

COMMENTARIO T.U.F.
DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58
E SUCCESSIVE MODIFICAZIONI

Tomo I - Artt. 1-101

a cura di
Francesco Vella



G. Giappichelli Editore – Torino

© Copyright 2012 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
LINEA PROFESSIONALE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100
<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-7524-222-0 (Due tomi indivisibili)

Composizione: Voxel Informatica s.a.s. - Chieri (To)

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.

Articolo 100-bis

Circolazione dei prodotti finanziari

1. La successiva rivendita di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di un'offerta al pubblico esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto costituisce ad ogni effetto una distinta e autonoma offerta al pubblico nel caso in cui ricorrano le condizioni indicate nella definizione prevista all'articolo 1, comma 1, lettera t), e non ricorra alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100.

2. Si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100.

3. Nell'ipotesi di cui al comma 2, qualora non sia stato pubblicato un prospetto, l'acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale, può far valere la nullità del contratto e i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato. Resta ferma l'applicazione delle sanzioni previste dall'articolo 191 e quanto stabilito dagli articoli 2412, secondo comma, 2483, secondo comma, e 2526, quarto comma, del codice civile.

4. Il comma 2 non si applica alla rivendita di titoli di debito emessi da Stati membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) con classamento creditizio di qualità bancaria (rating investment grade) assegnato da almeno due primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (rating), fermo restando l'esercizio delle altre azioni civili, penali e amministrative previste a tutela del risparmiatore.

4-bis. La Consob può dettare disposizioni di attuazione del presente articolo.

SOMMARIO: 1. Evoluzione della normativa. – 2. Le rivendite dei prodotti finanziari successivi a un *private placement*. – 3. Il c.d. *holding period* e le categorie di investitori protette. – 4. *Segue*. La nullità di protezione e l'obbligo della garanzia di solvenza.

Commento di Marco Palmieri

1. Rispetto alla versione originariamente inserita all'interno del Tuf ad opera dell'art. 11, comma 2, lett. c), d.lgs. 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. legge salva risparmio), la disposizione in esame ha subito varie e radicali modifiche¹. Introdotta al fine di fornire

una risposta rapida e concreta alle pratiche

maggio 2012 per apportare alcune correzioni e integrazioni al recepimento delle direttive 2008/11/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 marzo 2008, 2010/73/UE e 2010/78/UE del Parlamento europeo e del Consiglio entrambe del 24 novembre 2010. In tale schema si prevede l'inserimento di un nuovo comma, il 2-bis, che dispone che «L'intermediario, nelle rivendite successive di prodotti finanziari, può avvalersi di un prospetto già disponibile e ancora valido, purché l'emittente o la persona responsabile della redazione del prospetto abbiano dato il loro consenso a tale utilizzo mediante accordo scritto».

¹ Un possibile ulteriore intervento al testo della norma in commento si profila all'interno di uno schema di decreto legislativo pubblicato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze ai fini di una pubblica consultazione scadente il 20

che avevano caratterizzato gli scandali finanziari dei primi anni dello scorso decennio, la sua prima formulazione dava vita, nondimeno, a numerosi interrogativi in merito alla sua applicabilità².

Il primo comma disponeva, infatti, che, nei casi di sollecitazione all'investimento diretta ai soli «*investitori professionali*», il successivo trasferimento dei prodotti nei portafogli di investitori non aventi una simile qualifica esponesse i sottoscrittori all'obbligo di garanzia a favore dei successivi prenditori, ricalcando quanto già previsto dal riformatore nel 2003 in tema di sottoscrizione di obbligazioni emesse al di fuori dei mercati regolamentati dalle s.p.a. non quotate oltre il limite fissato dal comma 1 dell'art. 2412 c.c. A differenza della norma contenuta nel codice, un simile «avallo» perdurava per il solo primo anno di vita del prodotto. Benché limitato temporalmente, tale obbligo sottoponeva – e, in parte, come si vedrà meglio nel prossimo capitolo, continua a esporre – gli intermediari ad un grave rischio economico, equivalente al valore nominale del prodotto finanziario, qualora questo avesse avuto come causa sottostante un diritto di credito nei confronti dell'emittente-debitore³; esso avrebbe com-

portato, inoltre, dei seri rischi per la stabilità del mercato, in particolare nei confronti degli istituti di credito che avrebbero visto sensibilmente aggravato il loro rischio patrimoniale.

Tuttavia, era soprattutto la previsione contenuta nel secondo comma a destare le maggiori perplessità. Si disponeva, infatti, che l'intermediario non sarebbe stato gravato dall'obbligo di garanzia qualora avesse fornito agli acquirenti un «*documento informativo contenente le informazioni stabilite dalla Consob*» anche nel caso la vendita fosse avvenuta su richiesta di questi ultimi. Per rafforzare la tutela nei confronti dei contraenti deboli si aggiungeva che l'onere della prova in merito all'assolvimento dei citati obblighi era posto a carico dell'intermediario.

Il testo non chiariva, dunque, quale contenuto dovesse avere il documento informativo e se esso dovesse avere una struttura equivalente ad un prospetto. Inoltre, non sembrava facilmente attuabile la redazione del documento da parte dell'intermediario senza una collaborazione dell'emittente⁴. La norma si rivelava così scarsamente applicabile a fronte di una responsabilità pressoché oggettiva dell'intermediario nel caso l'operazione di rivendita si fosse realizzata, risultando sostan-

² Il testo originariamente inserito dall'art. 11, comma 2, lett. c), d.lgs. 28 dicembre 2005, n. 262, era il seguente: «*Nei casi di sollecitazione all'investimento di cui all'articolo 100, comma 1, lettera a), e di successiva circolazione in Italia di prodotti finanziari, anche emessi all'estero, gli investitori professionali che li trasferiscono, fermo restando quanto previsto ai sensi dell'articolo 21, rispondono della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali, per la durata di un anno dall'emissione. Resta fermo quanto stabilito dall'articolo 2412, secondo comma, del codice civile.*

Il comma 1 non si applica se l'intermediario consegna un documento informativo contenente le informazioni stabilite dalla Consob agli acquirenti che non siano investitori professionali, anche qualora la vendita avvenga su richiesta di questi ultimi. Spetta all'intermediario l'onere della prova di aver adempiuto agli obblighi indicati dal presente comma».

³ La previsione era principalmente indirizzata a tutelare i possessori di obbligazioni emesse da controllate estere appartenenti a dei gruppi alimentari italiani che erano rimasti coinvolti nei *crack* avvenuti nei primi anni dello scorso decennio avendo acquistato sul mercato secondario i titoli emessi tramite *private placements*. Sul punto cfr., *ex multis*, ONADO, *I risparmiatori*, 499 ss.; FIMMANÒ, *I gap di informazione*, 401 ss.; FORTUNATO, *I fallimenti*, 929 ss.; PARDOLESI, A.M.P., PORTOLA-

NO, *Latte*, 195 ss.; PAGNONI, *Negoziazione*, 157 ss.; VI-GLIONE, *Circolazione*, 43 ss.; PELLEGRINI, *Prospetto informativo*, 349 ss.; AMOROSINO, *Funzioni*, 151. Il riferimento al termine «*solvenza*» sembrava, quindi, escludere tale garanzia in tutti i casi in cui il diritto economico del prodotto finanziario fosse risultato legato all'andamento dell'attività dell'emittente o ad altri fattori esterni. Non parevano, dunque, rientrare nell'ambito di applicazione della norma le azioni, dato che i soci non vantano immediati diritti di credito nei confronti della società al pagamento di utili o alla corresponsione di una frazione del residuo *post-liquidatorio*, in quanto tali diritti nascono solo qualora degli utili siano effettivamente conseguiti (e resi distribuibili in forza di una delibera assembleare) o perché residui un attivo a fronte della soddisfazione dei creditori sociali. Allo stesso modo non potevano rientrare i diritti di credito la cui sorte fosse stata interamente legata all'andamento di una variabile (si pensi alle obbligazioni indicizzate *ex art.* 2411, comma 2, c.c., i cui interessi possono essere ridotti o annullati, o agli strumenti finanziari derivati il cui sottostante può comportare anche un sostanziale azzeramento del nominale). Sul punto cfr. ASSONIME, *Le nuove disposizioni*, 487.

⁴ Sul punto cfr. ASSONIME, *Le nuove disposizioni*, 486; COSTI, *Il mercato*, 65 s.

zialmente tesa a impedire che a dei *private placements* potesse seguire il ricollocamento dei titoli a favore dei risparmiatori⁵.

L'attuale versione, frutto di un radicale intervento correttivo condotto dall'art. 3, comma 8, d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 – poi confermato nella sostituzione dell'intero Capo I del Titolo 2 del Tuf ad opera dell'art. 3, d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, e della successiva stratificazione di ulteriori interventi modificativi operati dall'art. 15, d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164⁶ – ha risolto alcune delle incertezze presenti nel testo originariamente emendato, anche se tale opera di revisione non pare aver sanato tutti i dubbi applicativi⁷.

Quest'ultima ragione sembra aver indotto, in ultimo, il legislatore ad affidare alla Consob, a mezzo dell'inserzione del nuovo comma 4-bis, il compito di approntare una disciplina attuativa che possa chiarire gli interrogativi residui⁸. Ad oggi, tuttavia, la Commissione non ha ancora esercitato la delega concessa e, quindi, rimangono ancora irrisolti degli importanti quesiti in merito all'applicazione dell'articolo in commento⁹.

⁵ Per una critica della norma cfr. COSTI, *La nuova disciplina*, 115; MENTI, *Conflitto di interessi*, 960; SANGIOVANNI, *Mancata pubblicazione*, 971.

⁶ Gli interventi operati dal suddetto articolo hanno sostituito le espressioni «una sollecitazione» e «investitori professionali» rispettivamente con «un'offerta al pubblico» e «investitori qualificati», mentre la parola prospetto ha perso l'aggettivo «informativo» al fine di ricordare la disciplina esistente con quella nuova introdotta a seguito del recepimento della direttiva MiFID. Per un approfondimento sul concetto di offerta al pubblico cfr. DI BRINA, *Considerazioni*, 642 ss.

⁷ Rileva come la norma contenga vocaboli non definiti, risultando, pertanto, di non facile lettura, SANGIOVANNI, *L'art. 100 bis Tuf*, 1318. Per un giudizio negativo anche dell'attuale versione della norma in commento cfr. BOCHICCHIO, *La nuova*, 530 s. e 542 ss., il quale sottolinea la necessità di aumentare la consapevolezza del risparmiatore piuttosto che limitare *ex lege* la negoziazione dei titoli «pericolosi».

⁸ La delega legislativa è stata affidata a mezzo dell'art. 1, comma 5, d.lgs. 17 luglio 2009, n. 101. Sul punto cfr. RABITTI BEDOGNI, *Le nuove funzioni*, 348, che sottolinea come il potere regolamentare affidato alla Consob sia «di ampio respiro [...] sarà quello di contemperare le esigenze di tutela dei risparmiatori con le esigenze di efficienza e trasparenza del mercato».

⁹ Si noti, inoltre, che simili operazioni possono trovare delle forme di tutela dell'investitore anche nella normativa degli incentivi introdotta dalla MiFID disci-

2. Il comma 1 della norma in commento definisce i confini applicativi della disciplina dell'offerta pubblica di sottoscrizione o di vendita, nonché del conseguente obbligo di pubblicazione del prospetto, a fronte di una rivendita di prodotti collocati avvalendosi delle esenzioni previste dall'art. 100 Tuf, ovvero attuando un c.d. *private placement*¹⁰.

La disposizione impone, in particolare, che il rivenditore/offrente sia tenuto ad applicare gli art. 94 ss. Tuf nei confronti dei potenziali acquirenti, qualora la rivendita abbia le caratteristiche di un'offerta al pubblico di prodotti finanziari ai sensi della lett. t) del comma 1 dell'art. 1 Tuf¹¹ – ossia qualora si attui una comunicazione, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, rivolta a potenziali investitori, che contenga le informazioni sulle condizioni dell'offerta e sui prodotti finanziari sufficienti per permettere ai destinatari di decidere se acquistare i prodotti offerti – e non si ricada nuovamente in uno dei casi di esenzione previsti dall'art. 100 Tuf¹².

Il legislatore si preoccupa, in questo modo, di tutelare i destinatari dell'offerta che finirebbero per non potersi avvalere del con-

plinata dall'art. 52 reg. Intermediari: sul punto, con particolare riferimento agli incentivi rivolti ai collocatori, cfr. CHIEFFI, *Gli inducements*, 435 s.; GAFFURI, *I servizi*, 155 ss.; LUCCARELLI, *La disciplina*, 239 ss.

¹⁰ Nel linguaggio finanziario l'espressione indica genericamente una sottoscrizione di strumenti finanziari attuata in assenza di prospetto.

¹¹ Sottolinea la natura tautologica della norma COSTI, *Il mercato*, 65.

¹² La norma sembra debba trovare applicazione anche nel caso i prodotti inizialmente sottoscritti vengano ceduti a favore di altri investitori qualificati e solo successivamente a investitori non aventi una simile qualifica. Tuttavia, pare doversi escludere che le sanzioni e la responsabilità dei danni derivanti dall'operazione, connessa alla dichiarazione di nullità ai sensi del comma 3 della norma in commento, trovino applicazione, oltre che nei confronti degli investitori qualificati cedenti i prodotti a favore dei cessionari finali, anche nei confronti dei primi sottoscrittori, ancorché consapevoli della destinazione ultima dei prodotti. Il comma 3 della norma in commento dispone, infatti, che la disposizione si debba applicare solo nei confronti dei «soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita». In senso analogo cfr. COSTI, *La nuova disciplina*, 116; VIGLIONE, *Circolazione*, 68 s.; SANGIOVANNI, *L'art. 100 bis Tuf*, 1333 s.; con particolare riguardo agli internalizzatori sistematici e ai sistemi di negoziazione multilaterale F. ANNUNZIATA, *Le offerte*, 635.

tributo informativo costituito dal prospetto nei casi in cui la sollecitazione non sia accompagnata dalla pubblicazione di un simile documento: si pensi, ad esempio, alle offerte inizialmente indirizzate a un pubblico di investitori qualificati *ex art.* 100, comma 1, lett. *a*), Tuf o a non più di centocinquanta investitori ai sensi dell'art. 34-ter, comma 1, lett. *a*), reg. Emittenti¹³, oppure caratterizzate da una *tranche* minima di sottoscrizione, pari a un pacchetto di prodotti per un valore complessivo di 100.000 euro ai sensi dell'art. 34-ter, comma 1, lett. *d*), reg. Emittenti¹⁴, che siano poi riversate, rispettivamente, su un pubblico di investitori non qualificati, su un pubblico indistinto di investitori o, comunque, su un numero di investitori (non qualificati) superiore a centocinquanta, oppure suddivise in *tranches* di minore dimensione¹⁵.

Funzione sostanzialmente analoga viene svolta anche dal successivo alinea dell'articolo in commento. Ai sensi del comma 2 si realizza, infatti, un'offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato ai soli «*investitori qualificati*» —

esentato, pertanto, dall'obbligo di pubblicazione del prospetto ai sensi dell'art. 100, comma 1, lett. *a*), Tuf — siano sistematicamente rivenduti a soggetti diversi nei dodici mesi successivi e tale cessione non ricada nelle esenzioni disciplinate dall'art. 100 Tuf.

Dalla lettura congiunta delle suddette disposizioni emerge, apparentemente, una loro possibile sovrapposizione e un conseguente conflitto. La «*successiva rivendita*» effettuata dagli investitori qualificati ai sensi del comma 1 si potrebbe collocare, infatti, all'interno dei «*dodici mesi successivi*» dall'iniziale sottoscrizione di cui al comma 2: in tale periodo i prodotti potranno, infatti, essere «*sistematicamente rivenduti a soggetti diversi dagli investitori qualificati*», realizzando anche in questo caso un'offerta al pubblico, pur se non compiuta, verosimilmente, tramite un messaggio rivolto *ad incertam personam*¹⁶.

Per evitare una possibile antinomia e per giungere a conservare una motivazione alle differenti discipline contenute nei primi due commi dell'articolo in esame (come si vedrà meglio nei prossimi paragrafi, la violazione del comma 2 comporta, ai sensi del successivo comma 3, la nullità dell'operazione a protezione dell'investitore finale, oltre all'obbligo del risarcimento dei danni cagionati), occorre approfondire la natura delle cessioni dei titoli inizialmente sottoscritti avvalendosi dell'esenzione prevista dall'art. 100, comma 1, lett. *a*), Tuf disciplinate nei due commi dell'articolo in commento.

L'unica differenza che si può riscontrare nella *ratio* dei due istituti risiede, infatti, nella modalità delle vendite che, nei soli casi regolati dal comma 2, debbono avere la caratteristica della sistematicità affinché si renda neces-

¹³ La soglia precedente di cento persone fisiche è stata innalzata a seguito del recepimento della direttiva 2010/73/UE ad opera dell'art. 1, comma 1, lett. *p*), delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079. Per un esame della nuova soglia di 100.000 euro contenuta nella lett. *d-bis*) dell'art. 34-ter, comma 1, reg. Emittenti, aggiunta dall'art. 1, comma 2, lett. *d*), delibera Consob 9 maggio 2012, n. 18214, si rinvia al commento dell'art. 100, § 3.

¹⁴ Si deve invece escludere *tout court* la rivendita di prodotti che abbiano un taglio minimo di 100.000 euro, dato che gli stessi sono sempre esclusi dall'obbligo di un prospetto *ex art.* 34-ter, comma 1, lett. *e*), reg. Emittenti: per una critica della norma v. *supra*, il § 2 del commento all'art. 100 Tuf. Entrambe le soglie sono state innalzate dall'originario valore di 50.000 euro a seguito del recepimento della direttiva 2010/73/UE ad opera dell'art. 1, comma 1, lett. *p*), delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079.

¹⁵ La norma appare particolarmente utile qualora l'emissione si delinei nel c.d. *grey market*, ossia informalmente fra l'emittente e gli intermediari primi sottoscrittori, che assumono il rischio del successivo collocamento sul mercato secondario allargato anche agli investitori non qualificati esercitando il servizio di sottoscrizione (o acquisto, nel caso i titoli siano inizialmente da altro intermediario finanziario) a fermo *ex art.* 1, comma 5, lett. *e*), Tuf. Per un esame dei vantaggi di un simile sistema di negoziazioni cfr. DE SANTIS, *Collocamento*, 1285 ss., e part. 1293 s.

¹⁶ In tal senso cfr. DI BRINA, *Considerazioni*, 647 s.; DE SANTIS, *Collocamento*, 1308 s. Sul punto cfr. CANNIZZARO, *Commento*, 565 s., anche per ulteriori riferimenti bibliografici, che alla luce del testo inizialmente emendato del Tuf rilevava come fosse acquisito che uno dei requisiti necessari per il compimento di una sollecitazione (ora offerta di sottoscrizione o vendita) fosse «*la natura in incertam personam dell'offerta*». Cfr. anche la critica di BOCHICCHIO, *La nuova*, 529. Per una lettura delle disposizioni che, pur rilevando l'esistenza di un'offerta «*indiretta*» sembra escludere una possibile sovrapposizione cfr. SANGIOVANNI, *Mancata pubblicazione*, 966 s.; ID., *L'art. 100 bis Tuf*, 1318 ss.

saria l'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita¹⁷.

In attesa che la Consob, possa chiarire i confini del concetto di sistematicità, in forza della delega concessa dal comma 4-bis dell'articolo in commento, sembra potersi affermare che tale caratteristica debba essere intesa contraddistinguere quelle cessioni, contrattate singolarmente¹⁸, che, seppure temporalmente frammentate, o intervallate dalla riacquisizione temporanea dei titoli ceduti, appaiono realizzare, per il loro contenuto seriale, un'operazione unitaria di cessione dei titoli inizialmente sottoscritti avvalendosi delle esenzioni ex art. 100, comma 1, lett. a), Tuf¹⁹.

¹⁷ Nota correttamente SANGIOVANNI, *Mancata pubblicazione*, 971, e ID., *L'art. 100 bis Tuf*, 1322, come, al fine dell'applicazione della disciplina, a nulla rilevi il fatto che la richiesta di acquisizione degli strumenti giunga dall'investitore non qualificato. Sulla definizione di sistematicità cfr. PELLEGRINI, *Le controversie*, 288 s., che sottolinea come tale criterio si debba delineare sulla base del numero di clienti coinvolto rapportato alle dimensioni dell'intermediario. Sul punto cfr. anche DI BRINA, *Considerazioni*, 646 s.

¹⁸ *Contra* ASSONIME, *Le nuove disposizioni*, 484 s., che esclude che la norma debba essere applicata alle cessioni contrattate individualmente.

¹⁹ Cfr. BOCHICCHIO, *La nuova*, 529, che individua il carattere distintivo dell'operazione nel fatto che i titoli rivenduti non siano già presenti sul mercato secondario perché «immobilizzat[i] nel patrimonio dell'intermediario o del proprietario» e che senza tale «offerta» i risparmiatori non avrebbero mai potuto acquistarlo. La soluzione, pur suggestiva, si presta tuttavia alla critica di non prendere in considerazione la possibilità che il *private placement* possa avere ad oggetto dei titoli di una fattispecie già circolante sul mercato (si pensi ad un aumento di capitale di una s.p.a. riservato a investitori qualificati, oppure alle offerte pluriennali di obbligazioni attraverso le quali vengono riversate sul mercato a diverse scadenze – anche superiori ai dodici mesi del c.d. *holding period* fissato dal comma 2 – delle *tranches* di titoli aventi le medesime caratteristiche). Una conferma indiretta di tale lettura sembra potersi trarre dallo schema di decreto legislativo pubblicato dal Ministero dell'Economia e delle finanze ai fini di una pubblica consultazione scadente il 20 maggio 2012 per apportare alcune correzioni e integrazioni al recepimento delle direttive 2008/11/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 marzo 2008, 2010/73/UE e 2010/78/UE del Parlamento europeo e del Consiglio entrambe del 24 novembre 2010, ove si prevede l'inserimento di un nuovo comma, il 2-bis, che dispone che «L'intermediario, nelle rivendite successive di prodotti finanziari, può avvalersi di un prospetto già disponibile e ancora valido, purché l'emittente o la persona responsabile della redazione del prospetto abbiano dato il loro consenso a tale utilizzo mediante accordo scritto».

Ciò porta a concludere che:

a) non costituiscono mai offerte pubbliche di acquisto le cessioni sporadiche che, per i volumi coinvolti, non risultano costituirle, alla scadenza del termine di un anno dall'emissione, una cessione in massa dei titoli da parte del primo sottoscrittore²⁰;

b) al contrario, ai sensi del comma 2, rappresentano delle offerte pubbliche le cessioni che, seppure frazionate in molteplici proposte di vendita, appaiono quali una sostanziale dismissione di massa dei prodotti se compiute entro l'anno dalla sottoscrizione²¹;

²⁰ Un'indiretta conferma dell'interpretazione si ottiene guardando alle negoziazioni per conto proprio realizzate dall'intermediario in funzione di «*market maker*» o quale «*internalizzatore sistematico*», così come definiti dai commi 5-quater e 5-ter dell'art. 1 Tuf. A tal proposito, l'art. 2, comma 7, reg. Emittenti dispone che i commi 2 e 3 dell'art. 100-bis Tuf non si applichino unicamente: a) alle quotazioni di prezzi immesse nei sistemi multilaterali di negoziazione che prevedano la pubblicazione, prima dell'inizio della negoziazione, di un avviso che indichi le modalità con le quali sono accessibili al pubblico le informazioni sufficienti per permettere agli utenti di emettere un giudizio in materia di investimenti, tenuto conto sia della natura degli utenti sia delle tipologie di strumenti negoziati; b) alle quotazioni di prezzi immesse nei sistemi multilaterali di negoziazione, ovvero effettuate da internalizzatori sistematici, aventi ad oggetto strumenti finanziari che sono già stati oggetto di un'offerta al pubblico per la quale è stato pubblicato, non più di dodici mesi prima dell'ammissione alle negoziazioni nel sistema multilaterale, un prospetto redatto conformemente alle disposizioni comunitarie o che hanno costituito corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio per la quale è stato pubblicato un documento d'offerta negli ultimi dodici mesi ai sensi dell'art. 102 Tuf; c) alle quotazioni di prezzi immesse nei sistemi multilaterali di negoziazione ovvero effettuate da internalizzatori sistematici aventi ad oggetto i titoli di debito emessi da Stati appartenenti all'OCSE che vantino un giudizio c.d. «*investment grade*» assegnato da almeno due primarie agenzie di *rating* ex art. 100-bis, comma 4, Tuf, oppure agli strumenti finanziari, emessi da soggetti italiani o esteri ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di un altro Paese dell'Unione Europea. Per un approfondimento F. ANNUNZIATA, *Le offerte*, 624 ss. Ricade, peraltro, sull'investitore attore «*la prova che vi sia stata un'offerta di fatto rivolta ad un numero indeterminato e indistinto degli investitori non istituzionali in modo uniforme e standardizzato*» secondo Trib. Milano, sez. VI, 3 giugno 2008, n. 7194, con nota di BERTOLINI, *Negoziazione degli strumenti*, 2092 ss. Ciò implica, che ove la Consob non rilevi la violazione dell'offerta, appare particolarmente difficile per l'investitore dare dimostrazione del compimento di una rivendita sistematica. Sul punto cfr. anche SANGIOVANNI, *L'art. 100 bis Tuf*, 1322.

²¹ Probabilmente su questo aspetto dovrà incidere maggiormente la normativa secondaria delegata alla Con-

c) ai sensi del comma 1 costituiranno sicuramente un'offerta al pubblico le rivendite in blocco attuate in qualsiasi momento successivo alla sottoscrizione a mezzo di una comunicazione "unitaria", anche oltre il limite temporale fissato dal successivo comma 2²².

Oltre a permettere di aggirare le incertezze legate al fattore temporale, una simile interpretazione sembra trovare un'implicita giustificazione nelle diverse sanzioni che le norme prevedono nel caso di violazione dell'obbligo di pubblicazione del prospetto. Se, infatti, da un lato, le rivendite unitarie attuate successivamente alla sottoscrizione nel mercato primario sono destinate ad andare incontro, oltre che alle misure sospensive e interdittive ex art. 99 Tuf, anche alle sanzioni amministrative ex art. 191, commi 1, 3 e 5, Tuf previste per la violazione dell'obbligo di pubblicazione del prospetto²³, dall'altro, le rivendite disciplinate dal comma 2 uniscono a tali correttivi quelli ulteriori della nullità posta a favore dell'acquirente investitore non qualificato e dell'obbligo del risarcimento del danno da parte dei «*soggetti abilitati*», in base

a quanto disposto dal successivo comma 3. Una simile disparità di tutela sembra potersi giustificare osservando la natura della rivendita che, laddove dilazionata temporalmente, può risultare più pericolosa per il destinatario finale rispetto a una cessione in blocco dei titoli, ancorché attuata a distanza dall'iniziale sottoscrizione, in quanto meno facilmente individuabile quale una sollecitazione all'investimento dagli stessi destinatari, oltre che dalla Consob, e, conseguentemente, meritoria di un apparato sanzionatorio più efficace, che possa tutelare anche coloro i quali hanno già aderito all'offerta²⁴.

Legato al criterio del livello di rischio connesso alla rivendita appare anche l'unico caso di eccezione all'obbligo della garanzia annuale previsto dal penultimo comma della norma in commento. Fatti salvi gli ulteriori correttivi previsti dal diritto civile, penale e amministrativo²⁵, la nullità dell'operazione non potrà essere opposta agli intermediari che, in assenza di un prospetto, abbiano ceduto titoli di debito emessi da Stati membri dell'OCSE con un giudizio di merito creditizio bancario c.d. *investment grade* attribuito da due primarie agenzie internazionali di *rating*²⁶.

sob dal comma 4-bis. In particolare, la Commissione dovrà determinare, a fronte di parametri quantitativi, quando la cessione possa essere considerata sostanziale, anche alla luce di variabili quali le operazioni di *trading* compiute dall'offerente, o di acquisizione dei prodotti da parte di soggetti collegati allo stesso o all'emittente, oppure qualora l'offerta coinvolga più soggetti abilitati che costituiscano un consorzio di collocamento "occulto".

²² Sul punto cfr. CAPRIGLIONE, *I «prodotti»*, 45 s.

²³ Ai sensi del comma 1 dell'art. 191 Tuf il lancio di un'offerta al pubblico in violazione degli artt. 94, comma 1, e 98-ter, comma 1, Tuf viene punito con l'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria di importo non inferiore ad un quarto del controvalore offerto e fino ad un massimo di due volte il controvalore stesso, oppure di importo minimo di centomila euro e massimo di due milioni di euro, se non determinabile. I commi 3 e 5 prevedono, inoltre, la pena accessoria della perdita temporanea – per una durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni – dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali dei soggetti abilitati e per i promotori finanziari, nonché l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società aventi titoli quotati nei mercati regolamentati o diffusi tra il pubblico in maniera rilevante e di società appartenenti al medesimo gruppo, nonché la sanzione della pubblicazione delle misure e sanzioni applicate ai sensi del comma 3 dell'art. 195 Tuf. Per un'analisi della norma, oltre a rinviare al relativo commento, cfr. FRATINI, GASPARRI, GIALONGO, *Le sanzioni*, 268 ss.

²⁴ Si pensi, soprattutto, a coloro i quali abbiano acquisito i prodotti quando la rivendita non aveva ancora assunto i caratteri della richiesta sistematicità.

²⁵ Nell'ampia formula utilizzata dal legislatore occorre sicuramente far rientrare le sanzioni previste dal veduto art. 191 Tuf, peraltro già richiamato dal precedente comma 3 della norma in commento. Un'ulteriore norma che deve essere ricordata per la sua significatività è rappresentata dall'art. 32-bis Tuf, che disciplina l'intervento delle associazioni dei consumatori quali unici soggetti legittimati ad agire per la tutela degli interessi collettivi degli investitori ai sensi degli artt. 139 e 140 c. cons.

²⁶ Il richiamo alla qualità bancaria induce a ritenere che i *rating* debbano rientrare almeno nella terza classe di merito creditizio applicata dalla Banca d'Italia per la valutazione delle esposizioni verso amministrazioni e banche centrali secondo il metodo c.d. standardizzato, per la quale il tasso di ponderazione del rischio è inferiore al 100%, così come evidenziato dalla procedura di c.d. *mapping* effettuata ai sensi del Titolo II, Cap. 1, Sez. III, § 1, delle Nuove Disposizioni di Vigilanza per le Banche, contenute nella Circolare della Banca d'Italia 27 dicembre 2006, n. 267, e successive modifiche. Secondo quest'ultima disciplina va, peraltro, ricordato che «*Le esposizioni verso le amministrazioni centrali e le banche centrali di Stati membri dell'Unione Europea sono ponderate a zero*». A seguito delle criticità emerse sulla stato di salute dell'economia europea tale disposizione

3. L'introduzione delle sanzioni previste dal comma 3 della norma in commento²⁷ per i casi di rivendita successiva attuati entro un anno dal collocamento "privato" costituisce, come anticipato, una risposta alla prassi emersa con lo scoppio degli scandali finanziari di inizio secolo, basata sulla costituzione di controllate estere – non esposte, pertanto, ai rigidi limiti di emissione delle obbligazioni previsti dall'originario art. 2412 c.c.²⁸ – che collocavano *bonds* avvalendosi delle più veloci procedure permesse dal diritto inglese in merito alla quotazione, all'accesso ai mercati e alla rappresentanza degli obbligazionisti, godendo, al tempo stesso, della garanzia della capogruppo italiana.

Le obbligazioni così "eterovestite" – normalmente elaborate sul *grey market* londinese – finivano per essere riversate, nel mercato secondario, anche sugli investitori non professionali, attratti dalla denominazione dell'emittente che conteneva quasi sempre un richiamo a quella della *holding* garante. In assenza di un prospetto tali emissioni finivano; quindi, per essere giudicate non sulla base di un'analisi tecnica, ma per l'immagine di solidità finanziaria (in molti casi solo apparente) che i gruppi industriali riuscivano a riflettere²⁹.

appare forse eccessivamente ottimistica. Sul punto cfr. PERRONE, *Sistema dei controlli*, 841 s. Per una valutazione sostanzialmente positiva della disposizione cfr. SANGIOVANNI, *L'art. 100 bis Tuf*, 1336 s.

²⁷ La norma richiama il c.d. *holding period* previsto dalla Rule 144 della SEC, che contiene un'eccezione alla regola racchiusa nella Section 5 del *Securities Act* del 1933, che impone che le offerte di prodotti siano autorizzate dalla SEC. Sul punto cfr. CAPRIGLIONE, *I «prodotti»*, 40.

²⁸ Poi attutiti per le s.p.a. «chiuse», ed eliminati per quelle non accedenti ai mercati regolamentati che abbiano i titoli quotati su questi ultimi, dalla riforma del diritto societario: sul punto cfr. PALMIERI, *I nuovi limiti*, 293 ss.

²⁹ L'eccessivo indebitamento di molti di questi emittenti – rimasto a lungo celato anche grazie alla complicità di taluni intermediari coinvolti in queste complesse operazioni di «shopping normativo» – è un fenomeno le cui cause sono state già approfondite dalla dottrina (cfr., *ex multis*, ABRIANI, *Dal caso*, 269 ss.; NIGRO, *La tutela*, 315 ss.) ed evidenziate in diverse occasioni dalla copiosa giurisprudenza di merito che è sorta in merito agli inadempimenti di cui sono stati accusati gli intermediari finanziari (cfr. GOBBO, SALODINI, *I servizi*, 26 ss.) dai clienti coinvolti nei *crack*: esse pertanto non saranno analizzate in questa sede, se non relativamente alle sanzioni previste dal comma 3 per la violazione del c.d. *holding period* imposto dal comma 2. Per un riassunto

La necessità di contrastare efficacemente una simile prassi aveva indotto il legislatore a inserire – a mezzo dell'art. 11, comma 2, lett. c), d.lgs. 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. legge salva risparmio) – una prima versione dell'art. 100-bis caratterizzata da un obbligo di garanzia gravante sugli «investitori professionali», sottoscrittori di un'offerta di strumenti finanziari loro riservati, che avessero ceduto i titoli nelle mani di soggetti privi della medesima qualifica. Anche se limitato a un solo anno dal momento dell'emissione³⁰, tale obbligo esponeva il cedente a un considerevole rischio economico, pari al valore nominale del prodotto finanziario, oltre agli interessi che lo stesso avesse dovuto produrre, in forza del richiamo alla «solvenza» dell'emittente.

L'assunzione di un simile «avallo» avrebbe comportato dei seri pericoli per la stabilità del mercato, dato che gli intermediari finanziari avrebbero visto sensibilmente aggravato il loro rischio patrimoniale; la disposizione avrebbe finito, quindi, per creare un deterrente alla realizzazione di tali operazioni del tutto simile a quello già previsto dal comma 2 dell'art. 2412 c.c., che impone la garanzia della solvenza agli «investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali» che trasferiscono i titoli a soggetti che non siano «investitori professionali»³¹.

Per tentare di limitare gli effetti negativi per la stabilità del mercato che avrebbe potuto produrre un'applicazione della garanzia su larga scala a fronte del rischio d'insolvenza degli intermediari coinvolti, oltre che per ricom-

delle modifiche operate sulla disciplina del conflitto di interesse degli intermediari da parte della MiFID, con particolare riferimento all'art. 28 del regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 in materia di conflitti di interessi nella produzione e divulgazione di ricerche in materia di investimenti cfr. VEDANA, *La disciplina*, 407 s.

³⁰ Per una critica sul punto cfr. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio*, 10 s.

³¹ Sul problema delle differenti qualifiche previste dalla norma codicistica, sia consentito rinviare a PALMIERI, *I nuovi limiti*, 303. Sulla difficoltà di lettura dell'articolo in commento sul punto cfr. ASSONIME, *Le nuove disposizioni*, 485 ss.

prendere i prodotti finanziari che non trovano fondamento nella causa del mutuo, la nuova versione dell'articolo in commento espunge dal testo il riferimento alla garanzia della solvenza e introduce, quale misura correttiva, una nullità di c.d. protezione a favore dell'«acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale»³². Tale definizione coincide con quella di consumatore ai sensi dell'ormai abrogato art. 1469-bis c.c., ora trasposto nell'art. 3 c. cons.³³ nell'apparente tentativo di definire la figura del risparmiatore, figura che, sebbene non sia mai stata delineata dal legislatore, viene dallo stesso direttamente richiamata nel già esaminato comma 3 dell'articolo in commento.

La volontà di approntare in tempi brevi una risposta utile per ristabilire la fiducia negli investitori non professionali ha condotto a una soluzione che non appare del tutto coerente con la classificazione della clientela approntata dal legislatore.

Il comma 2 dispone, infatti, che costituisca un'offerta pubblica la rivendita sistematica di prodotti destinati inizialmente ai soli «investitori qualificati» se effettuata entro l'anno dalla sottoscrizione. La categoria degli investitori qualificati non viene direttamente specificata, ma si deve ritenere che coincida con quella richiamata dalla lett. a) del comma 1 dell'art. 100 Tuf. Tale insieme di soggetti viene descritto – in forza della delega normativa conferita alla Consob – dall'art. 34-ter, comma 1, lett. b), che rinvia alla definizione contenuta nell'art. 26, comma 1, lett. d), reg. Intermediari³⁴, che, a sua volta, ri-

manda all'Allegato 3 del suddetto regolamento e al decreto Min. Econ. Fin. 11 novembre 2011, n. 236, emanato ai sensi dell'art. 6, comma 2-sexies, Tuf per dettagliare, rispettivamente la categoria della clientela professionale e la figura dell'ente pubblico cliente professionale. Tali classificazioni sono attribuite di diritto oppure, sussistendone i requisiti, possono essere riconosciute – o, nel caso dei soggetti privati, anche disapplicate – su richiesta del cliente. In particolare, in merito a quest'ultimo caso, occorre ricordare che il § 2 dell'Allegato 3 permette ai clienti al detta-

stare qualificato contenuta nel previgente n. 4 dell'art. 34-ter, comma 1, lett. b), reg. Emittenti, rientravano le persone giuridiche che non avevano superato almeno due dei tre criteri dimensionali che contraddistinguono le p.m.i. ai sensi dell'art. 3, comma 1, lett. b), Tuf (ossia, un numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio non superiore a 250, uno stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di euro, oppure un fatturato annuo inferiore ai 50 milioni di euro) a meno che, ai sensi del successivo n. 5 dell'art. 34-ter, comma 1, lett. b), non fossero risultate iscritte nel registro degli investitori qualificati disciplinato dal successivo art. 34-quater reg. Emittenti ormai abrogato. Allo stesso modo, ai sensi dei nn. 3 e 5 del previgente art. 34-ter, comma 1, lett. b), non potevano essere inquadrati fra gli investitori qualificati le persone fisiche residenti sul territorio nazionale, a meno che le stesse non fossero risultate annotate nell'apposito registro. A differenza delle p.m.i., l'inserimento del nominativo delle persone fisiche era subordinato al soddisfacimento di requisiti indentici a quelli ora previsti dall'Allegato 3 del reg. Intermediari [art. 34-quater, comma 1, lett. b), nn. da 1 a 3, reg. Emittenti abrogato]. Dalla lettura del quadro normativo precedente all'intervento correttivo emergeva, quindi, che se, da un lato, un collocamento riservato agli investitori qualificati effettuato in Italia o all'estero a cui avesse fatto seguito, nel corso di un anno, una rivendita a investitori non qualificati doveva essere considerato costituire un'offerta al pubblico, dall'altro, la misura correttiva della nullità connessa all'assenza di una successiva pubblicazione del prospetto poteva operare solamente a favore degli investitori non qualificati che avessero acquisito i prodotti «per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale». La differenza di disciplina conduceva a una tutela normativa che non appariva del tutto coerente: la nullità non poteva, infatti, essere invocata dalle persone fisiche non iscritte al registro ex art. 34-quater reg. Emittenti e dalle persone giuridiche che non avessero superato i criteri dimensionali fissati dal combinato del n. 4 dell'art. 34-ter, comma 1, lett. b), reg. Emittenti e dell'art. 3, comma 1, lett. b), Tuf e che non fossero risultate iscritte nel registro degli investitori qualificati, qualora le stesse avessero compiuto gli investimenti al di fuori dell'ambito lavorativo o della loro attività imprenditoriale. Sul punto cfr. CUGNASCO, *L'offerta al pubblico*, 807 s.; VIGLIONE, *Circolazione*, 66 ss.

³² Cfr. PERRONE, *Regole*, 539, che associa alla prevista nullità una «marcata funzione di deterrenza nei confronti degli intermediari destinatari». Sul punto cfr. anche SCOGNAMIGLIO, *Regole*, 617 s.

³³ Cfr. MEO, *Consumatori*, 731; GUERNELLI, *L'intermediazione finanziaria*, 379.

³⁴ La sovrapposizione della figura dell'investitore qualificato con la figura del cliente professionale tracciata dalla MiFID è stata sanata dall'adozione di quest'ultima definizione anche all'interno del reg. Emittenti a fronte dell'intervento operato dalla direttiva 2010/73/UE, che ha sostituito l'elencazione contenuta nei punti da 1 a 5 della previgente lett. b), comma 1, art. 34-ter e ha provveduto ad abrogare gli artt. 34-quater e 34-terdecies del reg. Emittenti. Tale intervento ha permesso di correggere alcune incongruenze che emergevano dall'intreccio normativo richiamato. Nella definizione di inve-

glio – fra cui anche le p.m.i.³⁵ – di essere trattati al pari della clientela professionale, a patto che gli stessi soddisfino almeno due fra le condizioni elencate: aver effettuato operazioni di dimensioni significative con una frequenza media di dieci operazioni al trimestre nei precedenti dodici mesi, possedere un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecentomila euro, oppure lavorare o avere svolto la propria opera nel settore finanziario per almeno un anno svolgendo delle mansioni o delle prestazioni professionali che presuppongano la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti³⁶.

4. Rinviando al commento dell'art. 100 Tuf per un'analisi approfondita della normativa secondaria sopra richiamata, dal quadro descritto emerge dunque che se, da un lato, la rivendita a investitori non qualificati di prodotti riservati effettuata nel corso del c.d. *holding period* comporta l'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico ai sensi del comma 2 dell'articolo in commento, dall'altro, non necessariamente i soggetti protetti da questa disposizione potranno avvalersi della nullità di protezione accordata dal successivo comma 3³⁷. Quest'ultima potrà essere

invocata, difatti, esclusivamente da coloro i quali – avendovi interesse³⁸ – agiscono «per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale», indipendentemente dal fatto che il loro inquadramento quale clientela non professionale ai sensi dell'Allegato 3 del reg. Intermediari sia avvenuto di diritto o sulla base di una scelta del cliente stesso. Si noti, inoltre, che esiste la possibilità che clienti di natura privata considerati di diritto quali clienti professionali decidano di non volere essere trattati come tali; peraltro, lo stesso intermediario di propria iniziativa potrebbe decidere di valutarli come bisognosi di una maggiore protezione ai sensi del § 2 dell'Allegato 3.

L'applicazione del dettato dei commi 2 e 3 della norma in commento potrà produrre, quindi, dei casi in cui gli investitori non professionali (per loro natura o trattati come tali) sulla base di una propria volontà o di quella dell'intermediario, coinvolti in una rivendita di prodotti non accompagnati da un prospetto, possano chiedere al cedente, nonché all'intermediario edotto della violazione della normativa, o colpevolmente inconsapevole³⁹, i danni per il mancato adem-

³⁵ Ossia le imprese che non presentano a livello di singola società, due fra i seguenti requisiti: a) un totale di bilancio di 20 milioni di euro; b) un fatturato netto di 40 milioni di euro; c) fondi propri per 2 milioni di euro.

³⁶ Come specifica lo stesso Allegato 3 al reg. Intermediari, nel caso di persone giuridiche tale valutazione dovrà essere condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima.

³⁷ Per un'analisi delle nullità «speciali di protezione» e della loro collocazione rispetto alla nullità codicistica cfr., da ultimo, RABITTI, *Art. 1418, 537 ss.* Per un approfondimento sul punto cfr., anche per riferimenti bibliografici, VIGLIONE, *Circolazione*, 52 ss. e 64, il quale vede nel prospetto un requisito di validità del negozio traslativo, a prescindere dall'effettiva consegna di quest'ultimo all'investitore, dato che scopo dell'informazione sarebbe garantire l'informazione al mercato «e più precisamente gli investitori qualificati, i quali possono accollarsi a differenza del retail gli oneri derivanti dalla raccolta ed elaborazione delle informazioni contenute nel prospetto»: la tesi condivisibile nella sua prima parte, non sembra però considerare che gli investitori professionali sono i destinatari dei *private placements* ex art. 100, comma 1, lett. a), Tuf e che essi sono in grado (o almeno dovrebbero esserlo, agli occhi del legislatore) di valutare le caratteristiche dell'investimento offerto anche in assenza di una documentazione offerta dall'offerente.

³⁸ Si noti che l'interesse ad agire ex art. 100 c.p.c. per ottenere la declaratoria di nullità dell'*acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale* potrà discendere non solo dall'aver accusato una perdita, ma anche dal lamentare di non avere ottenuto in concreto il profitto sperato.

³⁹ Il tenore del comma 3 dell'articolo in commento porta a escludere l'ipotesi di un'automatica responsabilità anche dei possibili precedenti possessori dei titoli nei confronti dell'*acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale*, il quale appare comunque tutelato dalla responsabilità dell'intermediario a mezzo del quale avviene la cessione. Si deve rilevare che nella prassi l'introduzione del c.d. *holding period* a fronte della responsabilità "oggettiva" gravante sugli intermediari ha, di fatto, limitato l'operatività della clientela c.d. *retail*, che può acquisire i titoli inizialmente collocati tramite *private placements* solamente dopo che gli stessi abbiano compiuto un anno di vita a fronte del rifiuto comunemente opposto dagli intermediari a svolgere le operazioni richieste. Se ciò può comportare una tutela dei risparmiatori rispetto alle emissioni realizzate da emittenti finanziariamente poco solidi, tale soluzione ha tuttavia generato, come contrappeso negativo, lo svantaggio per gli investitori «consumatori» di non potere accedere alle offerte di prodotti iniziali che seppure aventi un *rating* c.d. *investment grade* non vengono accompagnati da un prospetto informativo. Sul punto cfr. BOCHICCHIO, *La nuova*, 531. Sul problema dell'applicazione degli art. 21 ss. Tuf, nei confronti dell'intermediario sia quale controparte diretta (nel caso di presta-

pimento degli obblighi connessi alla sollecitazione, ma non possono avvalersi della maggiore protezione accordata dalla nullità qualora abbiano sottoscritto gli strumenti per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale perseguita⁴⁰.

Questi ultimi, in compenso, in forza del richiamo contenuto nell'ultima parte del comma 3 dell'articolo in commento, potranno comunque avvalersi, al pari dei primi, della garanzia della solvenza dell'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale primo sottoscrittore nel caso la rivendita abbia a oggetto delle obbligazioni non quotate o che siano emesse da una s.p.a. le cui azioni non sono scambiate sui mercati regolamentati, collocate oltre il limite del doppio del capitale sociale, delle riserve legali e disponibili⁴¹ in base al combinato disposto degli artt. 2412, commi 1 e 2, 4 e 5, c.c., oppure dei titoli di debito emessi da una s.r.l. ex art. 2483, comma 2, c.c. o – per interpretazione estensiva⁴² – da una società cooperativa ex art. 2526, comma 4, c.c.

Il rinvio effettuato a quest'ultime norme può creare dubbi applicativi circa la coesistenza del rimedio della c.d. nullità di protezione e del conseguente risarcimento del danno e di quello offerto dalla garanzia della solvenza stabilito dalle norme codicistiche a cui sono tenuti i cedenti. La soluzione più coerente – visto anche il tenore della disposizione di salva-

zione del servizio di negoziazione per conto proprio), sia quale tramite (nel caso della ricezione e trasmissione di ordini o dell'esecuzione di ordini per conto dei clienti) o in qualità di consulente (nel caso della gestione di portafogli o della consulenza), oltre al rinvio ai relativi commenti, cfr., *ex multis*, ANTONUCCI, PARACAMPO, *Conflitti di interesse*, 296; SANGIOVANNI, *Mancata pubblicazione*, 970 s.; ID., *La nuova responsabilità*, 889 ss. Con particolare riferimento alla responsabilità precontrattuale degli intermediari connessa alla pubblicazione del prospetto, cfr. anche VIGLIONE, *Circolazione*, 68 s. e 73 s.; CASTRONOVO, *Vaga culpa in contrahendo*, 27 s.

⁴⁰ Si pensi, al caso di un'acquisizione dei prodotti da parte di una fondazione o di un'associazione. Sul punto cfr. anche VIGLIONE, *Circolazione*, 52 ss.

⁴¹ Nel calcolo del limite devono essere prese in considerazione anche le garanzie prestate a favore di altre società, anche straniere ai sensi del comma 4 dell'art. 2412 c.c., norma introdotta dalla l. 28 dicembre 2005, n. 262, in risposta alla pratica di emettere obbligazioni tramite controllate estere emersa con gli scandali finanziari dei gruppi alimentari italiani di inizio decennio.

⁴² Cfr. LAMANDINI, *Artt. 2526 e 2541*, 209.

guardia – sembra essere data dalla coesistenza dei rimedi, che potranno essere domandati dall'investitore "consumatore" alternativamente⁴³, o, più correttamente, subordinando la domanda di una condanna alla garanzia della solvenza prevista dalla norma codicistica alle richieste della declaratoria di nullità e del conseguente risarcimento del danno sofferto sulla base della norma in commento⁴⁴.

Bibliografia

La bibliografia relativa al commento di questo articolo è inclusa in quella posta a termine del commento all'art. 101.

⁴³ L'azione volta ad ottenere il pagamento del capitale e degli interessi sfumati garantita dalle disposizioni codicistiche potrà apparire particolarmente utile laddove il titolo sia stato ceduto successivamente al *default* dell'emittente, dato che l'azione volta alla dichiarazione della nullità del negozio comporterebbe, quale conseguenza, la restituzione dei titoli su domanda del convenuto, titoli che potrebbero però essere stati nel frattempo ceduti, precludendo, in questo modo, lo svolgimento della domanda. Per una critica dei costi impliciti legati al risarcimento del danno connesso alla nullità dell'operazione cfr. PERRONE, *Regole*, 544 ss.

⁴⁴ In senso sostanzialmente analogo cfr. SANGIOVANNI, *L'art. 100 bis Tuf*, 1334 ss. Per un'analisi della maggiore incisività del rimedio della nullità cfr. SARTORI, *Informazione economica*, 194 ss. La soluzione delle controversie fra investitori e intermediari coinvolti dovrà passare per un tentativo di risoluzione stragiudiziale ai sensi dell'art. 32-ter Tuf. La violazione degli obblighi connessi alla pubblicazione del prospetto potrà trovare rimedio anche nella tutela degli interessi collettivi degli investitori approntata dall'art. 32-bis Tuf a mezzo delle azioni inibitorie ex artt. 139 e 140 c. cons. riservate alle associazioni dei consumatori e degli utenti riconosciute come rappresentative a livello nazionale. Per una analisi delle norme si rinvia ai relativi commenti. Per un esame dell'opportunità dell'estensibilità del rimedio della «class action» ex art. 140-bis c. cons. alla violazione della norma in commento a fronte dell'unitarietà della condotta e della «serialità» dei danni, applicabilità negata apparentemente dal legislatore, si permetta di rinviare a PALMIERI, *Azione «di classe»*, 251 ss. Per un inquadramento della responsabilità dell'intermediario finanziario derivante dall'aggiramento dell'obbligo di pubblicazione del prospetto quale responsabilità di tipo contrattuale, pertanto esclusa dall'ambito di applicazione dell'azione ex art. 140-bis c. cons., cfr. GIUDICI, *L'azione di classe*, 197 s. Sul punto cfr. anche CARLEO, *Gli strumenti di tutela*, 372 ss.; SANGIOVANNI, *Class action*, 611 ss.