Luiss
Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli

CERADI
Centro di ricerca per il diritto d'impresa

L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario

Sabrina Bruno

Febbraio 2004

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

1. Il danno da informazione: classificazione. - La diffusione di informazioni non corrette sul mercato finanziario da parte degli emittenti (direttamente o indirettamente) può causare un danno agli investitori attuali (soci o altri sottoscrittori o acquirenti di strumenti finanziari diversi dalle azioni) o potenziali (terzi che non hanno ancora sottoscritto alcuno strumento finanziario). Il danno si verifica generalmente in un momento successivo alla diffusione, allorquando risulta che le informazioni non erano corrette, e consiste nella diminuzione del patrimonio di coloro i quali hanno utilizzato l'informazione, ponendo o non ponendo in essere operazioni di investimento o disinvestimento.

In particolare, gli investitori attuali possono subire un danno che consiste: a) nel costo dell'investimento ulteriore o nel mancato disinvestimento, se le informazioni non corrette diffuse rappresentano una situazione patrimoniale e finanziaria della società migliore di quella reale (è il caso più comune); oppure, b) nel disinvestimento, se invece le informazioni rappresentano una situazione della società peggiore di quella reale oppure sono poco chiare e quindi causano incertezza circa le reali condizioni patrimoniali e finanziarie della società. Il danno degli investitori potenziali consiste: nel costo dell'investimento (acquisto o sottoscrizione di strumenti finanziari ad un prezzo superiore rispetto al loro valore reale), se le informazioni rappresentano una situazione della società migliore di quella effettiva. Infine, se le informazioni non sono corrette in quanto incomplete oppure poco chiare, sia gli investitori attuali che potenziali possono subire un danno che consiste nel mancato investimento, nel caso, in verità teorico, in cui l'incompletezza delle informazioni occulti una buona condizione patrimoniale della società e non consenta la formazione della volontà di sottoscrivere o acquistare strumenti finanziari.

Si consideri che il termine investimento comprende sia la sottoscrizione (allorché controparte dell'investitore è la società) che l'acquisto degli strumenti finanziari (allorché controparte dell'investitore è un altro investitore, l'operazione cioè è posta in essere sul mercato secondario).

Già il diritto comune contempla la tutela civilistica di questi danni; inoltre la legislazione speciale sulla trasparenza consente di ricostruire delle presunzioni semplici che è auspicabile siano formalizzate dalla giurisprudenza per facilitare l'onere della prova dei risparmiatori danneggiati.

2. Il risarcimento del danno da informazione nel diritto comune. - La giurisprudenza ha ammesso la risarcibilità del danno da informazione per l'intera tipologia classificata (danno da investimento, disinvestimento, mancato investimento o mancato disinvestimento). Nonostante i casi abbiano riguardato, più che altro, società "chiuse" (cioè non quotate, né aperte al pubblico risparmio), i principi affermati possono ben applicarsi pure alle società "aperte".

Ai singoli *soci* è stato riconosciuto il diritto al risarcimento del danno consistente: 1) nella sottoscrizione di un aumento del capitale sociale (danno per investimento ulteriore) a seguito della redazione di un bilancio artefatto[1]; 2) nella mancata sottoscrizione di un aumento di capitale sociale (danno per mancato investimento)[2]; 3) nella mancata cessione delle azioni (danno per mancato disinvestimento)[3]. Inoltre, nel caso di bilancio che sottovalutava il patrimonio sociale è stata riconosciuta la risarcibilità del danno del socio che aveva ceduto il proprio pacchetto azionario ad un prezzo inferiore al suo effettivo valore patrimoniale netto (danno da disinvestimento)[4].

---

[1] Il bilancio rappresentava una situazione patrimoniale della società migliore di quella effettiva: cfr. Trib. Milano 22 settembre 1986, in *Le Società*, 1987, I, p. 162. La possibilità che tale tipo di danno si verifichi è stata riconosciuta inoltre, incidentalmente, in Trib. Napoli, 16 giugno 1986, in *Le Società*, 1986, II, p. 1345.

[2] Questo tipo di danno è solo ipotizzato in Trib. Napoli, 16 giugno 1986, *cit.*, con riferimento ad una condotta illecita consistente nella falsa, omessa o insufficiente informazione dei soci in occasione di un aumento del capitale sociale. In effetti la carente informazione può causare un danno, identificabile nella c.d. perdita di *chance* economica, solo se la società è in buone condizioni patrimoniali. Ma se la carente informazione occulta perdite patrimoniali allora non si verifica alcun danno; sulla base di questa considerazione il Tribunale ha rigettato la domanda in quanto gli attori si dolevano della mancata sottoscrizione delle nuove azioni dovuta all'informazione insufficiente però, nello stesso tempo, attribuivano all'amministratore una pessima gestione della società ed addirittura il depauperamento del patrimonio. A quel punto, se il patrimonio sociale era depauperato non si capiva quale fosse il danno subìto per la mancata sottoscrizione.

[3] Cfr.: Trib. Milano 29 aprile 1999, Fingem c. Ferruzzi, Price Waterhouse e altri, in cui il danno risarcibile è consistito "nel mantenimento dell'investimento" dovuto alla falsa rappresentazione della situazione patrimoniale nella documentazione sociale; Trib. Milano 29 settembre 1983 (ord.), in *Giur. Comm.*, 1984, II, p. 42 in cui i soci di fronte a bilanci costantemente in attivo, ma falsi e sostanzialmente in perdita "si astennero dal negoziare i titoli in loro possesso (prima del totale azzeramento del loro valore) proprio perché tratti in inganno da quelle comunicazioni sociali non veritiere".

[4] Trib. Chiavari 18 gennaio 1993, in *Le Società*, 1993, p. 823.

Per quanto riguarda i *terzi*, è stato riconosciuto il diritto al risarcimento del danno: 1) nel caso di sottoscrizione di titoli della società emittente sulla base delle informazioni contenute in un bilancio o in altre comunicazioni sociali non corrette (danno da investimento)[5]; e 2) nel caso di acquisto dei titoli sul mercato (danno da investimento)[6] .

La tutela del socio o del terzo ha natura extracontrattuale: le informazioni non corrette sono contenute in documenti o dichiarazioni a larga diffusione (bilanci, prospetti, documenti informativi, relazioni, etc. ma anche interviste, incontri con analisti finanziari etc.). I soci sono accomunabili ai terzi in quanto le informazioni non riguardano l'esercizio di diritti sociali ma l'assunzione di scelte di investimento o disinvestimento. I soggetti destinatari delle informazioni quindi non sono identificati, né identificabili *ab initio* e le informazioni sono diffuse *ad incertam personam:* non è consentito enucleare un rapporto tra due parti. Il dato essenziale è costituito dal verificarsi del danno che è *ingiusto*, ai sensi dell'art. 2043 c.c., in quanto ha origine dalla violazione delle disposizioni di legge in materia di trasparenza; queste hanno costituito una situazione giuridica attiva a favore dei risparmiatori per consentire loro l'assunzione di decisioni consapevoli e ragionate di investimento o disinvestimento. La condotta illecita consiste nella violazione delle disposizioni del codice civile (artt. 2423 ss. c.c. in materia di bilancio), del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria (d.lgs. n. 58/1998) e dei Regolamenti Consob di attuazione (in particolare il n. 11971/1999) che, al fine di promuovere l'efficienza del mercato finanziario, tutelando il pubblico risparmio, tipizzano le informazioni rilevanti (periodiche, straordinarie e continue) ed impongono doveri di completezza, veridicità, correttezza e chiarezza. La trasparenza è prevista nei confronti del mercato in generale, astrattamente inteso ed è in primo luogo il mercato che indistintamente ed impersonalmente valuta le informazioni e stabilisce il prezzo degli strumenti finanziari. La responsabilità

---

[5] Trib. Milano 29 aprile 1999, cit.

[6] App. Milano 8 luglio 1997, in *Giur. comm.*, 1998, II, p. 532; Cass. 3 dicembre 1984 n. 6300, Compagnia Mediterranea di Assicurazioni l.c.a. c. Credito Lombardo S.p.a. In entrambi i casi il danno era stato subito a seguito di un'operazione (rispettivamente, acquisto di una partecipazione sociale e concessione di un finanziamento con contestuale costituzione di pegno sulle azioni) poste in essere sul mercato, avendo come controparti un altro investitore (un socio).

perciò nasce dalla violazione di *doveri* in senso proprio, aventi un contenuto predeterminato dalla legge.

Se invece i vari documenti sociali (es. prospetto o bilancio) sono utilizzati, prima o dopo la pubblicazione, in trattative negoziali per la conclusione di un contratto di sottoscrizione o acquisto di strumenti finanziari, l'eventuale informazione non corretta può legittimare i rimedi dell'annullabilità, nullità, o risoluzione del contratto, o anche del risarcimento del danno per responsabilità contrattuale o precontrattuale (a seconda se l'operazione viene in concreto effettivamente conclusa).

La tutela extracontrattuale di soci e terzi danneggiati dalla diffusione di informazioni non corrette è confermata dalla giurisprudenza sia rispetto alla società per azioni responsabile, ex art. 2043 c.c., in quanto persona giuridica illimitatamente capace di agire, che rispetto agli amministratori in proprio, in applicazione dell'art. 2395 c.c. Una società per azioni è stata dichiarata direttamente responsabile ex art. 2043 nel confronto di un terzo dalla Suprema Corte[7]. Gli amministratori di una società per azioni sono stati dichiarati responsabili in solido nei confronti di un terzo acquirente delle azioni della società a seguito della redazione e pubblicazione di un bilancio falso[8]. Inoltre gli amministratori sono stati giudicati responsabili ex art. 2395 c.c., pur se in *obiter dictum*, nei confronti di terzi indotti, dalla pubblicazione di un bilancio raffigurante una falsa immagine della situazione economico-patrimoniale della società, alla stipulazione di un contratto di fornitura[9]. La responsabilità degli

---

[7] Cass. 3 dicembre 1984 n. 6300, cit. Il bilancio conteneva dati alterati (alcune poste attive erano fittizie mentre mancavano poste passive) al fine di far apparire legittimo l'aumento del capitale sociale; il danno era stato subito da una banca terza e consisteva nella concessione di un finanziamento, sulla base della pubblicazione del bilancio, ad un socio che lo utilizzava per la sottoscrizione dell'aumento del capitale e che dava in pegno alla banca le nuove azioni sottoscritte. A seguito dell'inadempimento del socio e della dichiarazione di insolvenza della società emittente, la banca si rendeva conto di avere ricevuto in pegno azioni prive di alcun valore, per cui agiva in giudizio contro la società emittente per ottenere il risarcimento del danno subito, quale responsabile ex art. 2043 dell'attività illecita esplicata dall'organo amministrativo e consistente nella redazione di un bilancio falso.

[8] App. Milano 8 luglio 11997, cit. Il bilancio era falso in quanto l'attivo era stato sovrastimato mentre perdite superiori ad 1/3 del capitale sociale non risultavano; se il bilancio fosse stato correttamente redatto avrebbe comportato l'applicabilità degli artt. 2446 e 2447 c.c.

[9] Cass. 2 giugno 1989 n. 2685, in *Giur. it.*, 1989, I, c. 1686. La Suprema Corte, dopo avere affermato in principio la responsabilità, rigettava la domanda in quanto dai bilanci artefatti risultavano comunque dati contabili negativi per la società.

amministratori è stata, come *obiter dictum*, riconosciuta nei confronti dei soci danneggiati dalla cessione sottocosto del pacchetto azionario[10]. Infine, gli amministratori di una società quotata in borsa sono stati condannati ex art. 2395 c.c. a risarcire il danno subito dal terzo che aveva acquistato azioni e deciso di mantenerle, fuorviato dalla documentazione pubblicata: si trattava di vari documenti ufficiali (prospetti, comunicati di borsa, documenti informativi sulla fusione, relazione semestrali, oltre che il bilancio di esercizio e consolidato), redatti in violazione dei più basilari principi di trasparenza, e da cui emergeva una falsa rappresentazione dell'effettiva situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo[11].

3. Le presunzioni ricostruibili in base alla legislazione speciale. - Una corretta interpretazione ed applicazione dei principi sottesi alla legislazione in materia finanziaria (e prima ancora comunitaria) che tenga conto delle caratteristiche del mercato di riferimento consente di enucleare delle presunzioni relative in materia di elemento soggettivo e nesso di causalità. che possono risolversi, in fin dei conti, in un rovesciamento dell'onere della prova a favore dei risparmiatori danneggiati.

La prova dello stato soggettivo (di conoscenza o conoscibilità della non correttezza delle informazioni) può farsi discendere automaticamente dalla valutazione oggettiva del risultato della condotta, ossia la diffusione di informazioni false, incomplete o oscure, che realizza direttamente la violazione delle norme di legge. L'accertamento di una violazione di legge è considerabile cioè, di per sé, naturalmente colposo senza che sia necessario avere riguardo alle condizioni psicologiche dell'agente, in quanto la violazione di una norma che prescriva o vieti un determinato comportamento con funzione preventiva porta con sé un automatico giudizio di colpa. La dottrina parla di colpa *oggettiva* in quanto il suo accertamento prescinde dalla dimensione mentale e dipende invece "dall'*obiettivo contrasto* tra il comportamento dell'agente e l'obbligo imposto dalla norma"[12]. Perciò la violazione dei doveri di veridicità,

---

[10] Trib. Chiavari, 18 gennaio 1993, cit. Il Tribunale rigettava la domanda in quanto nella fattispecie mancava il danno: nonostante le irregolarità, la rappresentazione contabile corrispondeva in sostanza al valore patrimoniale della società, per cui la cessione del pacchetto azionario non era avvenuta sottocosto bensì al costo corrispondente al suo valore effettivo.

[11] Trib. Milano 29 aprile 1999, cit.

[12] Cfr. P.G. Monateri, Le fonti dell'obbligazione. La responsabilità civile, in Tratt.dir.civ., III, diretto da Sacco, Torino, 1998, p. 92.

correttezza e chiarezza vale, oltre che come condotta illecita, come colpa fondante la responsabilità aquiliana dell'agente: la disciplina sulla trasparenza delinea un modello di comportamento cui gli emittenti devono uniformarsi. I risparmiatori individuano la violazione di legge e sarà compito dei giudici valutare oggettivamente la condotta dell'emittente raffrontandola ai doveri di legge: la colpa consiste nella deviazione dal modello di trasparenza contemplato dal legislatore. Questa nozione di colpa oggettiva, intesa quale violazione oggettiva dai doveri di trasparenza, teorizzata dalla dottrina non solo italiana, è stata già implicitamente espressa dalla giurisprudenza: varie sentenze, intervenute in materia di bilancio, hanno desunto dall'inserimento di un'informazione non corretta (la cui individuazione spetta all'investitore danneggiato) in violazione dei principi di trasparenza, automaticamente, la prova dell'elemento soggettivo[13].

Con riferimento al nesso di causalità, bisogna considerare che la disciplina finanziaria vigente presuppone mercati ad efficienza semi-forte e quindi un collegamento costante tra informazioni e prezzo degli strumenti finanziari, a prescindere dalla conoscenza delle informazioni da parte di ciascun singolo risparmiatore. Di conseguenza può affermarsi che l'attore non dovrà dimostrare di avere prestato affidamento su una particolare dichiarazione falsa o ingannevole o imprecisa; né provare di averla letta e tenuta in considerazione nella decisione di investimento o disinvestimento. La prova della sussistenza del nesso di causalità può farsi desumersi automaticamente dal prezzo di mercato degli strumenti finanziari rilevanti: è il mercato che mostra se la diffusione di certe informazioni ha avuto un riflesso sui prezzi degli strumenti finanziari; è attraverso il mercato che può valutarsi se è sussistita una materiale influenza da parte delle informazioni inesatte o dal loro mancato aggiornamento. Cosicché deve presumersi che se le informazioni rilevanti fossero state corrette, il prezzo di mercato sarebbe stato diverso e l'investitore non avrebbe subito alcun danno dalle operazioni di acquisto, sottoscrizione, cessione, oppure non avrebbe posto in essere alcuna di queste operazioni. Il danno è stato subito per il fatto di avere corrisposto un prezzo più alto o,

---

[13] In App. Milano 8 luglio 1997, cit., p. 538, i giudici accertata l'oggettiva falsità del bilancio hanno ritenuto sussistere l'illecito degli amministratori convenuti affermando che "E' sufficiente la accertata, *necessariamente colposa*, violazione da parte dei tre amministratori dei doveri ed obblighi loro imposti dalla normativa dei bilanci". Nello stesso senso: Pretura Roma, 30 aprile 1982, in *Dir. fall.*, 1982, II, p. 1266 ha affermato che le valutazioni sulla regolarità del bilancio devono applicare il criterio della ragionevolezza (che è uno standard oggettivo) prescindendo da valutazioni circa lo stato soggettivo.

rispettivamente, di avere ricevuto un prezzo più basso e ciò sulla base dei prezzi determinatisi sul mercato in ragione della pubblicazione di certe informazioni, anche nell'ipotesi in cui non si sia presa direttamente conoscenza delle stesse. Siccome la conoscenza delle informazioni è irrilevante in quanto il prezzo si stabilizza a prescindere da essa e comunque già riflette le informazioni diffuse, deve considerarsi parimenti irrilevante la prova di un collegamento eziologico tra conoscenza delle informazioni e danno. Il fatto illecito è costituito dalla diffusione delle informazioni inesatte cui è da collegarsi automaticamente e presuntivamente il prezzo di mercato dei titoli, la cui corresponsione (o il cui incasso) integra il danno (rispettivamente per investimento e disinvestimento). La diffusione di informazioni rilevanti determina nel pubblico una predisposizione all'investimento oppure al disinvestimento al prezzo che risulta dalla valutazione effettuata dal mercato e che si comunica anonimamente all'attore acquirente o venditore: il danno perciò prescinde dalla conoscenza diretta delle informazioni e può presumersi corrisponda al prezzo di mercato.

4. Conclusioni. - La disciplina speciale in materia finanziaria esalta la tutela extracontrattuale del danno da informazione ricostruibile già nel diritto comune e consente di prospettare l'applicabilità di alcune norme di favore (ossia di presunzioni relative) per i risparmiatori danneggiati, nell'esercizio delle azioni di responsabilità. La nozione di colpa oggettiva permette di desumere dalla non correttezza delle informazioni la mancanza di diligenza degli emittenti o dei loro amministratori. Il nesso di causalità tra informazioni, prezzo di mercato degli strumenti finanziari ed induzione al compimento di operazioni di investimento o disinvestimento è tipizzato nella legislazione che presuppone un mercato ad efficienza semi-forte.

Sulla base della legislazione vigente può ricostruirsi un sistema di tutela del mercato (e quindi dei soggetti che lo compongono) in principio efficace; la scarsa utilizzazione dello strumento della sanzione civile, finora riscontrabile, perciò non può considerarsi motivata da impedimenti legislativi. Si tratta di agevolare lo strumento dell'azione civile per promuovere la produzione di informazioni quantitativamente e qualitativamente affidabili e quindi incoraggiare la fiducia del pubblico nel mercato finanziario. Il ruolo essenziale nella promozione dell'azione per danni e quindi della trasparenza ed efficienza del sistema finanziario dovrà essere giocato dalla giurisprudenza attraverso

l’utilizzazione e formalizzazione delle presunzioni relative già identificabili nell’ordinamento.