

PREMESSE INTRODUTTIVE: LA BUONA FEDE NELLE INTERMEDIAZIONI MOBILIARI

Nelle operazioni di compravendita mobiliare la clientela, secondo la normativa nazionale, a prescindere dal tipo e dalla tipologia di mercato ove investa, ha sempre diritto alla massima tutela ed ogni singola operazione di compravendita è soggetta alla disciplina prevista dal Testo Unico Bancario (T.U.B.¹) e dal Testo Unico Finanziario (T.U.F.²)

L'intermediario, quindi, deve in ogni caso comportarsi secondo i principi di buona fede, permettendo al proprio cliente – consumatore di poter investire in maniera trasparente ed informata, conscio dei vari rischi che il mercato mobiliare potrebbe riservargli³.

Tale dimostrazione di condotta diligente si concretizza in molti modi e, quindi, l'istituto deve attenersi, nella prestazione dei servizi di investimento nei confronti del pubblico, ai seguenti criteri:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;

¹ D. Lgs 01.09.1993 n. 385

² D. Lgs. 24.02.1998 n. 58 (vedasi, altresì, il Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24.02.1998, n. 58 in materia di intermediari adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29.10.2007 e successivamente modificato con delibere n. 16736 del 18.12.2008, n. 17581 del 03.12.2010 e n. 18210 del 09.05.2012)

³ Tale principio è confermato dalla decisione dell'Ombudsman italiano n. 128/2012 secondo cui “ *l'intermediario – svolgendo, nell'interesse del risparmiatore, una funzione di filtro fra emittente/offrente e l'investitore – deve operare in modo che il cliente sia sempre adeguatamente informato*”.

In tema, infine, una recente delibera Consob 20.10.2011, afferma come “*sussiste, in ogni caso, il dovere dell'intermediario, che svolge per il proprio cliente, specie al dettaglio, il servizio accessorio di custodia e amministrazione titoli, di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati*”.

STUDIO LEGALE POLATO

30174 Venezia – Mestre, Via C. Battisti n. 7

Tel. 041 98 53 77 Fax 041 95 20 53

31100 Treviso, Strada comunale Corti n. 56 int. 2

Tel. 0422 42 33 50 Fax 0422 31 60 98

studiolegalepolato@tiscali.it

www.banca-borsa.it

- b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati⁴.

Orbene, questi principi testé esposti potevano facilmente esser posti in essere in un contesto di investimento in mercati nazionali regolamentati, cioè le “vecchie” Borse – Valori, ampiamente e giornalmente monitorate, con agenti di cambio che, ricevuto l'ordine dagli intermediari, che a loro volta lo avevano ricevuto dai clienti, dovevano cercare di acquistare titoli ad un prezzo determinati (o in un “*range*” stabilito) entro un termine temporale specifico.

Oggi, con l'avvento dell'informatica e delle trasmissioni di dati in pochi centesimi di secondo, questo mondo “antico” si è quasi completamente estinto.

La nascita di nuovi mercati, nuove figure professionali, nuove modalità di investimento, sempre più rapido e attento ad ogni minima variazione e fluttuazione che può derivare anche da influssi di titoli di altri continenti, ha completamente modificato il modo di interpretare ed offrire una prestazione connaturata secondo i termini appena esposti.

⁴ Per maggiori informazioni, vedere artt. 27 – 37 D.Lgs 24.02.1998 n. 58 (T.U.F.)

IL MERCATO OD I MERCATI?

Una precisazione appare doverosa prima di procedere.

Da sempre i consumatori (ed anche gli intermediari) parlano di “mercato mobiliare” al singolare, immaginando, appunto, le vecchie Borse Valori⁵, intese come luoghi fisici e ben inquadrati al centro delle capitali finanziarie mondiali, con gli operatori che schiamazzavano a gran voce e scambiavano migliaia di titoli in pochi minuti.

L'immagine, pur ormai consolidata nella filmografia, non esiste pressoché più da molti anni⁶.

Gli operatori non sono più i “datati” agenti di cambio, ormai in via di cessazione e sostituiti da società di intermediazione (c.d. S.I.M.: Società Intermediazione Mobiliare)⁷, ed, altresì, “il” mercato è, in realtà, composto da “molti” mercati.

L'avvento di internet e la necessità di operare milioni di scambi in pochi secondi ha modificato la vecchia struttura “pubblicistica” del mercato, formale e regolamentato da precise prassi.

In linea con le disposizioni della direttiva comunitaria sui servizi di investimento, che aveva fatto venir meno il monopolio delle Borse Valori nell'offerta di servizi di negoziazione per i titoli da esse trattati, e secondo il principio che i mercati si costituiscono e si sviluppano sulla base di iniziative private, il T.U.F. italiano, all'art. 78, ha ampliato le possibilità di concorrenza

⁵ Non esistono solo le Borse Valori ma anche le c.d. “Borse Merci”, in cui vengono trattati cereali o metalli (es. ferro, acciaio etc.). Tali borse, a differenza di quelle “valori”, non hanno un andamento giornaliero ma settimanale.

⁶ L'ultima “chiamata alle grida” avvenne il 28.02.1994, quando la Borsa Valori entrò nell'era telematica.

⁷ In Italia, fino al 1991 erano ammessi a operare nella borsa valori solo gli agenti di cambio; successivamente, a seguito della l. 02.01.1991 n. 1, che ha inciso sulla materia bancaria, sono state istituite le Società di intermediazione mobiliare.

Queste sono state riconosciute come le uniche effettivamente autorizzate all'intermediazione nei mercati mobiliari, affiancati dagli agenti di cambio purché già abilitati all'esercizio della professione alla data dell' entrata in vigore della legge e iscritti in un unico ruolo nazionale a esaurimento.

STUDIO LEGALE POLATO

30174 Venezia – Mestre, Via C. Battisti n. 7

Tel. 041 98 53 77 Fax 041 95 20 53

31100 Treviso, Strada comunale Corti n. 56 int. 2

Tel. 0422 42 33 50 Fax 0422 31 60 98

studiolegalepolato@tiscali.it

www.banca-borsa.it

tra produttori di servizi di negoziazione e riconosciuto ufficialmente i c.d. mercati “*Over The Counter*” (O.T.C.).

Questi ultimi (senza aver l’ambizione di voler fornire una definizione omnicomprensiva) sono mercati gestiti da privati su cui ogni soggetto emittente può far quotare i propri titoli.

Per far comprendere meglio l’argomento, occorre presentare un esempio di un mercato non regolamentato pienamente operante.

TLX S.p.a. (rinominata EuroTLX SIM Spa dal 11.01.2010) organizza e gestisce il sistema multilaterale di negoziazione (*Multilateral Trading Facility* – MTF) denominato EuroTLX.

Questo mercato “parallelo” a quelli ufficiali consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a dette proposte, incrociandole fra loro o eseguendole in proprio in modo che il contratto si concluda per il tramite del sistema stesso.

In breve, quindi, il mercato si compone, oltre che delle vecchie Borse Valori, comunque esistenti, di molti mercati privatizzati e non regolamentati⁸.

All’interno di questi mercati vengono quotati prodotti finanziari i quali, presi singolarmente, possono essere più o meno pericolosi senza che venga in rilievo in maniera rilevante la tipologia di mercato ove sono quotati.

Il singolo mercato O.T.C., infatti, si limita a quotare l’emissione del singolo strumento finanziario: ve ne saranno di sicuri, così come altri saranno pericolosi.

⁸ Fra gli esempi di maggior rilievo, il NYSE (New York Stock Exchange) e il NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations), il London Stock Exchange, l’Euronext (la società che organizza e gestisce le borse di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona).

Spetterà al singolo intermediario (cioè la società autorizzata “S.I.M”) che acquista sul mercato analizzare l’operazione indicata dal proprio cliente e valutarne la congruità ai suoi profili di rischio⁹.

EVITARE LE ASIMMETRIE INFORMATIVE: OBBLIGO INFORMATIVO CONTINUO IN CAPO AGLI INTERMEDIARI

Fatte questo breve *excursus* sul mondo dei mercati mobiliari, in questa sede, all’interno del “*genus*” del principio della buona fede, ci si concentra sulla “*species*” dell’obbligo informativo in capo all’intermediario finanziario.

Quest’ultimo, quando il cliente opera, ha il chiaro e preciso obbligo di fornire idonee informazioni sulla tipologia di investimento e sui rischi a cui si va incontro nell’operazione economica a prescindere che tale acquisto derivi da un suggerimento dello stesso istituto o da volontà espressa del privato stesso.

Infatti, nonostante queste precise direttive, ribadite più volte nei tribunali e dallo stesso organo di vigilanza CONSOB, negli ultimi anni si denotano gravi carenze nella tempestività della diffusione delle informazioni necessarie per poter operare in un mercato così soggetto a crisi e “sbalzi” come quello finanziario.

Spesso le “pastroie” burocratiche nazionali vanno ad intaccare se non addirittura ad eliminare totalmente i precisi diritti dei clienti investitori i quali, operando in un mercato internazionale,

⁹ Esemplicando, se l’intermediario Alfa riceve ordine da Tizio, investitore cauto con “bassa” propensione al rischio, di acquistare 10.000 obbligazioni della società Gamma, in procinto di fallire e con un rating molto scarso, dovrà informarlo del pericolo e, anche se autorizzata, tenerlo sempre aggiornato dell’evoluzione della situazione. Il mercato OTC ove Alfa acquisterà le obbligazioni si limita a metterle in vendita.

si trovano oggetti a procedure amministrative nazionali che possono cagionare danni gravissimi dal punto di vista economico.

Un chiaro esempio di cosa potrebbe succedere nello “scontro” fra necessità di informativa celere e procedure amministrative nazionali si rileva nel caso dei gravi danni cagionati agli azionisti italiani nella vicenda della Bank of Ireland.

OBBLIGAZIONI BANK OF IRELAND 2019 CODICE XS 0186652557: SVILUPPO STORICO DEL TITOLO A PARTIRE DALL'ANNO 2009 ED IL CONCAMBIO DEL GIUGNO 2011

L'obbligazione irlandese, avente scadenza 2019, è stata emessa nel 2004 e prevedeva tasso fisso per un primo periodo, successivamente variabile.

L'obbligazione era di natura subordinata (per inciso, livello “*Lower Tier II*”) e, quindi, godeva di un grado “minore” di possibilità di rimborso in caso di *default* dell'emittente essendo quest'ultimo subordinato al rimborso delle c.d. obbligazioni “*senior*”¹⁰.

E' stata ammessa alla quotazione sul mercato TLX il 19.11.2007 e negoziata fino al 18.01.2010, data in cui è stata esclusa.

Seppur all'apparenza l'obbligazione fosse abbastanza sicura poiché la solvibilità dell'emittente era garantita dal governo irlandese, tra gennaio 2010 e giugno 2011, erano state effettuate ben tre offerte pubbliche di scambio, chiaro sintomo del progressivo declinare della già scarsa fortuna di queste azioni.

¹⁰ Le obbligazioni hanno dei gradi di solvibilità in caso di default dell'emittente: Senior, Lower Tier I e II, Tier 3: le senior naturalmente sono le obbligazioni “classiche”, le altre sono di natura subordinata e godono di minori protezioni in caso di insolvenza dell'emittente dovendosi prima rimborsare le “senior”

Fin dalla metà dell'anno 2009, infatti, sono rintracciabili operazioni o commenti di esperti del settore che facevano presagire la volontà della banca di procedere alla ristrutturazione del debito con un “contributo”, sempre più rilevante, degli obbligazionisti: questa, infatti, proponeva dei concambi non alla pari ma a sconto (es. ogni 100 azioni sorge un concambio di 50, con perdita del 50% del capitale investito) .

Questo orientamento, anche su pressione della Commissione Europea, era già esplicito a metà del mese di settembre 2009, quando quest'ultima invitò le Banche a smettere di pagare gli interessi sul debito subordinato e auspicò che gli investitori si assumessero un onere nel salvataggio delle banche oggetto di aiuti di Stato.¹¹

Analizziamo rapidamente le tre offerte di concambio che si susseguirono in quel periodo.

Nel caso del concambio del gennaio 2010, l'Irlanda convertì 78 nuove azioni in cambio di 100 vecchie, naturalmente con gravi perdite economiche ma, comunque, un capitale almeno parzialmente salvo.

Il secondo concambio, datato dicembre 2010, era reso noto mediante:

- l'emissione di un comunicato stampa ad un servizio di notifica notizie;
- la consegna degli avvisi ai sistemi di compensazione per la comunicazione ai partecipanti diretti,
- divulgazione attraverso RIS e la sezione annunci delle aziende della Borsa irlandese,
- sul relativo schermo Reuters Insider Internazionale,
- copie di tutti gli annunci, i comunicati stampa e gli avvisi potevano essere ottenuti anche presso l'Agente per Exchange.

¹¹ Articolo pubblicato sul giornale “*Reuters*” del 15.09.2009

Oltre a ciò, l'annuncio era rinvenibile sulle pagine *internet* di molte testate giornalistiche o specialistiche¹².

Nel dicembre del 2010, quindi, subito dopo tale "offerta", il Governo Irlandese deliberava una legislazione che incrementava notevolmente i poteri del Ministro delle Finanze, per consentire allo Stato di compiere agili ristrutturazioni del sistema bancario e favorirne asseritamente la stabilizzazione.

Tale normativa (*Credit Institutions Stabilisation Act* - "CISA") attribuiva al Ministro delle Finanze ampia discrezionalità nel decidere il trattamento da riservare ai possessori di obbligazioni subordinate, quali quelle oggetto del presente studio.

Tale potere consentiva al Ministro di emettere una ordinanza (*Subordinated Liabilities Order* - "SLO") che prevedeva modifiche ai diritti degli obbligazionisti subordinati riguardo al rimborso di interessi e/o capitale, ad eventi di *default* e scadenza del titolo.

Il Ministro, in sostanza, poteva modificare come riteneva il diritto dell'obbligazionista e il contenuto del contratto.

Nel frattempo i titoli subordinati in questione venivano esclusi dalla rinnovata garanzia statale, peraltro già limitata ai soli bond emessi tra il mese di dicembre 2009 e il mese di giugno 2010.

L'ultima delle tre offerte, datata giugno 2011 con scadenza al 07.07.2011, prevedeva, oltre un concambio del 51% sul valore dei già svalutati Bond, anche l'esercizio, da parte della Bank of Ireland, di una clausola c.d. "*call*" sul titolo al prezzo di un centesimo di euro per ogni mille euro di valore nominale.

¹² Sito ufficiale della Bank Of Ireland, Financial Times, London Stock Exchange, REUTERS, London South East, INVESTIGATE, Interactive Investor, Money Extra, Bestinvest.

In parole semplici: o il risparmiatore accettava un concambio (nel caso del concambio 51 nuove azioni in cambio di 100 vecchie, naturalmente con gravi perdite economiche ma, comunque, un capitale almeno parzialmente salvo) oppure, non aderendo, si vedeva ricomprare le azioni al prezzo fissato dall'Irlanda.

Con l'offerta del giugno 2011, il “riacquisto” irlandese comportava il saldo di appena un centesimo di euro ogni mille euro investiti.

Il taglio minimo per lo scambio era fissato in euro 50.000,00, impedendo così ai piccoli azionisti di poter aderire direttamente e costringendoli a svendere le proprie quote agli azionisti più esposti.

Queste vicende non nascevano naturalmente in modo repentino ed imprevisto ma, analizzando l'andamento azionario e storico dell'obbligazione, ci si poteva avvedere della gravità della situazione.

Tali offerte, infatti, erano soprattutto conseguenza del piano di ristrutturazione della banca emittente, consistente in un notevole intervento dello Stato irlandese nel capitale della banca.

PREVEDIBILITA' DELL'OFFERTA DI CONCAMBIO DEL GIUGNO 2011

La notizia della volontà della banca di Irlanda di strutturare il proprio debito nel giugno 2011 era nota e conoscibile, sia perché in precedenza aveva lanciato altre operazioni di ristrutturazione su strumenti diversi da quelli in esame, sia per diffusione data alla notizia.

Fin dalla metà dell'anno 2009, come sopra espresso, sono rintracciabili operazioni che fanno presagire la volontà della banca di procedere ad una ristrutturazione.

La prima operazione di tale sorte di cui si rinviene traccia è del 19.05.2009 anche se rivolta solamente ai possessori di titoli in valuta USD.

Tutte e tre le offerte del 2010/11, ad ogni modo, conobbero ampio risalto presso tutti i *mass media* del settore economico specializzato e presso i principali azionisti interessati.

Appare evidente, comunque, che l’offerta di concambio del giugno 2011 dovesse essere immediatamente comunicata da parte degli intermediari rispetto ai propri clienti che avevano un capitale investito per poter limitare le perdite.

CRITICITA’ DEL SISTEMA: MANCATA COMUNICAZIONE AGLI INVESTITORI ITALIANI DEL CONCAMBIO DEL GIUGNO 2011

Appare quasi superfluo, alla luce del titolo della trattazione, osservare come l’informativa del concambio, già predisposta dall’Irlanda, non giunse mai all’attenzione degli investitori italiani.

Le motivazioni di tale decisione, alla luce dell’internalizzazione del mercato, hanno quasi dell’incredibile.

Il prospetto dell’offerta era redatto in inglese e la CONSOB, l’istituto di vigilanza nazionale, per poterne autorizzare la diffusione in Italia, avrebbe preteso un "*prospetto in italiano*" come presupposto per l’estensione nel nostro Paese dell’offerta di ristrutturazione dei bond¹³.

Nonostante la successiva smentita dell’istituto di vigilanza in merito a tale circostanza, appare logico che qualcosa, nel meccanismo di comunicazione, non abbia funzionato e la maggior parte degli istituti di credito non abbia provveduto a fornire alcuna idonea comunicazione alla propria clientela.

¹³ Beppe Scienza, “*La Repubblica - Affari e Finanza*”, articolo del 24.10.2011

L’istituto emittente, infatti, si è avvalso delle esenzioni in tema di comunicazione dell’offerta pubblica di strumenti finanziari prevista dalla direttiva 2001/34/CE relativa al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, così come da ultimo modificata dalla direttiva 2003/71/CE.

Tali modifiche sono state recepite dal Governo italiano con il decreto legislativo n. 51 del 28.03.2007, che adegua alla normativa europea la disciplina dell’offerta al pubblico dei prodotti finanziari diversi da quelli fino ad oggi previsti dal testo unico dell’intermediazione finanziaria.

I pochi istituti che hanno provveduto a fornire una qualche comunicazione, peraltro, spesso lo hanno fatto con comunicazioni con un lasso temporale minimale rispetto alla scadenza dell’offerta¹⁴, impedendo concretamente al cliente la possibilità di disporre dei propri titoli.

In effetti, ad oggi, manca una precisa normativa in ambito comunitario che obblighi ad una maggior chiarezza gli emittenti e, soprattutto, costringa questi ultimi (oltre agli intermediari professionisti del settore, quali gli istituti di credito) ad operare in maniera tale da evitare simili gravose situazioni.

In definitiva, quindi, Bank of Ireland si è limitata a fornire l’informazione necessaria agli intermediari, quali gli istituti di credito, senza però che quest’ultima, abbastanza chiara e nota agli esperti del mercato, soprattutto sulla piazza di Londra, storicamente “vicina” alle emissioni degli istituti irlandesi, passasse ai singoli utenti – investitori.

RISPOSTA DELLE ISTITUZIONI ITALIANE: COMUNICAZIONE CONSOB N. DIN/DCG/DSR/ 11085708 DEL 20.10.2011

¹⁴ In alcuni casi si parla di 24/48 ore prima della scadenza, fissata al 07.07.2011, in pieno periodo estivo.

La CONSOB, interessatasi sul mancato avviso da parte degli intermediari verso la propria clientela, in data 20.10.2011 ha emesso la comunicazione identificata da n DIN/DCG/DSR/11085708, rubricata: *"Offerte di scambio non assistite da prospetto e dovere degli intermediari di informare i propri clienti"*

In detta comunicazione si legge testualmente: *"Alcuni emittenti, come consentito dalla normativa comunitaria, hanno preferito non realizzare l'operazione di scambio attraverso un'offerta al pubblico in senso proprio, avvalendosi delle esenzioni previste dalla Direttiva 2003/71/CE (la Direttiva Prospetto), e, quindi, non procedendo alla pubblicazione di un prospetto informativo né nel proprio Paese di origine, né, tantomeno, in Italia. Le operazioni di scambio sono state, di norma, accompagnate da annunci resi dall'emittente sul proprio sito internet e realizzate attraverso documenti non sottoposti alla preventiva approvazione da parte di Autorità di vigilanza, mediante un'informativa fornita ai depositari centralizzati dei relativi titoli. In alcuni casi, detti annunci contenevano limitazioni fattuali alla possibilità per i portatori retail di conferire i propri titoli in cambio dei "nuovi" o del "rimborso parziale" programmato, limitando, a titolo esemplificativo, l'offerta a "investitori qualificati" o a portatori di titoli per un ammontare superiore a 50.000 Euro. In altre occasioni, gli offerenti, attraverso apposite clausole riportate nei relativi annunci, hanno espressamente escluso gli investitori italiani dalla possibilità di partecipare all'offerta, prevedendo, oltre al divieto di procedere alla distribuzione di documentazione relativa alla proposta di acquisto o di scambio in Italia, anche l'inefficacia di eventuali adesioni provenienti da tali investitori.*

Si è, inoltre, osservato che, talora, gli investitori anche italiani hanno visto automaticamente modificati termini e condizioni del proprio prestito obbligazionario per effetto di una decisione

STUDIO LEGALE POLATO

30174 Venezia – Mestre, Via C. Battisti n. 7

Tel. 041 98 53 77 Fax 041 95 20 53

31100 Treviso, Strada comunale Corti n. 56 int. 2

Tel. 0422 42 33 50 Fax 0422 31 60 98

studiolegalepolato@tiscali.it

www.banca-borsa.it

assunta dalla maggioranza degli obbligazionisti, ad esito di una procedura di "consent solicitation".¹⁵ La mancata promozione in Italia di offerte pubbliche di scambio promosse da emittenti esteri - dovuta, secondo gli offerenti, all'eccessiva onerosità delle procedure previste dal nostro ordinamento - non è un fenomeno nuovo e la Consob, già a partire dal 2009(2)¹⁶, aveva preso atto di tale circostanza e adottato talune misure interpretative in materia di redazione dei documenti di offerta, per ovviare ad una prassi che comprometteva la parità di trattamento degli investitori italiani rispetto a quelli di altri Paesi europei. (omissis)

.....

Conseguentemente, anche gli obbligazionisti italiani possono ricevere informazioni e partecipare alle suddette deliberazioni senza che l'emittente incorra in alcun obbligo informativo nei loro confronti, ulteriore rispetto a quelli normalmente adempiuti in occasione di tali modifiche.

Con riferimento a tali aspetti, occorre altresì ribadire il consolidato orientamento della Consob¹⁷, secondo il quale, anche in assenza di un prospetto/documento di offerta rivolto agli investitori italiani, "nella normativa nazionale non vi sono disposizioni che precludano la possibilità per i soggetti residenti in Italia di cedere i propri titoli nel corso di un'offerta che non sia promossa anche in Italia. La mancata predisposizione della documentazione relativa all'offerta pubblica ... comporta infatti esclusivamente che l'offerente non possa svolgere alcuna attività promozionale e/o di carattere informativo in Italia. La mancata accettazione delle

¹⁵ Si tratta di quelle operazioni societarie in cui i titolari di prodotti finanziari sono chiamati ad approvare modifiche dei termini, condizioni o altre clausole dei relativi regolamenti o statuti, mediante concorso ad una deliberazione o altra decisione che abbia il potere di vincolare anche i titolari assenti, astenuti o dissenzienti.

¹⁶ Cfr. la comunicazione DEM/9034174 del 16.04.2009.

¹⁷ Cfr. la comunicazione Consob DEM/7085669 del 24.09.2007, richiamato nella citata comunicazione Consob DEM/9034174 del 16.04.2009.

adesioni provenienti da soggetti residenti in Italia non trova pertanto alcun fondamento in disposizioni normative o regolamentari italiane". (omissis)

.....

In particolare, tenuto conto che la relazione tra l'emittente/offerente e l'investitore al dettaglio non è di tipo diretto ma transita di norma per un intermediario che – seppure con diverse modalità (e correlate responsabilità), svolge una funzione di filtro nell'interesse del risparmiatore - va considerato che, pur in presenza di un'operazione di scambio per la quale non sia stato pubblicato un prospetto/documento d'offerta o comunque non rivolta a investitori italiani, sussiste, in ogni caso, il dovere dell'intermediario, che svolge per il proprio cliente, specie al dettaglio, il servizio accessorio di "custodia ed amministrazione titoli"¹⁸, di "operare in modo che [i clienti] siano sempre adeguatamente informati"¹⁹.

Deve, infatti, ritenersi che informare il portatore di un titolo oggetto di un'operazione di scambio dell'esistenza dell'iniziativa stessa, delle sue caratteristiche e delle conseguenze che può comportare per l'investimento interessato, rientri fra i doveri dell'intermediario di protezione dell'interesse del cliente e non determini di per sé alcuna ipotesi di offerta al pubblico.”

La CONSOB, richiamando il proprio precedente orientamento, ha ribadito senza equivoci che è obbligo per l'intermediario presso il quale siano custoditi ed amministrati i titoli avvisare il cliente della O.P.S., anche se la medesima non è divulgata in modo ufficiale in Italia, potendo il cliente decidere di alienare il titolo anche prima della scadenza dell'offerta.

¹⁸ Cfr. art. 1, comma 6, let. a), del TUF.

¹⁹ Cfr. art 21, comma 1, lett. b) del TUF.

L’istituto, poi, ha preso spunto per fornire queste indicazioni non solo sul *dictum* dell’art. 21 T.U.F. ma, altresì, ha meglio specificato l’ambito di valenza dell’art 27 del regolamento sugli intermediari²⁰, dandone un’interpretazione “autentica”.

L’obbligo generale all’informazione e la piena consapevolezza dell’investimento deve essere costante e non solo “limitato” all’atto di vendita di un titolo e, quindi, estendere i propri effetti durante tutta la durata del rapporto e la permanenza del titolo nel portafoglio.

Questo principio è stato cristallizzato dalla giurisprudenza di merito, come in App. Milano, 15.04.2009, “*Le norme del TUF e dei regolamenti Consob aggiungono alla disciplina codicistica ed a carico dell’intermediario un dovere di correttezza e di informazione che non si esaurisce nella fase prodromica alle trattative ma che si estende per l’intera durata del rapporto, al fine di consentire all’investitore l’adozione di decisioni meditate e consapevoli*”.

La *ratio* di tali osservazioni si colloca sempre nell’alveo della massima tutela del cliente nei confronti del professionista il quale, nel caso di specie, pur essendo perfettamente a conoscenza della situazione, preferisca tacere.

L’intervento, quindi, appare chiaro e netto nell’affermare nuovamente i principi di buona fede e corretta informazione nei confronti dei clienti – investitori.

Purtroppo, proprio a cagione dell’asimmetria informativa ora enunciata, parecchie centinaia di azionisti italiani hanno perduto il loro investimento in una percentuale pressoché totale (999 per mille, con perdita degli interessi maturati).

²⁰ Cioè il Regolamento Consob n. 16190 del 2007

L'intervento CONSOB, avvenuto circa tre mesi dopo la chiusura dell'offerta di concambio, non può che far riflettere in merito alla scarsa tempestività nel porre rimedio alla vicenda ed ai gravi danni che infligge un controllo non abbastanza penetrante e preciso del mercato azionario da parte degli organi deputati.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE ALLA LUCE DELLE STATUZIONI DELL'ALTA CORTE DI GIUSTIZIA DI LONDRA DATATA 27.07.2012

Dalla vicenda, quivi tratteggiata per sommi capi, occorre trarre qualche spunto.

Dapprima, in un contesto internazionale, appare sempre più fuori luogo basare le scelte strategiche ed informative degli intermediari su leggi e regolamenti di natura prettamente nazionale.

D'altro canto, a parziale giustificazione di questa condotta assolutamente inerte e passiva da parte degli istituti di credito nel caso di specie, occorre rilevare anche l'assoluta carenza di una precisa e chiara legislazione europea in questo delicato e quanto mai importante settore.

Un intervento da parte delle autorità in sede comunitaria appare quanto mai urgente e necessario.

Pur con la piena consapevolezza della difficoltà di armonizzare tramite regole comuni un mercato che per sua stessa natura è “sovra” nazionale, occorre ponderare una legislazione che, senza esser pedante ed eccessiva, ingarbugliando il già complesso sistema normativo, si basi su principi generali riconosciuti da tutti gli operatori sia del mercato che del diritto.

Appare evidente che nel caso preso in considerazione, anche se il prospetto non era redatto in lingua italiana, gli operatori professionali del mercato fossero perfettamente in grado di tradurlo e fornire un idoneo avviso ai propri clienti, salvaguardandone così i risparmi.

Una condotta improntata ai principi della buona fede travalica sicuramente ogni limite giuridico e confine strettamente nazionali poiché tale regola è riconosciuta come necessaria da tutti i soggetti coinvolti nelle trattative.

Una disciplina europea più incisiva rispetto a quella attuale e incentrata su questo punto fermo (ma anche su altri ad esso collegati: informativa tempestiva, adeguatezza dell’investimento etc.) potrebbe evitare numerosi problemi ed, anzi, addirittura fornire linee guida quanto mai appropriate ed idonee per la condotta degli affari.

Il concambio del giugno 2011 proposto, infatti, era così atipico e deleterio per i risparmiatori che l’Alta Corte di Londra, in data 27.07.2012, esprimendosi nella causa intrapresa dal fondo Assènagon contro la Bank of Ireland, ha chiaramente censurato la condotta di quest’ultima statuendo come: *“L’unico motivo di questa offerta [il concambio o il rimborso di un centesimo di euro ogni mille investiti] è di intimidire la potenziale minoranza. Chi non aderisce sa infatti che questa sua scelta lo lascerebbe fuori al gelo. Insomma, l’oppressione della minoranza è l’essenza di un’offerta di questo tipo”*.

Questa sentenza, redatta con un lessico quanto mai efficace, nello stile anglo sassone, riassume in termini metaforici l’impressione che ciascun operatore si è fatto osservando la vicenda e la propria evoluzione.

Compito degli operatori sia del mercato che del diritto, nei prossimi anni, è cercare di lavorare perché si diffondano questi principi di buona fede e di diligenza informativa onde evitare che vicende di tale portata e gravità non abbiano a ripetersi per meri cavilli burocratici.

(a cura di Bruno Ravagnan)