente non è invece attribuita agli intermediari diversi dal responsabile del collocamento, in quanto essi — nella catena distributiva — sono troppo «lontani» dall'emittente per essere investiti da tale compito.

Se gli intermediari diversi dal responsabile del collocamento non rispondono ai sensi dell'art. 94 comma 9 TUF (e tantomeno ai sensi dell'art. 94 comma 8 TUF),

⁽¹⁶⁾ Sulla prassi di collocamento degli strumenti finanziari cfr. PAGNONI, *Negoziazione e collocamento «riservato» come modelli alternativi di offerta di prodotti finanziari*, in *Società*, 2005, 159 s.

bisogna capire se essi rispondono alla luce di altre disposizioni. La risposta a questa questione è affermativa. Vi sono difatti norme che consentono di affermare la loro responsabilità. Va citato in particolare l'art. 34-*sexies* reg. emittenti, secondo cui «i soggetti indicati nell'art. 95 comma 2 del testo unico si attengono a principi di correttezza, trasparenza e parità di trattamento dei destinatari dell'offerta al pubblico e si astengono dal diffondere notizie non coerenti con il prospetto o idonee a influenzare l'andamento delle adesioni» (art. 34-*sexies* comma 1 reg. emittenti). Inoltre «l'offerente e i soggetti incaricati del collocamento, in particolare: a) rispettano le modalità operative indicate nel prospetto; b) compiono, con la massima tempestività, le attività necessarie per il perfezionamento dell'investimento e quelle comunque connesse all'esercizio di diritti degli investitori» (art. 34-*sexies* comma 2 reg. emittenti).

Si potrebbe anche ipotizzare una responsabilità degli intermediari sulla base del disposto dell'art. 2339 comma 2 c.c. Si tratta di disposizione dettata nel contesto della costituzione di s.p.a. per pubblica sottoscrizione. Il programma presentato dai promotori viene accettato dai soci fondatori che sottoscrivono il capitale iniziale. Al riguardo la legge prevede che sono «solidalmente responsabili verso la società e verso i terzi coloro per conto dei quali i promotori hanno agito» (art. 2339 comma 2 c.c.). Si tratta in sostanza dello stesso ruolo assunto dagli intermediari, i quali agiscono per conto dell'emittente nel collocare i prodotti. Essi possono rispondere nei confronti dei terzi, cioè degli investitori che hanno fatto affidamento sulle informazioni contenute nel prospetto.

Infine la responsabilità dell'intermediario che colloca ai compratori al dettaglio gli strumenti finanziari può essere affermata sulla base delle norme di comportamento degli intermediari finanziari (art. 21 TUF)⁽¹⁷⁾. Si tratta però di una tipologia di responsabilità diversa da quella da prospetto. La Corte di Cassazione, nelle sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007⁽¹⁸⁾, ha affermato che la violazione dei doveri d'informazione del

⁽¹⁷⁾ La letteratura sulla responsabilità degli intermediari finanziari per violazione delle norme di comportamento è estremamente ampia. Fra i più recenti contributi, e sotto diversi profili, si possono ricordare: MARCHIANDI, *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell'investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 376 ss.; MORANDI, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbl. contr.*, 2009, 47 ss.; SANGIOVANNI, *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. it.*, 2009, 1682 ss.; SANGIOVANNI, *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in questa *Rivista*, 2009, 1516 ss.; SERRAINO, *Tutela dell'investitore e responsabilità dell'intermediario*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, f. 3, 55 ss.; SESTA, *I contratti relativi alla gestione di portafogli*, in *Trattato della responsabilità civile* (diretto da Visintini), II, Padova, 2009, 727 ss.

⁽¹⁸⁾ Cass., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 133 ss., con nota di Bove; in *Contratti*, 2008, 221 ss., con nota di Sangiovanni; in *Corr. giur.*, 2008, 223 ss., con nota di Mariconda; in *Danno resp.*, 2008, 525 ss., con note di Rop-

po e di Bonaccorsi; in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, 691 ss., con nota di Mazzini; in *Dir. giur.*, 2008, 407 ss., con nota di Russo; in *Giur. comm.*, 2008, II, 604 ss., con nota di F. Bruno-Rozzi; in *Giust. civ.*, 2008, I, 2775 ss., con nota di Febbrajo; in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, 155 ss., con nota di Calisai; in *Società*, 2008, 449 ss., con nota di Scognamiglio. Si sono occupati di queste sentenze anche AUTEKITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 1157 ss.; CESIANO, *Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 614 ss.; D'AMICO, *Nullità virtuale-Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in *Contratti*, 2009, 732 ss.; GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contr. impr.*, 2008, 1 ss.; GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss.; GUERNELLI, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*,

cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti fra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria.

Dunque il responsabile del collocamento risponde nei confronti degli investitori ai sensi dell'art. 94 comma 9 TUF e questa responsabilità si aggiunge a quella di emittente, offerente, garante e persone responsabili di cui all'art. 94 comma 8 TUF. Per completezza si deve però notare che, se è vero che la responsabilità del responsabile del collocamento sussiste nei confronti degli investitori, è altrettanto vero che essa sussiste anche nei confronti dell'emittente. Fra l'emittente e il responsabile del collocamento viene difatti concluso un contratto («contratto di collocamento») con il quale il responsabile si assume l'obbligo di collocare gli strumenti finanziari ⁽¹⁹⁾. La violazione di questi obblighi contrattuali può determinare responsabilità nei confronti dell'emittente. Si tratta però, all'evidenza, di materia diversa dalla responsabilità da prospetto.

Passando ad analizzare il contenuto della responsabilità del responsabile del collocamento, essa sussiste anzitutto per «informazioni false». Si deve trattare della rappresentazione di circostanze che non corrispondono al vero. La responsabilità dell'intermediario sussiste inoltre per «omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole». Omettere vuol dire tacere qualcosa che andava invece scritto. Non ogni omissione è in grado di fondare la responsabilità civile dell'intermediario. Si deve trattare di omissioni che sono idonee a influenzare le decisioni di un investitore ragionevole, ossia di reticenze concernenti circostanze importanti.

2009, I, 360 ss.; MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *Contratti*, 2008, 555 ss.; MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, 403 ss.; MARAGNO, *L'orientamento del Tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 1280 ss.; PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. impr.*, 2008, 936 ss.; RIGHINI, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 150 ss.; SIGNORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Società*, 2009, 55 ss.; TODOROVA, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. it.*, 2008,

1307 ss. Per un intervento più recente della giurisprudenza di legittimità cfr. Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno resp.*, 2009, 503 ss., con nota di Sangiovanni.

⁽¹⁹⁾ Fra l'altro i collocatori vengono indicati nei documenti che compongono il prospetto. Il regolamento comunitario prevede difatti che fra le informazioni minime da includere nella nota informativa sugli strumenti finanziari relativa ad azioni rientrano «nome e indirizzo dei soggetti che accettano di sottoscrivere l'emissione sulla base di un impegno di assunzione a fermo e nome e indirizzo dei soggetti che accettano di collocare l'emissione senza un impegno di assunzione a fermo o nell'ambito di un accordo di «vendita al meglio». Indicazione degli elementi essenziali degli accordi, comprese le *tranche*. Se la sottoscrizione non riguarda la totalità dell'emissione, indicare la parte non coperta. Indicazione dell'ammontare complessivo della commissione di sottoscrizione e della commissione di collocamento» (art. 5.4.3 allegato III al reg. n. 809/2004). Disposizioni simili sono contenute in altri allegati.

Nel caso dell'intermediario responsabile del collocamento di cui al comma 9 dell'art. 94 TUF informazioni false e omissioni non hanno a che fare direttamente con il prospetto. Mentre difatti il comma 8 si richiama alle informazioni contenute nel prospetto, tale richiamo non è contenuto nel comma 9. Ciò è comprensibile in quanto l'intermediario non predispone in senso stretto il prospetto, ma si limita a collocare gli strumenti finanziari. Come si è accennato sopra, al responsabile del collocamento può invece essere mossa la diversa contestazione di non avere controllato adeguatamente il prospetto.

Al fine di andare esente da responsabilità, l'intermediario responsabile del collocamento deve provare di avere adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso (il comma 9 dell'art. 94 TUF richiama il comma 8 dello stesso articolo).

6. LA RESPONSABILITÀ EX ART. 113 TUF E LA FIGURA DELLO SPONSOR

Buona parte dell'art. 94 TUF si applica anche nel caso di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari. Prevede difatti la legge che «prima della data stabilita per l'inizio delle negoziazioni degli strumenti finanziari comunitari in un mercato regolamentato l'emittente o la persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni pubblica un prospetto⁽²⁰⁾. Si applicano gli artt. 94, commi 1, 2, 3, 4, 5, 8, 10 e 11 e 94-bis, commi 1, 2, 3 e 5 anche nei confronti della persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni» (art. 113 comma 1 TUF).

Ai fini che qui interessano della materia della responsabilità civile vengono richiamati i commi 8, 10 e 11 dell'art. 94 TUF. Non viene invece dichiarato applicabile il comma 9. Dal punto di vista soggettivo, il richiamo all'art. 94 comma 8 TUF fa sì che rispondano i soggetti ivi indicati, cioè l'emittente, l'offerente, l'eventuale garante e le persone responsabili. Il mancato richiamo all'art. 94 comma 9 TUF ha invece per conseguenza che non risponde l'intermediario responsabile del collocamento.

L'intermediario che si occupa della quotazione viene definito dal regolamento emittenti come *sponsor* o *listing partner*; più precisamente è «l'intermediario che collabora con l'emittente nella procedura di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato degli strumenti finanziari comunitari» (art. 51 lett. a reg. emittenti). I poteri/doveri dello *sponsor* sono indicati nel Regolamento di Borsa Italiana s.p.a.⁽²¹⁾. Il *listing partner* assume specifiche responsabilità nei confronti di Borsa Italiana, rilasciando apposite dichiarazioni⁽²²⁾. Pur nella similitudine delle funzioni svolte dal

⁽²⁰⁾ Si tratta della attuazione dell'art. 3 par. 3 direttiva prospetti: «gli Stati membri assicurano che l'ammissione di strumenti finanziari alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante nel loro territorio sia subordinata alla pubblicazione di un prospetto».

⁽²¹⁾ Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., 22 giugno 2009, in www.borsaitaliana.it.

⁽²²⁾ Nello specifico lo *sponsor*: «a) attesta di avere comunicato a Borsa Italiana tutti i dati e i fatti di

cui egli è venuto a conoscenza nel corso della propria attività e che dovrebbero essere presi in considerazione da Borsa Italiana stessa ai fini dell'ammissione alla quotazione ... b) assicura che l'organo amministrativo e l'organo di controllo sono stati adeguatamente informati in ordine alle responsabilità e agli obblighi derivanti dalle leggi e dai regolamenti in vigore e conseguenti all'ammissione alla quotazione degli strumenti finanziari della società stessa; c) dichiara di essersi formato il ragionevole convincimento, anche sulla base di apposite verifiche con-

responsabile del collocamento e dallo *sponsor*, è però difficile prescindere dal fatto che — per il prospetto di quotazione — l'art. 113 comma 1 TUF non richiama l'art. 94 comma 9 TUF. Pare dunque doversi escludere una responsabilità del *listing partner* da prospetto.

7. LA NOTA DI SINTESI (ART. 94 COMMA 10 TUF) E IL TERMINE DI DECADENZA (ART. 94 COMMA 11 TUF)

La legge prevede poi che «nessuno può essere chiamato a rispondere esclusivamente in base alla nota di sintesi, comprese le eventuali traduzioni, a meno che la nota di sintesi possa risultare fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme ad altre parti del prospetto» (art. 94 comma 10 TUF).

Secondo la disciplina attuativa della Consob, «la nota di sintesi, prevista dall'art. 94 comma 2 del testo unico, è redatta in linguaggio non tecnico e in conformità all'art. 24 del regolamento n. 809/2004/CE. La nota di sintesi illustra brevemente le caratteristiche essenziali dei prodotti finanziari, dell'emittente e degli eventuali garanti nonché i fattori di rischio connessi a ciascuno di essi e contiene un'avvertenza secondo cui: a) va letta come un'introduzione al prospetto; b) qualsiasi decisione di investire nei prodotti finanziari dovrebbe basarsi sull'esame da parte dell'investitore del prospetto completo; c) qualora sia proposta un'azione dinanzi all'autorità giudiziaria in merito alle informazioni contenute nel prospetto, l'investitore ricorrente potrebbe essere tenuto a sostenere le spese di traduzione del prospetto prima dell'inizio del procedimento e d) la responsabilità civile incombe sulle persone che hanno redatto la nota di sintesi, soltanto qualora la stessa nota risulti fuorviante, imprecisa o incoerente se letta congiuntamente alle altre parti del prospetto» (art. 5 comma 3 reg. emittenti).

Sia in base alla normativa di rango primario sia in base alla normativa di rango secondario bisogna dunque distinguere fra il prospetto e la nota di sintesi. Mentre per il prospetto la responsabilità è quella illustrata sopra, per la nota di sintesi i margini per far valere la responsabilità sono più stretti. Addirittura l'art. 94 comma 10 TUF esclude che possa essere fatta valere la responsabilità in base alla sola nota di sintesi. La responsabilità può essere data solo dall'effetto congiunto di nota di sintesi e altre parti del prospetto.

La legge prevede infine che «le azioni risarcitorie sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto le

dotte secondo le modalità indicate nelle Istruzioni da una società di revisione o da altro soggetto qualificato indicato dallo *sponsor* e accettato dall'emittente, che la società emittente e le principali società del gruppo ad essa facente capo abbiano attualmente in funzione al proprio interno un sistema di controllo di gestione tale da consentire ai responsabili di disporre periodicamente e con tempestività di un quadro sufficientemente esaustivo della situazione economica e finanziaria della società e dell'eventuale gruppo a essa facente capo; d) dichiara di essersi formato il convincimento che i dati previsionali esibiti nell'ambito del piano industriale, relativi all'esercizio in corso alla data di presentazione della

domanda di quotazione, sono stati determinati dall'emittente dopo attento e approfondito esame documentale delle prospettive economiche e finanziarie dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo. Qualora il giorno in cui è stata completata la documentazione da allegare alla domanda di ammissione alla quotazione sia successiva al 15 settembre, la dichiarazione deve estendersi ad almeno i primi sei mesi dell'esercizio successivo. Ai fini del rilascio della dichiarazione, lo *sponsor* potrà avvalersi di un'apposita verifica condotta da una società di revisione o da altro soggetto qualificato indicato dallo *sponsor* e accettato dall'emittente» (art. 2.3.4 reg. Borsa Italiana).

falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione» (art. 94 comma 11 TUF). La legge fissa dunque un termine di cinque anni per l'esercizio dell'azione. Questo termine può essere superato nel caso in cui le falsità o le omissioni siano state scoperte successivamente, con un'estensione massima di due anni prima dell'azione. In questo caso spetta però all'investitore dimostrare di avere scoperto falsità o omissioni dopo il termine di cinque anni.

