

LA FINANZA E LA LEGGE

PRESCRIZIONE E DANNO NELLA RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO

Un'importante sentenza del Tribunale di Milano

di Valeria Barbaresi (Zitiello Associati)

Il Tribunale di Milano, Sez. Impr., con sentenza del 15 febbraio 2021, stabilisce un importante precedente su due temi relativi alla responsabilità da prospetto: il termine di prescrizione e i criteri per la quantificazione danno. La vicenda ebbe inizio quando un emittente lanciò nel 2011 un primo aumento di capitale per 450 milioni. A dicembre dello stesso anno fu proposto un nuovo aumento per 750 milioni. Un mese dopo, l'importo dell'aumento, poi eseguito, fu alzato a 1.100 milioni.

Il Tribunale ha accertato che l'emittente

era al corrente fin dall'inizio che la prima ricapitalizzazione non sarebbe stata sufficiente ad adeguare le riserve che sapeva sottostimate. I dati forniti al mercato con le relazioni finanziarie precedenti al primo aumento erano quindi falsi e gli azionisti-investitori che lo avevano sottoscritto avevano in sostanza versato fondi a copertura di perdite e non conferito capitale di rischio.

PRESCRIZIONE IN CINQUE ANNI

La responsabilità da prospetto si prescrive in cinque anni dalla data di pubbli-



cazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto la falsità delle informazioni entro i due anni precedenti l'esercizio dell'azione. La questione interpretativa posta dall'art. 94, comma 11, del TUF e affrontata dal Tribunale riguarda la relazione tra i due termini. Chiarito che si tratta di termini di prescrizione e non di decadenza, il Tribunale in prima battuta osserva che mentre il giorno da cui inizia a decorrere il termine di cinque anni è fisso partendo dalla pubblicazione del prospetto, il giorno di decorrenza del termine di due anni è variabile e soggetto alla prova della scoperta. Il Tribunale quindi si chiede se l'azione debba ritenersi prescritta quando il termine di due anni scade prima che siano trascorsi i cinque anni dalla pubblicazione del prospetto.

La risposta è stata negativa. Se la scoperta avviene dopo che sono trascorsi cinque anni dalla pubblicazione del prospetto l'effetto è che il termine di prescrizione si allunga e l'azione può essere esercitata anche dopo i cinque anni dalla pubblicazione. Se i due anni dalla scoperta scadono prima che siano trascorsi i cinque anni l'azione non è prescritta fino alla scadenza del quinto anno dalla pubblicazione del prospetto. Ogni altra interpretazione, chiarisce il Tribunale, sarebbe irragionevole.

IL PREZZO SI GONFIA

Il prezzo dei titoli si forma sul mercato sulla base delle informazioni disponibili: quando le informazioni forniscono





una rappresentazione dell'emittente più rosea di quella reale, il prezzo si gonfia e, specularmente, si sgonfia quando è scoperta la verità. L'investitore ingannato subisce quindi un danno che deriva dall'aver pagato di più un titolo che valeva meno. Il risarcimento, semplificando, coincide con la parte "gonfiata" del prezzo. Ciò vale in generale per la responsabilità da inesatte informazioni al mercato. La responsabilità da prospetto, che ne costituisce una sottospecie, presenta una particolarità valorizzata dal Tribunale: l'investimento andato male non è frutto di una trattativa tra privati sul mercato, ma origina dall'adesione dell'investitore, sollecitato all'investimento dall'emittente tramite il prospetto, a una specifica operazione di aumento di capitale. Su questa premessa, il Tribunale sposta l'attenzione dall'effetto delle false informazioni sul

prezzo alla loro incidenza sulle scelte di investimento e conclude che quando è provato, come nel caso di specie, che, in assenza di false informazioni gli investitori non avrebbero investito, il risarcimento deve essere pieno, come se i titoli non fossero mai entrati nel patrimonio dell'investitore. Per essere pieno il risarcimento deve quindi comprendere l'intera minusvalenza subita, pari alla differenza tra capitale investito e prezzo di rivendita delle azioni in perdita.

SE IL MERCATO È NEGATIVO

D'altro canto, però, l'emittente, spiega il Tribunale, non può essere chiamato a rispondere del calo del prezzo causato dal generale andamento negativo di mercato. Per determinare questo andamento negativo il Tribunale effettuata una valutazione equitativa, prendendo a riferimento la diminuzione media del valore

delle azioni degli emittenti dello stesso comparto, nel caso in sentenza il -30%. A questo punto viene considerato che l'investitore ingannato avrebbe investito la stessa somma in altri titoli dello stesso comparto subendo almeno una perdita del 30%. La percentuale è così applicata in riduzione al capitale investito (prima minusvalenza) e il risultato è sottratto alla differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di rivendita (seconda minusvalenza). Il metodo elaborato viene battezzato "criterio della differenza delle minusvalenze".

Resta da vedere se questo indirizzo interpretativo si consoliderà. Infatti, confrontando la sentenza con altre pronunce in materia emerge che, da un lato, i giudici tendono a preferire alle consulenze tecniche criteri equitativi, dall'altro, che non vi è uniformità nella loro applicazione.