

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.

Attività pubblicitaria

1. La documentazione relativa a qualsiasi tipo di pubblicità concernente un'offerta è trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione.

2. Prima della pubblicazione del prospetto è vietata la diffusione di qualsiasi annuncio pubblicitario riguardante offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari.

3. La pubblicità è effettuata secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento in conformità alle disposizioni comunitarie e, in ogni caso, avendo riguardo alla correttezza dell'informazione e alla sua coerenza con quella contenuta nel prospetto, se è già stato pubblicato, o con quella che deve figurare nel prospetto da pubblicare.

4. La Consob può:

a) sospendere in via cautelare, per un periodo non superiore a dieci giorni lavorativi consecutivi, l'ulteriore diffusione dell'annuncio pubblicitario relativo ad un'offerta avente ad oggetto strumenti finanziari comunitari, in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni previste nei precedenti commi o delle relative norme di attuazione;

b) sospendere in via cautelare, per un periodo non superiore a novanta giorni, l'ulteriore diffusione dell'annuncio pubblicitario relativo ad un'offerta avente ad oggetto prodotti diversi da quelli di cui alla lettera *a)*, in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni previste nei precedenti commi o delle relative norme di attuazione;

c) vietare l'ulteriore diffusione dell'annuncio pubblicitario, in caso di accertata violazione delle disposizioni o delle norme indicate nelle lettere *a)* o *b)*;

d) vietare l'esecuzione dell'offerta, in caso di mancata ottemperanza ai provvedimenti previsti dalle lettere *a)*, *b)* o *c)*.

5. A prescindere dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto, le informazioni rilevanti fornite dall'emittente o dall'offerente agli investitori qualificati o a categorie speciali di investitori, comprese le informazioni comunicate nel corso di riunioni riguardanti offerte di prodotti finanziari, devono essere divulgate a tutti gli investitori qualificati o a tutte le categorie speciali di investitori a cui l'offerta è diretta in esclusiva.

SOMMARIO: 1. La pubblicità degli strumenti finanziari comunitari e dei restanti prodotti. - 2. I criteri attuativi. - 3. Diffusione di notizie, svolgimento di indagini di mercato e raccolta di intenzioni di acquisto.

Commento di
Marco Palmieri

1. Fermo restando l'obbligo di comunicazione alla Consob della documentazione relativa alla pubblicità concernente un'offerta al pubblico di prodotti finanziari¹, previsto dal comma 1 della norma in esame, la nuova versione dell'art. 101 tratteggiata dall'art. 3, d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, a differenza del testo originariamente emanato nel febbraio del 1998² presenta una diversa disciplina per gli strumenti finanziari comunitari – ovvero l'insieme formato dai valori mobiliari³ e dalle quote di fondi chiusi ai sensi della lett. a) dell'art. 93-bis Tuf⁴ – rispetto a quella destinata ai restanti prodotti finanziari.

La duplicità delle previsioni emerge già dalla lettura del secondo comma della norma in esame, che impone il divieto tassativo di diffusione degli annunci pubblicitari prima della pubblicazione del prospetto per le sole

offerte riguardanti i prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, al pari di quanto era previsto per ogni genere di offerta nella parte iniziale del comma 1 del testo dell'articolo emendato originariamente dal legislatore del 1998.

La restrizione del divieto permette di evincere che le offerte aventi ad oggetto gli strumenti finanziari comunitari possano essere pubblicizzate anche anteriormente alla pubblicazione del prospetto, fermo restando l'obbligo di trasmissione della «documentazione relativa a qualsiasi tipo di pubblicità concernente un'offerta» ai sensi del comma 1⁵. Tale interpretazione si avvale di un'implicita conferma contenuta nel comma 3 dell'art. 101 Tuf, che affida alla Consob il compito di redigere i criteri attuativi per lo svolgimento della pubblicità, nel rispetto, oltre che delle previsioni comunitarie, dei principi di correttezza e coerenza rispetto al contenuto del prospetto, sia nel caso lo stesso sia «già stato pubblicato», oppure qualora sia ancora «da pubblicare»⁶.

¹ Si noti che, benché la portata applicativa del primo comma della norma in commento sia apparentemente ampia, dato il riferimento generico alle offerte, l'obbligo di trasmissione del materiale pubblicitario riguarda esclusivamente quelle offerte che non rientrano nell'ambito delle esenzioni previste dall'art. 100 Tuf, in forza della disposizione contenuta nel primo comma di quest'ultimo articolo. Allo stesso modo il primo comma della norma in commento non trova applicazione nei confronti delle offerte di prodotti emessi da imprese di assicurazione: in tal caso i messaggi pubblicitari relativi a prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione debbono essere trasmessi unicamente su richiesta della Consob ai sensi del comma 8 dell'art. 34-ter reg. Emittenti.

² Sul problema della distinzione dei concetti di messaggio pubblicitario e sollecitazione all'investimento esistente prima dell'entrata in vigore dell'articolo in commento cfr. Pederzini, *Art. 101*, 850 ss.; Formicelli, *Commento*, 576 ss.; Parrella, *Art. 101*, 946 ss.; Annunziata, *Art. 101*, 168 ss., e, da ultimo, alla luce della normativa vigente e sul suo sostanziale superamento, Righini, *L'offerta*, 506 ss.; Balzarini, *Art. 101*, 1799 s.

³ La nozione di valori mobiliari è contenuta nel comma 1-bis dell'art. 1 Tuf, quale *sub-specie* dell'insieme degli strumenti finanziari definiti dal successivo comma 2; per un esame dei singoli strumenti che compongono l'elenco e della definizione contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. d), Tuf, si rinvia al relativo commento.

⁴ Lettera modificata da ultimo dall'art. 15, d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, che ha attuato un coordinamento del testo con le modifiche apportate a seguito del recepimento della direttiva 2004/39/CE.

⁵ Per un esame della disciplina comunitaria cfr. RAGNO, *Il prospetto*, 376 s. Per un esame del regime precedente cfr. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, 88. Si noti che il richiamo alla diffusione contenuto nel primo comma della norma in commento delimita la portata dell'espressione «La documentazione relativa a qualsiasi tipo di pubblicità», che dovrà essere intesa quindi non come qualsiasi documento o supporto contenente informazioni circa la pubblicità dell'offerta, ma unicamente quale quella frazione della documentazione destinata ad essere diffusa fra il pubblico.

⁶ Si noti che la violazione della disciplina comporta, tuttavia, identiche sanzioni: ai sensi dell'art. 191, comma 2, Tuf la violazione l'irrogazione della sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila a cinquecentomila euro oltre alla pena accessoria della pubblicazione ai sensi dell'art. 195, comma 3, Tuf, pena che può non essere irrogata nel caso in cui la pubblicazione possa turbare gravemente i mercati o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte: quest'ultima previsione appare di particolare importanza, nei casi in cui una simile pubblicità negativa, pure a fronte di violazioni di secondaria importanza, potrebbe ripercuotersi grandemente sul successo dell'operazione minando la fiducia degli oblati. Per un esame della disciplina, oltre a rinviare ai relativi commenti, cfr. FRATINI, GASPARRI, GIALLONGO, *Le san-*

La differenziazione della disciplina si riflette anche sui poteri cautelari della Consob, ricalcando in parte l'impianto già adottato nella strutturazione dell'art. 99 Tuf destinato alla disciplina dei poteri sospensivi e interdittivi riconosciuti all'autorità di controllo nel corso dell'offerta. Il comma 4, lett. a), prevede, infatti, che la Consob possa sospendere per un massimo di dieci giorni lavorativi l'ulteriore diffusione dell'annuncio pubblicitario relativo ad un'offerta avente ad oggetto strumenti finanziari comunitari, qualora vi sia un sospetto fondato di una violazione delle disposizioni dell'art. 99 Tuf o delle norme regolamentari. Quando, al contrario, la pubblicità inerisce i restanti prodotti finanziari, l'interdizione momentanea potrà abbracciare un maggiore arco di tempo, pari a novanta giorni complessivi, come previsto dalla lett. b) del comma 4⁷.

In entrambi i casi la sospensione potrà mutare in un divieto definitivo all'ulteriore diffusione degli annunci pubblicitari qualora, ai sensi della successiva lett. c), la Consob accerti, nelle parentesi temporali previste, l'effettiva violazione delle norme da parte dei soggetti coinvolti nell'operazione, oppure riscontri un inadempimento dei provvedimenti erogati da parte dei soggetti coinvolti nell'operazione di sollecitazione all'investimento⁸.

Qualora, invece, la violazione dei provve-

zioni, 269 ss. Per degli esempi applicativi v. le delibere Consob n. 17551, 17552, 17553 e 17554, tutte del 3 novembre 2010. Prima del varo del Tuf la normativa a cui occorre fare riferimento era contenuta nell'art. 18-*quinquies*, l. 7 giugno 1974, n. 216, di conversione, con modificazioni, del d.l. 8 aprile 1974, n. 95.

⁷ Per degli esempi di applicazione del provvedimento cautelare v. delibera Consob 17070 del 18 novembre 2009, in cui è stata rilevata una violazione dell'obbligo di comunicazione preventiva del prospetto ex art. 94 Tuf. La previsione di simili poteri interdittivi esclude che alla Consob sia attribuito un potere autorizzativo preventivo circa la diffusione dei messaggi: su punto cfr. FORMICHELLI, *Commento*, 580; ANNUNZIATA, *Art. 101*, 175 s.; RIGHINI, *L'offerta*, 506 ss.; POLI, *L'offerta*, 900 s.; BALZARINI, *Art. 101*, 1799 s.

⁸ Un simile provvedimento è stato assunto dalla Consob con la citata delibera n. 17165 del 1 febbraio 2010 a fronte del mancato rispetto della sospensione ai sensi della lett. b) imposta con delibera Consob n. 17070 del 18 novembre 2009.

dimenti sospensivi, ex lett. a) e b), o interdittivi, ex lett. c), possa comportare una percezione fortemente distorta della natura dei prodotti finanziari offerti da parte dei destinatari, la Consob potrà decidere di arrestare definitivamente la procedura di collocamento vietando l'offerta ex comma 4, lett. d)⁹.

Rispetto all'impianto normativo inizialmente previsto dal legislatore del '98 trova conferma – rimanendo comune ad entrambe le discipline – l'obbligo della trasmissione della documentazione relativa ad ogni tipo di pubblicità concernente l'offerta¹⁰. Questo dovere, che investe tanto l'emittente quanto gli intermediari coinvolti nell'operazione, ora autonomamente previsto nel testo del comma iniziale dell'art. 101 Tuf, sembra avere acquisito un maggiore ambito di applicazione, dato che la norma risulta ad oggi riferita a qualsiasi atto riguardante l'offerta e non più ai soli messaggi pubblicitari propriamente intesi¹¹.

Dal quadro brevemente descritto emerge l'esistenza di un chiaro *favor* legislativo nei confronti della pubblicità delle offerte aventi

⁹ Cfr. ANNUNZIATA, *Art. 101*, 177.

¹⁰ Sulla differenza con gli obblighi pubblicitari gravanti sulle imprese di assicurazione ai sensi dei commi da 3 a 6 dell'art. 182 c. ass. cfr. CORVESE, *La pubblicità*, 2152.

¹¹ La maggiore importanza assunta dalla norma sembra essere confermata anche dal fatto che la stessa non è più accorpata al divieto di diffusione degli annunci pubblicitari precedenti alla pubblicazione del prospetto, essendo ora quest'ultimo oggetto di un autonomo comma. L'estensione dell'obbligo di comunicazione alla Consob della documentazione atinente alla pubblicità dell'offerta potrebbe essere intesa investire anche la documentazione contenente le statistiche, gli studi o le elaborazioni di dati indicati negli annunci pubblicitari ai sensi dell'art. 34-*novies*, comma 2, reg. Emittenti. Benché quest'ultima previsione secondaria disponga unicamente che siano chiaramente indicate le fonti da cui sono tratte tali informazioni e che, pertanto, non possa dirsi che le stesse debbano considerarsi una vera e propria documentazione inerente direttamente all'offerta, nondimeno sembra potersi sostenere che la documentazione non sia connessa con l'operazione. Pertanto, per facilitare il controllo della Consob, pur se successivamente alla diffusione del messaggio pubblicitario, pare corretto darsi un'interpretazione "estensiva" del combinato degli artt. 101, comma 1, Tuf e 34-*novies*, comma 2, reg. Emittenti, affermando come sia obbligo dei soggetti coinvolti nella pubblicizzazione dell'offerta comunicare copia della documentazione citata nel messaggio pubblicitario alla Commissione, soprattutto se questa non sia di facile reperibilità.

ad oggetto gli strumenti finanziari che si possono avvalere di un modello di prospetto comunitario. A differenza delle restanti sollecitazioni all'investimento, queste ultime possono essere preannunciate da campagne pubblicitarie articolate, dal contenuto inizialmente generico e privo di riferimenti diretti agli strumenti offerti, svolte ancor prima della comunicazione del prospetto alla Consob, allo scopo di richiamare l'attenzione del pubblico e di "preparare il terreno" per il lancio del vero messaggio pubblicitario, che potrà essere diffuso unicamente dopo il controllo di correttezza e di coerenza con il prospetto (piuttosto diffuso nella prassi è il ricorso, ad es., ad una catena di *spot* televisivi o radiofonici, che richiamano dapprima l'attenzione sull'emittente e sulla sua attività e poi, in ultimo, si focalizzano sull'offerta di sottoscrizione o vendita)¹².

Tale impostazione normativa rischia, però, di limitare la tutela degli investitori. L'impossibilità di verificare la corrispondenza del messaggio pubblicitario con il prospetto non ancora comunicato ai sensi del comma 2 della norma in commento, dovrebbe indurre la Consob a una più intensa applicazione dei provvedimenti cautelari al fine di impedire che messaggi pubblicitari dal contenuto non sufficientemente generico possano risultare fuorvianti per il pubblico degli investitori, oppure qualora emerga il sospetto che gli stessi siano non coerenti con il prospetto pubblicato contestualmente o successivamente alla diffusione della *réclame*¹³. A ciò si aggiunge che il breve

termine di dieci giorni concesso per l'esame dei messaggi pubblicitari ai sensi della lett. a del comma 4 potrebbe costringere la Commissione, ai sensi della successiva lett. c), ad assumere decisioni circa l'eventuale divieto di un'ulteriore diffusione del messaggio non sempre pienamente ponderate al fine di privilegiare il precipuo interesse della tutela dei potenziali destinatari dell'offerta, nonché, indirettamente, della stabilità e della credibilità del mercato.

Per evitare che nella fase di lancio dell'offerta gli emittenti e gli intermediari coinvolti nell'operazione possano subire un simile danno, visti i tempi previsti per la procedura di approvazione del prospetto dall'art. 8, commi 2 e 3¹⁴, reg. Emittenti e tenendo presente che, normalmente, la fase in cui viene diffuso il messaggio pubblicitario precede, al massimo, di poche settimane la pubblicazione del prospetto, spesso potrebbe rendersi utile nella pratica adottare la strategia di una comunicazione unitaria della documentazione relativa all'offerta degli strumenti finanziari comunitari, comprensiva del prospetto e di ogni altro documento utile, sottoponendo, quindi, all'esame della Consob il messaggio pubblicitario prima della sua diffusione. Tale strategia può risultare una scelta economicamente conveniente, soprattutto qualora sia alto il ri-

emessi da un emittente finanziario e, contestualmente, si è limitata a sospendere ai sensi dell'art. 101, comma 4, lett. a), Tuf, l'attività pubblicitaria volta alla sollecitazione all'investimento avente ad oggetto azioni di un istituto bancario costituendo appartenente al gruppo della prima società, giudicando come tale la pubblicazione in *internet* e nel corso di due incontri pubblici un documento programmatico, nel quale oltre all'informazione sulla società si indicava «la sede del Comitato Promotore che risulterebbe già costituito». Quest'ultima indicazione sembrerebbe denunciare l'avvenuto inizio dell'attività di sollecitazione in assenza della pubblicazione del prospetto e, quindi, oltre alla sospensione dell'attività pubblicitaria sarebbe forse stato più corretto sospendere anche l'attività condotta dal comitato promotore ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. a), Tuf. Tale decisione non è, peraltro, stata adottata neppure nella successiva delibera n. 17685 del 3 marzo 2011 che si è limitata a imporre il definitivo divieto delle suddette attività rispettivamente ai sensi degli artt. 99, comma 1, lett. d), e 101, comma 4, lett. c), Tuf.

¹⁴ Il termine generalmente previsto in venti giorni dal comma 3 è ridotto alla metà nel caso abbia ad oggetto valori mobiliari già offerti al pubblico oppure di identica natura rispetto a quelli già emessi da un emittente su un mercato regolamentato.

¹² Cfr. CUGNASCO, *L'offerta al pubblico*, 808 s. Sulla natura "istituzionale" che la pubblicità deve avere affinché si possa escludere l'applicazione della disciplina del Tuf, cfr. anche RIGHINI, *L'offerta*, 505 s., che ricorda come la Consob avesse stabilito già con la *Nota tecnica in materia di sollecitazione all'investimento* del 10 novembre 1998, al punto 9.4.1, che «la pubblicità che viene diffusa per la prima volta o con modalità ed intensità diverse da quelle ordinarie, successivamente alla conoscenza da parte del mercato dell'intenzione dello stesso di effettuare un'offerta pubblica [...] ancorché limitata alle informazioni sull'emittente, sia in realtà direttamente finalizzata a promuovere l'adesione all'offerta e che come tale debba essere disciplinata».

¹³ Per un riscontro di quanto affermato si v. la delibera Consob n. 17670 del 17 febbraio 2011 che ha provveduto a sospendere ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. a), Tuf, l'offerta al pubblico di "buoni di tesoreria tributaria"

schio che si rendano necessarie modifiche al messaggio pubblicitario derivanti dalla possibile integrazione del prospetto.

Il comma 3 della norma in commento contiene alcuni principi cardine circa lo svolgimento dell'attività pubblicitaria e detta i criteri per lo sviluppo della disciplina regolamentare delegata.

In merito al primo aspetto, il comma impone, oltre al rispetto delle norme comunitarie¹⁵, la correttezza dell'informazione, che dovrà essere intesa sia in senso materiale sia sostanziale, ovvero non dovrà contenere dati errati o falsi, o che comunque possano distorcere la percezione della natura degli strumenti offerti. In particolare, il legislatore si preoccupa di imporre la coerenza dell'informazione resa con il messaggio pubblicitario con i dati contenuti nel prospetto, sia nel caso quest'ultimo sia già stato pubblicato – nell'ipotesi di un'offerta di strumenti finanziari comunitari – sia nel caso esso venga pubblicato successivamente¹⁶.

In merito ai principi imposti dal legislatore alla Consob per la redazione della disciplina secondaria la norma impone – invero pleonasticamente – che essa sia coerente con il dettato delle disposizioni dettate dal legislatore comunitario.

La delega si è tradotta negli artt. 34-*octies*, 34-*novies* e 34-*decies* del reg. Emittenti, il cui testo è stato inserito dalla delibera Consob 19 marzo 2009, n. 16840.

Il primo articolo richiamato è dedicato alla

¹⁵ Di particolare importanza appare l'art. 34, reg. CE n. 809 del 2004, che disciplina le numerose forme che possono essere adottate per veicolare il messaggio pubblicitario. Nel dettaglio, la normativa europea prevede che i messaggi possano essere recapitati stampati, con o senza indirizzo del destinatario, a mezzo di messaggi elettronici o annunci ricevuti tramite telefono cellulare o i c.d. cercapersone, a mezzo di lettera circolare, di pubblicità sulla stampa con o senza buono d'ordine; oppure su cataloghi, avvisi, manifesti o *brochure*. I messaggi potranno essere indirizzati anche tramite comunicazioni *fax*, telefoniche o videotelefoniche con o senza intervento di un operatore, nel corso di seminari e presentazioni, oppure ricorrendo ai *mass media* quali la radio o la televisione o il *teletext* o, infine, tramite posta elettronica o pubblicazione sul *web*, anche a mezzo di semplici *banner* pubblicitari.

¹⁶ Cfr. FORMICHELLI, *Commento*, 580.

definizione dei criteri generali che dovranno essere rispettati nello svolgimento della attività pubblicitaria. La norma fissa, *in primis*, il principio che l'informazione pubblicitaria debba essere chiaramente riconoscibile, a prescindere dunque dalle varie forme in cui lo stesso può essere veicolata. La Consob riprende in questo modo un principio che si poteva ormai ritenere generalmente acquisito a seguito del recepimento della direttiva 84/450/CEE¹⁷ in tema di pubblicità ingannevole, i cui punti, trasposti nell'art. 19, comma 2, d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (c.d. codice del consumo), a fronte delle modifiche apportate dal d.lgs. 2 agosto 2007, n. 146¹⁸, sono ora contenuti nella più generica previsione della pratiche commerciali ingannevoli realizzate a mezzo di una condotta ommissiva, disciplinata dal comma 2 del vigente art. 22¹⁹.

Il testo del comma 1 dell'art. 34-*octies* reg. Emittenti prosegue fornendo una precisazione del principio della correttezza dei messaggi pubblicitari: essi, in particolare, non dovranno contenere imprecisioni e non dovranno avere contenuto decettivo²⁰ in merito alle

¹⁷ Il recepimento della Direttiva citata è stato operato a mezzo del d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 74. Per un esame della disciplina precedente cfr. PARRELLA, *Art. 101*, 942 s.

¹⁸ La normativa recepisce la direttiva 2005/29/CE che riscrive completamente la materia della pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno.

¹⁹ Sull'applicabilità di tale disciplina, cfr. COSTI, *Il mercato*, 64. Accanto alla disciplina citata si pone anche il d.lgs. 2 agosto 2007, n. 145, in tema di tutela dei professionisti dalla pubblicità ingannevole. L'esistenza di un potenziale conflitto di discipline e competenze fra la Consob e l'Autorità della Concorrenza e del Mercato pare confermata dal dettato dell'art. 26, comma 13, c. cons., che dispone che ove la pubblicità sia stata assentita con provvedimento amministrativo, preordinato anche alla verifica del carattere non ingannevole della stessa o di liceità del messaggio di pubblicità comparativa, la tutela dei concorrenti, dei consumatori e delle loro associazioni e organizzazioni è esperibile in via giurisdizionale con ricorso al giudice amministrativo avverso il predetto provvedimento; la Consob non effettua, infatti, alcun controllo preventivo su cui si possa basare l'applicazione della norma richiamata: cfr. PARRELLA, *Art. 101*, 942 s.; ANNUNZIATA, *Art. 101*, 178.

²⁰ La violazione della disposizione potrà esporre l'emittente e l'offerente a una responsabilità per atti di concorrenza sleale *ex art. 2598 ss. c.c.*: sul punto cfr. RIGHINI, *L'offerta*, 509.

caratteristiche, alla natura e ai rischi dei prodotti finanziari offerti e al conseguente investimento che nascerà dal loro acquisto o dalla loro sottoscrizione²¹.

Tale dovere trova un'ulteriore puntualizzazione nelle lett. da a) a d) del seguente art. 34-novies, comma 1, reg. Emittenti, che dettano le caratteristiche minime che dovranno essere soddisfatte dal messaggio pubblicitario che faccia riferimento ai rendimenti conseguiti nel passato dai prodotti proposti²². In particolare, dovranno essere oggetto di specifica indicazione l'arco di tempo che costituisce la base del calcolo del rendimento [lett. a)] – indicato, se possibile, al netto degli oneri fiscali [lett. d)]²³ – nonché il profilo di rischio connesso al tipo di prodotto [lett. b)]. Sulla base di tali dati la normativa regolamentare impone di operare un confronto con il parametro di riferimento inserito nel prospetto al fine di indicare il profilo di rischio-rendimento del prodotto, oppure, in mancanza di una sua previsione, con un parametro che sia coerente agli obiettivi di investimento desumibili dal prospetto [lett. c)]. In tal caso, o, più in generale, qualora si utilizzino delle statistiche, degli studi o delle elabo-

razioni di dati, la loro pubblicazione dovrà essere corredata dall'indicazione delle fonti da cui questi sono tratti ai sensi del comma 2 dell'art. 34-novies.

Anche la restante parte dell'art. 34-octies è dedicata alla specificazione del contenuto dell'art. 101, comma 3, Tuf, imponendo la coerenza fra le informazioni contenute nell'annuncio e quelle riportate nel prospetto già pubblicato o che dovrà essere oggetto di pubblicazione nell'ipotesi che l'offerta riguardi gli strumenti finanziari comunitari²⁴.

L'importanza primaria delle informazioni contenute in tali documenti e la loro non sostituibilità con le informazioni veicolate a mezzo della *réclame* dell'operazione sono sottolineate dal contenuto del terzo e del quarto comma dell'art. 34-octies, che impongono, rispettivamente, che in ogni annuncio pubblicitario scritto o audiovisivo compaia la dicitura o sia pronunciata l'avvertenza di leggere il prospetto prima dell'adesione²⁵, nonché che sia data indicazione della avvenuta o della prossima pubblicazione del prospetto, oltre che del luogo in cui lo stesso potrà essere fisicamente reperito o degli altri canali di diffusione approntati per una sua consultazione.

A tutela degli investitori meno preparati dovrà, inoltre, essere indicato che gli eventuali rendimenti conseguiti nel passato dai prodotti pubblicizzati non potranno essere considerati indicativi dell'andamento di quelli futuri.

3. L'ultimo comma dell'articolo in commento dispone che, a prescindere dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, le informazioni rilevanti fornite dall'emittente o dal soggetto offerente a taluni investitori qualificati o a speciali categorie di investitori debbano essere rese note a tutti i destinatari dell'offerta, siano essi investitori qualificati o appartenenti ad altre categorie alle quali i prodotti sono rivolti avvalendosi dei casi di esenzione

²¹ La previsione trova un ulteriore riscontro nell'art. 27 del Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale, emanato dall'Istituto dell'Autodisciplina Pubblicitaria, che prevede che «La comunicazione commerciale diretta a sollecitare o promuovere operazioni finanziarie e in particolare operazioni di risparmio e di investimento in beni mobili o immobili deve fornire chiare ed esaurienti informazioni onde non indurre in errore circa il soggetto proponente, la natura della proposta, la quantità e le caratteristiche dei beni o servizi offerti, le condizioni dell'operazione, nonché i rischi connessi, onde consentire ai destinatari del messaggio, anche se privi di specifica preparazione, di assumere consapevoli scelte di impiego delle loro risorse».

²² Ovviamente la norma non potrà trovare applicazione nei confronti delle offerte di prodotti nuovi, non già presenti sul mercato. Appare interessante notare che l'art. 27 del Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale prevede, fra l'altro che la comunicazione commerciale «deve evitare, nell'indicare i tassi annui di interesse, di utilizzare termini quali "rendita" e "resa" nel senso di sommatoria fra redditi di capitali e incremento del valore patrimoniale» e «non deve proiettare nel futuro i risultati del passato né comunicare i rendimenti ottenuti calcolandoli su periodi che non siano sufficientemente rappresentativi in relazione alla particolare natura dell'investimento e alle oscillazioni dei risultati».

²³ In mancanza dovrà essere specificato che il rendimento indicato è al lordo.

²⁴ Si noti che, a scanso di equivoci, la normativa predisposta dalla Consob fa esplicito riferimento alla differenza fra le discipline, differenza che nel testo legislativo deve essere invece desunta dalla lettura del comma 2 dell'art. 101 Tuf.

²⁵ Tale esortazione rivolta al pubblico dei potenziali investitori, dovrà avvenire in modo «da garantire un'immediata e agevole percezione».

previsto dall'art. 100 Tuf²⁶. Per rendere la norma maggiormente incisiva, l'obbligo viene esteso anche per le informazioni rese nel corso di riunioni tenutesi anteriormente l'offerta²⁷.

L'obbligo si lega alla regolamentazione contenuta nell'art. 34-*decies* del reg. Emittenti, che detta i termini per la diffusione di notizie riguardanti l'offerta, nonché per la connessa attività di svolgimento di indagini e raccolta delle intenzioni di acquisto o di sottoscrizione di strumenti finanziari per i quali è prevista la successiva pubblicazione del prospetto²⁸.

Tali attività potranno essere condotte direttamente o indirettamente dall'offerente o dall'emittente, oppure dallo stesso intermediario responsabile delle operazioni di collocamento²⁹, a condizione che le stesse abbiano ad oggetto informazioni coerenti con quelle che andranno inserite nel prospetto [lett. a)] e che la documentazione fornita sia trasmessa alla Consob contemporaneamente alla sua diffusione [lett. b)]³⁰.

Al fine di incrementare la tutela dei de-

stinatari dell'informazione o della indagine di mercato, l'art. 34-*decies* del reg. Emittenti prevede che i responsabili delle operazioni provvedano a indicare espressamente che al lancio dell'offerta verrà pubblicato un prospetto e il luogo in cui lo stesso potrà essere reperito [lett. c)]. Per le medesime ragioni si prevede, infine, che debba essere altresì precisato che le intenzioni manifestate non impegnano il potenziale investitore, non costituendo delle proposte di acquisto o di sottoscrizione [lett. d)]³¹.

Bibliografia

ABRIANI N., *Dal caso Parmalat alle nuove regole a tutela del risparmio*, in *Società*, 2004, III, 269 ss.

AMOROSINO S., *Funzioni e poteri della Consob "nouvelle"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 137 ss.

ANNUNZIATA F., *Art. 100*, in *La disciplina delle società quotate nel Tuf. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58* a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, Giuffrè, Milano, vol. I, 1999, 149 ss.

ANNUNZIATA F., *Art. 101*, in *La disciplina delle società quotate nel Tuf. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58* a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, Giuffrè, Milano, vol. I, 1999, 168 ss.

ANNUNZIATA F., *Le offerte nelle trading venues e la disciplina dell'appello al pubblico risparmio: note ai margini della disciplina di attuazione dell'art. 205 Tuf*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, tomo 1, Cedam, Padova, 2010, 621 ss.

ANTONUCCI A., PARACAMPO M.T., *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, III, 285 ss.

²⁶ Per un esempio di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto ai sensi dell'art. 100, comma 1, lett. f), Tuf, e per la conseguente disapplicazione dell'art. 101 Tuf, cfr. la Comunicazione n. DIS/99009205 del 10 febbraio 1999.

²⁷ È prassi consolidata che in occasione dei *private placements* l'emittente presenti i propri strumenti direttamente ai potenziali sottoscrittori (c.d. *roadshow*). Tali previsioni non erano presenti nella versione iniziale dell'articolo in commento: per un'analisi del problema della possibile elusione della norma prima dell'introduzione del comma 5 cfr. PEDERZINI, *Art. 101*, 853 s.

²⁸ Rileva che tali attività, in quanto normalmente riservate, non possano essere accostate a quelle consistenti nel rilascio di raccomandazioni di cui agli art. 69 ss. reg. Emittenti ZANCHI, *Servizi e attività*, 114 ss. Sull'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.

²⁹ Si noti che l'avverbio «*indirettamente*» contenuto nella disciplina secondaria permette di estendere l'efficacia della norma anche nei confronti degli intermediari che non ricoprono il ruolo di coordinatori del collocamento (c.d. *lead managers*). Per una responsabilità del coordinatore del collocamento ex art. 94, comma 9, Tuf, si rinvia al relativo commento.

³⁰ Per un'analisi della tecnica del c.d. *open price book building* cfr. SARTORI, *Informazione economica*, 87 s.

³¹ Lo svolgimento dell'attività di indagine e raccolta delle intenzioni di acquisto o sottoscrizione, se compiuto — come spesso avviene — in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento, a favore di clienti non professionali e in violazione delle modalità suddette potrebbe essere intesa costituire un'offerta fuori sede ex art. 30, commi 1, lett. a), e 2, Tuf. Per un'analisi, oltre che a rinviare al relativo commento, cfr. RIGHINI, *L'offerta*, 506 ss.

- ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, Circolare n. 12/2006, in *Riv. società*, 2006, II-III, 445 ss.
- APELLI M., *Il d.lgs. n. 303/2006 come risposta ai casi Parmalat, Cirio e "Tango Bond"*, in *Obbligazioni e contratti*, 2006, II, 611 ss.
- ATTANASIO F., *Prospetto informativo e responsabilità della Consob*, Esi, Napoli, 2010.
- BALZARINI P., *Art. 101*, in *Commentario delle società* diretto da G. Grippo, tomo III, Cedam, Padova, 2009, 1799 ss.
- BARCELLONA M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2009.
- BERTOLINI A., *Negoziante degli strumenti finanziari in grey market e violazione della disciplina sulla sollecitazione all'investimento*, nota a Trib. Milano, sez. VI, 3 giugno 2008, n. 7194, in *Resp. civ. e prev.*, 2092 ss.
- BOCHICCHIO F., *La nuova norma sui titoli in "selling restriction": effettività e limiti*, in *Contratto e impresa*, 2008, 528 ss.
- CANNIZZARO G., *Artt. 99 e 100*, in *Commentario al Tuf* a cura di C. Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, 562 ss.
- CAPRIGLIONE F., *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 20 ss.
- CARLEO R., *Gli strumenti di tutela di risparmiatori e investitori istituiti presso la Consob: procedure di conciliazione e arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia*, in F.S. MARTORANO, V. DE LUCA (a cura di), *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2008, 361 ss.
- CASTRONOVO C., *Vaga culpa in contrahendo: invalidità, responsabilità e la ricerca della chance perduta*, in *Europa e diritto privato*, 2010, I, 1 ss.
- CHIEFFI A., *Gli inducements: la raccomandazione Cesr e i divieti*, in F. DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Ipsoa, Milano, 2009, 415 ss.
- CORIGLIANO R., *Banca e impresa in Italia: caratteri evolutivi del relationship lending e sostegno dello sviluppo*, in *Banca, Impresa, Società*, 2007, I, 27 ss.
- CORVESE C.G., *La pubblicità dei prodotti assicurativi: un tentativo di ricostruzione della disciplina*, in *Resp. civ. e prev.*, 2010, X, 2130 ss.
- COSTI R., *La nuova disciplina dei mercati e dei servizi finanziari*, in AA.VV., *La nuova legge di tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2007, 107 ss.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, V ed., Giappichelli, Torino, 2008.
- COSTI R., *I prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione*, in AA.VV., *I prodotti finanziari bancari ed assicurativi*, Giuffrè, Milano, 2008, 12 ss.
- COSTI R., ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. 8, Cedam, Padova, 2004.
- CUGNASCO R., *L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul d.lgs. n. 51/2007 di recepimento della direttiva di prospetto*, in *Società*, VIII, 803 ss.
- D'AMBROSIO R., *Art. 99*, in *Commentario al Tuf* a cura di G. Alpa, F. Capriglione, Cedam, Padova, 1998, vol. 2, 924 ss.
- D'AMBROSIO R., *Art. 100*, in *Commentario al Tuf* a cura di G. Alpa, F. Capriglione, Cedam, Padova, 1998, vol. 2, 930 ss.
- DEL GRECO F., *L'informazione nella disciplina MiFID*, in F. DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Ipsoa, Milano, 2009, 169 ss.
- DE LUCA V., *Prospetto informativo e offerta al pubblico di obbligazioni bancarie*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova legge sul risparmio*, Cedam, Padova, 2006, 317 ss.
- DE SANTIS F., *Collocamento di strumenti finanziari in periodo di grey market*, in *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti* a cura di E. Gabrielli, R. Lener, II ed., vol. 2, tomo II, Utet, Torino, 2011, 1285 ss.
- DI BRINA L., *Considerazioni sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, tomo 1, Cedam, Padova, 2010, 641 ss.
- FIMMANÒ F., *I gap di informazione e controllo nei crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in *Società*, 2004, IV, 401 ss.
- FORMICHELLI D., *Art. 101*, in *Commentario al Tuf* a cura di C. Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, 574 ss.
- FORTUNATO S., *I «fallimenti» nel sistema dei controlli sui mercati finanziari (a margine del d.d.l. sulla tutela del risparmio)*, in *Riv. società*, 2004, VIII, 929 ss.
- FRATINI M., GASPARRI G., GIALLONGO A., *Le sanzioni della Commissione Nazionale per le società e la borsa (Consob)*, in M. FRATINI (a cura di), *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Cedam, Padova, 2011, 3 ss.
- FUMAGALLI M., *Classificazione della clientela: il nuovo contesto normativo e le principali differenze rispetto alla previgente disciplina*, in F. DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Ipsoa, Milano, 2009, 219 ss.
- GAFFURI L., *I servizi e le attività di investimento*, Giuffrè, Milano, 2010.
- GARGANTINI M., *La raccolta non bancaria del ri-*

- risparmio: *evoluzione della fattispecie*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2008, I, 81 ss.
- GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, in AA.VV., *Class action: il nuovo volto della tutela collettiva in Italia*, Giuffrè, Milano, 2011, 191 ss.
- GOBBO G., SALODINI C.E., *I servizi d'investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 5 ss.
- GOBIO CASALI P., *Prodotti assicurativi finanziari: disciplina normativa qualificazione giuridica e tutela del risparmiatore*, in *Giust. civ.*, 2010, VI, pt. II, 301 ss.
- GUERNELLI M., *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009, II, pt. I, 360 ss.
- LAMANDINI M., *Artt. 2526 e 2541*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2006, XI, 203 ss.
- LUCCARELLI P., *La disciplina degli inducements nella nuova direttiva sui servizi di investimento (MiFID)*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2008, II, 239 ss.
- MENTI P., *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2006, VI, pt. I, 360 ss.
- MEO P., *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, 2010, V, pt. I, 720 ss.
- MERUSI F., PASSARO M., *Le autorità indipendenti*, II ed., Il Mulino, Bologna, 2011.
- MONTALENTI P., *Responsabilità civile e mercato finanziario: organo di controllo e false informazioni da prospetto*, in *AGE*, 2002, I, 255 ss.
- MORCAVALLO A., *La partecipazione ai procedimenti delle autorità indipendenti nella giurisprudenza*, in F. LUCIANI (a cura di), *Le autorità indipendenti come istituzioni pubbliche di garanzia*, Esi, Napoli, 2011, 147 ss.
- MORERA U., *I rapporti tra banca - cliente nella normativa MiFID. Un primo commento*, in M. POLI (a cura di), *La nuova normativa MiFID*, Cedam, Padova, 2009, 41 ss.
- NIGRO A., *La tutela del risparmio e l'efficienza del sistema: il ruolo delle banche*, in *Società*, 2005, III, 315 ss.
- NIUTTA A., *L'abrogazione dell'art. 100, co. 1, lett f) e le previsioni del nuovo art. 100 bis Tuf nella c.d. "legge sul risparmio" (l. 28 dicembre 2005, n. 262) e nel "correttivo" (d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303): una proposta di ricostruzione sistematica*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2007, I, 11 ss.
- ONADO M., *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta. Storie di ordinaria spoliazione di azionisti e obbligazionisti*, in *Mercato concorrenza regole*, 2003, VIII, 499 ss.
- ONZA M., SALAMONE L., *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, V, 567 ss.
- PAGNONI E., *Negoziiazione e collocamento «riservato» come modelli alternativi di offerta dei prodotti finanziari*, in *Società*, 2005, II, 157 ss.
- PAGNONI E., *I contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario* a cura di E. Gabrielli, R. Lener, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, E. Gabrielli, II ed., vol. 2, tomo II, Utet, Torino, 2011, 1403 ss.
- PALMIERI A., *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*, nota a Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, in *Foro it.*, 2001, I, 1139 ss.
- PALMIERI M., *I nuovi limiti di emissione delle obbligazioni*, in *Giur. comm.*, 2006, II, pt. I, 293 ss.
- PALMIERI M., *Azione «di classe» e tutela degli investitori: prospettive italiane*, in *Banca, Impresa, Società*, 2007, 227 ss.
- PARDOLESI R., A.M.P., PORTOLANO A., *Latte, lacrime (da coccodrillo) e sangue (dei risparmiatori). Note minime sul caso Parmalat*, in *Mercato concorrenza regole*, 2004, V, 195 ss.
- PARRELLA F., *Art. 101*, in *Commentario al Tuf* a cura di G. Alpa, F. Capriglione, Cedam, Padova, 1998, II, 941 ss.
- PEDERZINI E., *Art. 100*, in *Commentario al Tuf* diretto da G.F. Campobasso, Utet, Torino, 2002, II, 840 ss.
- PEDERZINI E., *Art. 101*, in *Commentario al Tuf* diretto da G.F. Campobasso, Utet, Torino, 2002, II, 850 ss.
- PELLEGRINI M., *Prospetto informativo e offerta al pubblico di obbligazioni bancarie*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova legge sul risparmio*, Cedam, Padova, 2006, 339 ss.
- PELLEGRINI M., *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Cedam, Padova, 2007.
- PERRONE A., *Regole di comportamento e tutela degli investitori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, V, 567 ss.
- PERRONE A., *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. società*, 2011, V, 841 ss.
- PICARDI L., *Art. 99*, in *Commentario al Tuf* diretto da G.F. Campobasso, Utet, Torino, 2002, II, 837 ss.
- POLI M., *L'offerta al pubblico di sottoscrizione*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, II ed., Cedam, Padova, 2010.
- RABBITI BEDOGNI C., *Le nuove funzioni e i nuovi poteri di vigilanza della Consob*, in M. D'ALI-

- BERTI, A. PAINO (a cura di), *Arbitri dei mercati*, Il Mulino, Bologna, 2010, 341 ss.
- RABITTI M., *Art. 1418*, in *Commentario al codice civile* diretto da E. Gabrielli, Utet, Torino, 2012, 521 ss.
- RAGNO M., *Il prospetto informativo*, in F. VELLA (a cura di), *Banche e mercati finanziari*, in *Trattato di diritto comunitario* diretto da G. Ajani, G.A. Benacchio, Giappichelli, Torino, 2009, 349 ss.
- RIGHINI E., *L'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di prodotti finanziari*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. XVI, tomo III, II ed., Utet, Torino, 2011, 385 ss.
- ROMAGNOLI G., *La Consob e la sollecitazione all'investimento: esercizio di poteri e obblighi nei confronti degli investitori*, in *Giur. comm.*, 2001, VI, pt. I, 747 ss.
- RORDORF R., *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, V, 266 ss.
- ROSSI G., *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. società*, 2006, I, 1 ss.
- SANGIOVANNI V., *I finanziamenti dei soci*, in E. CUSA (a cura di), *La cooperativa - s.r.l. tra legge e autonomia statutaria*, Cedam, Padova, 2008.
- SANGIOVANNI V., *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in *Danno e responsabilità*, 2008, X, 965 ss.
- SANGIOVANNI V., *Class action e tutela collettiva degli investitori*, in *Obbligazioni e contratti*, 2010, VIII-IX, 611 ss.
- SANGIOVANNI V., *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Resp. civ. e prev.*, 2010, X, 880 ss.
- SANGIOVANNI V., *L'art. 100 bis t.u.f sulla circolazione dei prodotti finanziari*, in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, E. Gabrielli, II ed., vol. 2, tomo II, Utet, Torino, 2011, 1313 ss.
- SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, Cedam, Padova, 2011.
- SCOGNAMIGLIO C., *Regole di validità e di comportamento: i principi e i rimedi*, in *Europa e diritto privato*, 2008, III, 599 ss.
- SIRI M., *I prodotti finanziari assicurativi nella prospettiva del testo unico della finanza*, in AA.VV., *I prodotti finanziari bancari ed assicurativi*, Giuffrè, Milano, 2008, 175 ss.
- STANCA L., *Imprese italiane e ricorso al mercato del debito: i corporate bond*, in C.M. PINARDI (a cura di), *Il mercato dei corporate bond in Italia*, Egea, Milano, 2003, 121 ss.
- STELLA RICHTER M. JR., *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria: alla ricerca di una disciplina per gli "ibridi" bancari e assicurativi*, in *Banca, Impresa, Società*, 2002, III, 495 ss.
- TAROLA L., *Sistemi multilaterali di negoziazione. Caratteristiche e regole applicabili*, in F. DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziarie e regole MiFID*, Ipsoa, Milano, 2009, 219 ss.
- VEDANA F., *La disciplina dei conflitti di interesse*, in F. DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziarie e regole MiFID*, Ipsoa, Milano, 2009, 399 ss.
- VELLA F., *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*, in *AGE*, 2002, I, 295 ss.
- VIGLIONE R., *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Nuove leggi civili comm.*, 2008, 43 ss.
- ZANCHI M., *Servizi e attività di investimento*, in F. DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziarie e regole MiFID*, Ipsoa, Milano, 2009, 93 ss.
- ZARA C., FELTRINELLI E., *PMI, rapporti con i finanziatori e complessità di impresa*, in *Banca, Impresa, Società*, 2006, II, 281 ss.
- ZATTI P., *Le obbligazioni come mezzo di provvista delle banche*, in *Studi e note di economia*, 1998, III, 49 ss.