

Premessa metodologica

Nell'ambito di un convegno il cui tema dominante è la tutela dell'investitore e il ristoro dei danni è opportuno fare preliminarmente una distinzione concettuale tra i danni derivanti dalla prestazione di servizi d'investimento e danni derivanti dalle cd. "frodi sul mercato".

Secondo una tradizionale categorizzazione di questi danni, si può parlare di danno contrattuale nei servizi d'investimento e di danno extracontrattuale – anche se ci sono diversi orientamenti in proposito – in relazione ai principali casi di frode sul mercato.

A) Danno nei servizi d'investimento

L'art. 23, comma 6, del t.u.f. prevede che nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

Ne consegue che il cliente che agisce in giudizio nei confronti di un intermediario deve comunque provare: 1) il danno che ha subito e 2) il nesso di causalità fra il comportamento dell'intermediario e il nocimento che ne è derivato.

La Suprema Corte di Cassazione rappresentata nella sentenza n. 29864 del 29 dicembre 2011 ha statuito che, ove l'intermediario abbia dato corso ad un investimento senza osservare gli obblighi informativi o di condotta, il danno risarcibile consiste nell'essere stato posto a carico del cliente un rischio che presumibilmente egli non si sarebbe accollato. Tale danno va liquidato in misura pari alla differenza tra il valore dell'investimento all'atto dell'acquisto e quanto eventualmente ricavato dalla sua successiva alienazione, ovvero quanto avrebbe potuto ricavare dalla sua alienazione tempestiva al tempo in cui il cliente stesso si è reso conto, o avrebbe potuto rendersi conto con l'ordinaria diligenza, dell'effettiva rischiosità del prodotto finanziario acquisito o dell'inadeguatezza dello stesso.

Con riferimento a frequenti casi in cui gli strumenti finanziari oggetto della controversia erano ancora in possesso dell'investitore, è invalso un costante orientamento concretizzatosi nel decurtare dal quantum richiesto il valore dei titoli al momento della decisione. Qualora, poi, l'investitore avesse ricavato dall'investimento somme a titolo di interessi (ossia dividendi o cedole) o di rimborso del capitale alla scadenza, i giudici procedono alla loro deduzione in applicazione del principio *compensatio lucri cum damno*.

La giurisprudenza in genere respinge le richieste di risarcimento del "danno da lucro cessante" o di "maggior danno" ex art. 1224 c.c., affermando, quanto al riconoscimento del "danno da lucro cessante", che – anche ove sia richiesta una liquidazione equitativa – è pur sempre necessaria un'allegazione concreta, a opera dell'investitore, di quali sarebbero potuti essere gli impieghi alternativi e, avuto riguardo al "maggior danno", che il giudice può pronunciarsi su di esso solo nel caso in cui l'investitore fornisca elementi probatori a supporto dell'esistenza del maggior danno e della sua quantificazione.

Quanto al calcolo degli interessi legali sulla somma riconosciuta all'investitore in caso di accoglimento della domanda, secondo l'orientamento prevalente della giurisprudenza della Corte di Cassazione, vertendosi in ipotesi di risarcimento del danno per inadempimento contrattuale (Cass. Civ. 5 maggio 2016, n. 9039), essi sono determinati con decorrenza dalla data della liquidazione del danno, ossia dalla data della sentenza e sino al soddisfo.

Per quanto attiene, invece, alla rivalutazione monetaria, in caso di accoglimento della richiesta di risarcimento del danno, trattandosi di debito di valore, la giurisprudenza riconosce costantemente la rivalutazione monetaria dalla data delle singole operazioni sino alla sentenza.

B) Danno da manipolazione del mercato e la responsabilità da prospetto

La giurisprudenza recente è pacifica nel riconoscere agli investitori il diritto ad ottenere la reintegrazione del loro patrimonio, allorché essi abbiano operato i propri investimenti, conseguendo perdite, in presenza di informazioni, fornite dalla società, false e/o manipolate e/o lacunose e/o non chiare (cfr. ex multis, Cass., 26 maggio 2016, n. 10934).

Ancora più specificamente, in relazione alle azioni relative all'inadempimento degli obblighi informativi sui mercati finanziari, la giurisprudenza costante è nel senso che il nesso causale tra falsa informazione e variazione del prezzo si deve presumere, salva la prova contraria fornita dal "debitore".

L'introduzione nel nostro ordinamento degli obblighi informativi previsti dal TUF ha concorso alla creazione di un mercato in cui il prezzo dei prodotti finanziari «incorpora» le informazioni pubbliche in ogni momento (c.d. *efficient market theory*).

I soggetti che operano su detto mercato e decidono di investire in un titolo ovvero, se già vi hanno investito, di mantenere il proprio investimento nello stesso, fanno pieno affidamento sulla correttezza e completezza del quadro informativo alimentato dalle informazioni (siano esse obbligatorie e/o facoltative) fornite dall'emittente, sull'efficienza del mercato e, quindi, sul fatto che il valore di mercato del titolo rappresenti il valore reale ("*fair value*") attribuibile allo stesso, dagli stessi realizzabile in qualunque momento (salve le normali e fisiologiche fluttuazioni del mercato e/o il verificarsi di eventi imprevedibili).

Ha preso piede, quindi, la nota teoria della "*fraud on the market*", secondo la quale esiste un nesso inscindibile tra le informazioni immesse (dall'emittente o da altri soggetti) sul mercato e il valore del titolo in quanto si può e si deve presumere che esse siano automaticamente riflesse nei prezzi del titolo al momento della contrattazione.

Viene pertanto riconosciuto dalla giurisprudenza, sia di merito sia di legittimità, che si presume la sussistenza del nesso di causalità tra falsa e/o incompleta e/o intempestiva informazione che l'emittente ha diffuso sul mercato e il danno subito dall'investitore che, nel fare le proprie scelte di investimento, ha confidato sull'efficienza del mercato medesimo e, quindi, sulla correttezza e la completezza delle informazioni presenti sullo stesso.

I danni risarcibili sono però solo quelli conseguenza immediata e diretta del fatto illecito, ossia dell'infedeltà del prospetto (v. art. 1223 c.c., così come richiamato dall'art. 2056 c.c.), o comunque suo effetto normale secondo il principio della regolarità causale, mentre, nei mercati regolamentati, le oscillazioni di valore dei titoli dipendono da diversi e molteplici fattori, peraltro non sempre facilmente individuabili.

Il problema principale consiste nel tenere conto del fattore tempo ai fini del risarcimento, visto che il valore dei titoli può variare nel tempo per una molteplicità di cause.

Ad esempio, il prezzo del titolo può essere molto diverso al momento della domanda giudiziale rispetto a quello della scoperta della frode.

L'investitore che abbia mantenuto in portafoglio il titolo anche dopo la scoperta della frode ha agito a proprio rischio.

La Suprema Corte non consente all'investitore di **spostare** sulla controparte le conseguenze negative derivanti dall'andamento fisiologico del mercato e quindi ha tenuto conto a fini risarcitori della somma, che l'investitore avrebbe potuto ricavare dalla **alienazione tempestiva** del titolo al tempo in cui il cliente stesso si è reso conto, o avrebbe potuto rendersi conto con l'ordinaria diligenza, dell'effettiva rischiosità del prodotto finanziario acquisito.

Il momento a partire dal quale valutare se vi sia stato o meno un decremento del valore della partecipazione azionaria conseguente alla scoperta dell'inesattezza/incompletezza del prospetto coincide con detta scoperta, o meglio con il momento in cui al mercato è resa nota tale circostanza.

Non rileva il corso positivo dei titoli in oggetto dopo il loro acquisto da parte dell'investitore, ma prima che il mercato sia venuto a conoscenza della reale situazione finanziaria.

Quindi, non ha diritto ad alcun risarcimento l'investitore che abbia acquistato le azioni dopo l'inizio della frode e che le abbia rivendute prima che la frode sia stata resa pubblica.

In generale, l'ordinamento tutela in queste situazioni l'**interesse negativo**: l'investitore può pretendere di essere messo nella posizione in cui si sarebbe trovato se fosse stato noto il vero stato delle cose, ma non può pretendere di essere messo nella posizione in cui si sarebbe trovato se la falsa rappresentazione della realtà fosse vera.

1. "**vizio determinante**", secondo cui l'acquisto non sarebbe stato effettuato se fosse stato conosciuto il vero stato dell'emittente

"Nel caso in cui l'investitore abbia allegato e dimostrato che qualora avesse conosciuto il vero stato delle cose non avrebbe acquistato i titoli oggetto della falsa rappresentazione, il danno risarcibile è pari alla differenza tra il prezzo di acquisto dei titoli e il prezzo di rivendita dei titoli qualora l'investitore abbia rivenduto i titoli subito dopo la scoperta della frode" (Tribunale di Milano, sez. imprese, 22 luglio 2010, n. 9544, in Le Società, 2015, p. 855).

Quindi l'investitore viene messo nella posizione in cui si sarebbe trovato se avesse operato in un mercato senza frode. Quindi avrebbe pagato un prezzo pari al valore "reale". Non avrebbe guadagnato nulla, ma non avrebbe perso nulla.

2. "**vizio incidente**", per cui l'acquisto sarebbe stato comunque effettuato, ma a condizioni diverse.

Applicazione del principio del vizio incidente è stata fatta nel caso Italease: secondo il Tribunale di Milano, *"qualora l'investitore che agisce in giudizio abbia allegato che se avesse conosciuto il vero stato delle cose avrebbe comunque acquistato i titoli oggetto della falsa informazione anche se a un prezzo inferiore, il danno risarcibile è pari alla differenza tra il prezzo pagato per l'acquisto dei titoli e il valore che i titoli avrebbero avuto al momento dell'acquisto qualora fosse stato noto il vero stato delle cose. Nel caso in cui il vero stato delle cose sia stato scoperto poco tempo dopo l'acquisto dei titoli, si può presumere che il valore che i titoli avrebbero avuto al tempo dell'acquisto sia pari al valore degli stessi titoli al tempo della scoperta della frode"* (Tribunale di Milano, 14 novembre 2013, cit.).

Quindi l'investitore non viene messo nella posizione in cui si sarebbe trovato se lo stato delle cose fosse stato come quello rappresentato, ma viene messo nella posizione in cui si sarebbe trovato se avesse conosciuto il vero stato delle cose. Quindi il danno risarcibile, sempre nei limiti dell'interesse negativo, è pari alla differenza tra prezzo pagato e valore che il titolo avrebbe avuto se fosse stato noto il vero stato delle cose.

3. L'orientamento della Cassazione

L'orientamento della Suprema Corte, in tema di responsabilità da prospetto, stabilisce che *«in presenza di un prospetto di offerta pubblica di sottoscrizione di azioni societarie che contenga informazioni fuorvianti in ordine alla situazione patrimoniale della società, l'emittente al quale le errate informazioni siano imputabili, anche solo a titolo di colpa, risponde verso chi ha sottoscritto le azioni del danno subito per aver acquistato titoli di valore inferiore a quello che il prospetto avrebbe lasciato supporre, dovendosi **presumere, in difetto di prova contraria, che la non veridicità del prospetto medesimo abbia influenzato le scelte d'investimento del sottoscrittore**»* (cfr. Cass., 11 giugno 2010, n. 14056).

4. Il caso Freedomland

Il Tribunale di Milano condanna i convenuti al risarcimento di un danno pari alla differenza tra il prezzo pagato dagli investitori per ogni azione e il valore effettivo (*fair value*) delle azioni al momento dell'acquisto, calcolando la **media dei prezzi** dei titoli registrati nei **novanta giorni successivi al giorno** in cui si è avuta la diffusione di notizie che hanno posto in dubbio l'attendibilità del prospetto, così da neutralizzare gli effetti di eventuali reazioni irrazionali del mercato alla scoperta della frode e consentire al mercato stesso di recuperare razionalità (Trib. Milano 25.7.2008, consultabile sul sito www.ilcaso.it sul caso Freedomland).

La medesima soluzione viene adottata nei paesi di *common law* anche per “arginare” gli effetti sull'investimento di manovre speculative conseguenti alla scoperta dei vizi del prospetto informativo.

5. Il caso Italease

Il Tribunale di Milano ha ritenuto che *“in caso di false informazioni sui mercati finanziari non hanno diritto al risarcimento del danno gli investitori che hanno acquistato i titoli oggetto della falsa informazione prima dell’inizio della frode, non sussistendo un nesso di causalità tra il danno subito a causa della diminuzione del valore dell’investimento e la violazione dell’obbligo di informazione. Invece, hanno diritto al risarcimento del danno gli investitori che hanno acquistato i titoli oggetto della falsa **informazione dopo l’inizio della frode e prima della sua scoperta**”* (Tribunale di Milano, sez. imprese, 14 novembre 2013, in *Le Società*, 2015, p. 855, sul noto caso Italease).

6. Le difese dei soggetti responsabili delle alterazioni del mercato

In alcune decisioni si tende a lasciare sugli investitori quella parte di danno comune a tutti gli operatori che avevano investito in quello stesso periodo di tempo sulle società della new economy.

La Corte d’Appello di Milano, ha ritenuto che *“il convenuto ha la possibilità di dare la prova contraria, e cioè di dimostrare che controparte avrebbe comunque effettuato l’investimento dannoso anche se avesse conosciuto il vero stato delle cose. I presupposti della prova contraria devono ritenersi soddisfatti quando il convenuto abbia dimostrato che l’investitore ha continuato ad acquistare i titoli oggetto della falsa rappresentazione anche dopo avere scoperto il vero stato delle cose”* (Corte d’Appello di Milano, 15 gennaio 2014, n.118, in *Le Società*, 2015, p. 855).

C) **Responsabilità da insider trading**

La Corte di Cassazione ha deciso il primo caso portato alla sua attenzione facendo applicazione della regola americana “disclose or abstain rule” (Cassazione Civile, Sez. III, 3 luglio 2014, n. 15224 - Pres. Berruti - Rel. Lanzillo - Intesa San Paolo e altri c. M. e altri, in *Le Società*, 1378, 2014).

I giudici di merito di quella controversia i) hanno ravvisato la violazione della L. n. 157/1991, art. 2 (le banche convenute hanno venduto le azioni SCI da esse detenute essendo in possesso di informazioni riservate), ii) hanno ritenuto che le banche stesse - esercitando il controllo congiunto su SCI - siano incorse nella violazione degli obblighi di informazione di cui agli artt. 13 e 14 del regolamento Consob n. 5553/1991 per non avere comunicato alla Consob ed al mercato la dismissione delle azioni SCI; iii) hanno ravvisato la sussistenza del nesso causale fra le dismissioni e l’acquisto dei titoli da parte degli attori, in considerazione della contiguità logico-temporale fra le operazioni, e iv) hanno ravvisato il danno risarcibile nel maggior margine di rischio a cui gli acquirenti sono stati inconsapevolmente esposti, a causa della carenza di informazioni.

Secondo la Suprema Corte, *“le disposizioni del TUF costituiscono i punti di emersione di una disciplina generale diretta a garantire la trasparenza del mercato e la correttezza di comportamento degli operatori stessi: obbiettivi che vanno in particolar modo perseguiti nel mercato finanziario, ove il valore dei beni trattati*

più che mai dipende dalle informazioni di cui si disponga. Tanto che è nota la affermazione per la quale il valore dei titoli incorpora le informazioni sui loro andamenti/rendimenti futuri. Essi insomma valgono anche a seconda della percezione che il mercato finanziario ne nutre”.

La Corte richiama infatti alcune Direttiva EU (n. 6/2003, n. 72/2004, n. 125/2003, n. 109/2004).

Secondo la sentenza, “in sintesi, si desume dai principi informativi del sistema che, indipendentemente dallo specifico divieto di vendere o di comprare, chi faccia appello al pubblico risparmio attraverso l’offerta di titoli di partecipazione è tenuto ad agire con modalità che, nel contesto, consentano all’altro contraente di effettuare una corretta analisi dell’offerta e della convenienza dell’operazione”.

Alcune interessanti considerazioni della Cassazione attengono all’intento speculativo “che è normalmente perseguito nelle operazioni di borsa. Ma esso non esime alcuno dagli elementari doveri di correttezza, che impongono alla parte che si trovi in situazione di indebito vantaggio informativo - comunque acquisito - di non approfittarne in danno altrui”.

Secondo la sentenza, “le leggi speciali attinenti alla disciplina del mercato borsistico - ed in particolare la normativa sull’insider trading e sui doveri di correttezza e di trasparenza che debbono connotare il comportamento degli operatori finanziari tendono a garantire la regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari sul mercato in generale, quindi a vantaggio di chiunque si trovi a contrattare sulla base di quei prezzi, in un dato momento, pur se in posizione indipendente dall’operatore deviante”.

Infine, per la quantificazione dei danni, la Corte ha confermato le decisioni di merito che avevano fatto ricorso alla valutazione equitativa, fondata su una frazione dei valori di borsa del titolo prima del tracollo.