

Le riforme del diritto italiano

Il Testo Unico finanziario

diretto da
Mario Cera e Gaetano Presti

Mercati ed emittenti

ZANICHELLI EDITORE



VII OFFERTE AL PUBBLICO E SOLLECITAZIONI DI PUBBLICO RISPARMIO

Marco Palmieri

Sommario

1. Inquadramento dell'attuale disciplina e gli sviluppi legati all'entrata in vigore del Reg. UE 2017/1129
- 2. I principi dell'appello al pubblico risparmio - 2.1. Il c.d. passaporto unico europeo per gli strumenti finanziari comunitari - 2.2. I poteri di intervento della Consob nel quadro normativo europeo
- 3. Il prospetto d'offerta di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti: la formazione e il contenuto del documento - 3.1. (Segue): l'approvazione e la pubblicazione; le responsabilità nei confronti degli investitori - 4. L'offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti e dei FIA - 5. La disciplina pubblicitaria - 6. Gli obblighi informativi conseguenti al lancio di un'offerta - 7. Il regime delle esenzioni dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto - 8. Le rivendite dei prodotti finanziari collocati senza la previa pubblicazione di un prospetto

1. Inquadramento dell'attuale disciplina e gli sviluppi legati all'entrata in vigore del Reg. UE 2017/1129

Nel quadro del T.u.f. anche le norme dedicate alle offerte al pubblico alla sottoscrizione o alla vendita di prodotti finanziari risultano destinate a perdere definitivamente un connotato peculiare, connesso alle caratteristiche proprie del mercato nazionale dei capitali, finendo per comporre una disciplina complementare e di natura residuale rispetto a quella europea⁽¹⁾. Come si potrà vedere meglio nel prosieguo, già da anni il legislatore italiano è chiamato, infatti, tramite l'emanazione della normativa primaria, al compito di favorire il raccordo fra la disciplina comunitaria e quella secondaria, delegata dallo stesso, alla quale assegna il compito di colmare gli spazi sempre meno vuoti lasciati dal diritto sovranazionale⁽²⁾.

La forte riduzione dell'autonomia del legislatore interno - che è conseguenza del progressivo affermarsi dell'unitario mercato continentale dei

(1) Per un esame della disciplina nazionale precedente al T.u.f., con particolare riferimento ai problemi interpretativi connessi al coordinamento dell'art. 18, 5° co., l. 7 giugno 1974, n. 216, con le disposizioni specifiche contenute nella l. 18 febbraio 1992, n. 149, cfr., *ex multis*, RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di prodotti finanziari*, in *Tratt. Rescigno*, XVI, 3, Torino, 2011, 485 ss.

(2) Il ruolo di preminenza delle *authorities* europee, in particolare dell'AESFEM rispetto alla Consob, è evidenziato anche in merito alle s.p.a. quotate da CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Bologna, 2018, 28 s.

capitali, anche grazie al c.d. passaporto unico per l'emittente garantito proprio dalla disciplina sul prospetto – era già avvertibile guardando la disciplina del T.u. conseguente al recepimento della Dir. 2003/71/CE (3) e all'applicazione del connesso Reg. CE 809/2004, che conteneva, nei propri allegati, i modelli di prospetto comuni (4). Negli stessi anni in cui i c.d. «Dir. e Reg. prospetti» hanno trovato attuazione, il legislatore italiano si è limitato, di fatto, tramite la l. 262/2005 (c.d. legge per la tutela del risparmio), a inserire nel T.u.f. l'art. 100 bis, che solo in parte trae origine dalla normativa comunitaria (5) e che nasce con lo scopo di contrastare il fenomeno locale della diffusione al pubblico di prodotti non corredati da un prospetto finanziario, fenomeno che aveva visto coinvolti, loro malgrado, numerosissimi risparmiatori italiani (6) e che si era andato sviluppando, in particolare, sul mercato dei c.d. *Eurobond*, principalmente per opera di

(3) La Dir. 2003/71/CE ha modificato la precedente Dir. 2001/34/CE, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e la relativa informazione, a sua volta preceduta dalle Dir. 80/930/CEE e 89/298/CEE. Per un'analisi della genesi della disciplina cfr., *ex multis*, COSTI e ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, VIII, Padova, 2004, 83 s.; RAGNO, *Il prospetto informativo*, in VELLA (a cura di), *Banche e mercati finanziari*, in AJANI e BENACCHIO (diretto da), *Trattato di diritto privato dell'Unione europea*, VIII, Torino, 2009, 349 ss.

(4) I modelli «comuni» di prospetto applicabili alla Dir. CE 2003/71 erano stati modificati dai Reg. CE 2006/1787, Reg. CE 2007/211 e Reg. CE 2008/1289; essi formavano il secondo livello di regolamentazione per la procedura di formazione delle norme europee in tema di servizi finanziari secondo il c.d. metodo regolamentare Lamfalussy: sul punto cfr. SFAMENI, in ID. e GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013, 8 s.

(5) Per un esame della norma v., *infra*, par. 8.

(6) Per un'analisi delle vicende cfr., *ex multis*, ONADO, *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta. Storie di ordinaria spoliatura di azionisti e obbligazionisti*, in *Mercato concorrenza regole*, 2003, 499 ss.; DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi «Cirio» e «Parmalat»*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 331 ss.; ID., *La trasparenza garantita nei mercati finanziari: prolegomeni a un'analisi costi/benefici*, in AA.VV., *La nuova legge di tutela del risparmio*, Milano, 2007, 151 s.; FIMMANÒ, *I gap di informazione e controllo nel crac Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in *Soc.*, 2004, 401 ss.; FORTUNATO, *I «fallimenti» nel sistema dei controlli sui mercati finanziari (a margine del d.d.l. sulla tutela del risparmio)*, *ibidem*, 929 ss.; PARDOLESI, A.M.P., PORTOLANO, *Latte, lacrime (da cocodrillo) e sangue (dei risparmiatori). Note minime sul caso Parmalat*, in *Mercato concorrenza regole*, 2004, 195 ss.; R. VIGLIONE, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio (art. 3, 8° comma, d.lgs. 29 dicembre 2006 n. 303)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 43 ss.; PELLEGRINI, *Prospetto informativo e offerta al pubblico di obbligazioni bancarie*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, 2006, 349 ss.; AMOROSINO, *Funzioni e poteri della Consob «nouvelle»*, in *Banca borsa*, 2008, II, 151; DALMARTELLO, *Private placement e circolazione di strumenti finanziari*, Milano, 2013, 8 ss.

alcuni gruppi alimentari nazionali assistiti da intermediari finanziari in odore di conflitto di interesse (7).

Negli anni successivi, complici anche le criticità emerse a seguito della crisi finanziaria mondiale che si è ingenerata dalle cartolarizzazioni dei c.d. mutui *subprime* statunitensi, nonché l'intenzione maturata dal legislatore europeo di dar vita alla c.d. *Capital Markets Union* (8), a fronte di una perdurante stasi dell'iniziativa legislativa nazionale, si è assistito a una notevole produzione normativa europea (sia di primo, sia di secondo livello, a mezzo di appositi regolamenti delegati), che, in forza della sua immediata applicabilità nei singoli ordinamenti, ha puntato a facilitare il diretto investimento nelle imprese e ad assicurare, al contempo, la stabilità del sistema finanziario e la tutela dei c.d. risparmiatori (9).

(7) Sul tema ampiamente dibattuto della prestazione dei servizi di investimento in conflitto di interesse cfr., *ex multis*, PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, 1017 ss.; ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi della nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, V, 846 ss.; MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, *ivi*, 2006, I, 945 ss.; SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interesse fra intermediari e clienti nella direttiva MiFID*, in *Banca borsa*, 2007, I, 124 ss.; PRESTI e RESCIGNO, *Il conflitto di interesse nella prestazione dei servizi di investimento*, in ANOLLI *et al.* (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Bologna, 2007, 11 ss.; LENER, *La gestione di conflitti di interesse delle imprese di investimento fra il Tuf e la MiFID*, *ibidem*, 41 ss.; PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, *ibidem*, 57 ss.; più recentemente cfr. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella MiFID II*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela. Regole di governance*, Mercati, Assago-Padova, 2016, 471 ss.

(8) Il progetto prende vita dal Libro Verde *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, predisposto dalla Commissione europea nel corso del 2015 (COM/2015/063), che indica quali obiettivi necessari per la realizzazione di un mercato europeo dei capitali, alcune riforme del mercato ritenute particolarmente urgenti, fra le quali la revisione della «Dir. prospetti», una miglior trasparenza che faciliti gli investimenti, il sostegno ai fondi di investimento a lungo termine.

(9) I «Dir. e Reg. prospetti» sono stati emendati, rispettivamente dalla Dir. 2010/73/CE e dal Reg. delegato UE 486/2012, a cui si sono aggiunti successivamente altri specifici interventi: il Reg. UE 759/2013 che ha ritoccato il «Reg. prospetti» per quanto riguarda gli obblighi d'informativa sui titoli di debito convertibili e scambiabili; la Dir. 2013/50/UE, che, fra l'altro, ha emendato nuovamente la «Dir. prospetti»; il Reg. UE 382/2014 che ha fissato le norme tecniche di regolamentazione per la pubblicazione dei supplementi; il Reg. UE 2016/301, che ha integrato la «Dir. prospetti» per quanto attiene le norme tecniche in materia di approvazione e pubblicazione di un prospetto per l'ammissione a un mercato regolamentato, nonché quelle relative alla diffusione di messaggi pubblicitari. Sul fronte dei prodotti del risparmio gestito, a seguito dell'approvazione della Dir. 2009/65/CE [che, assieme alle direttive di secondo livello 2010/42/CE e 2010/43/CE, forma il quadro normativo definito UCITS IV (*i.e. Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*)], vanno segnalati, quantomeno, il Reg. UE 583/2010, che ha introdotto il KIID (*i.e. Key Investor Information Document*), nonché il Reg. UE 1286/2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave (c.d. KID) per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (c.d. PRIIPS): sui problemi legati alla regolamentazione dei gestori dei fondi alternativi cfr. CALANDRA BUONAURA, *L'attività*

La piena conferma, in questo quadro, di un sempre minor ruolo del legislatore nazionale nella disciplina delle offerte di sottoscrizione o vendita si può ottenere, da ultimo, guardando al nuovo Reg. UE 2017/1129, che dal 21 luglio 2019 ha sostituito l'impianto normativo derivante dalla Dir. CE 2003/71, anche in forza dei nuovi formati di prospetto che la Commissione ha emanato su specifico incarico (art. 13) tramite l'approvazione, avvenuta il 14 marzo 2019, del Reg. delegato UE 2019/980, che fissa il formato, il contenuto, il controllo e le modalità di approvazione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato; a questo si aggiunge l'ulteriore Reg. delegato UE 2019/979, che racchiude le norme tecniche di regolamentazione relative alle informazioni finanziarie chiave nella nota di sintesi del prospetto, alla pubblicazione e alla classificazione dei prospetti, alla pubblicità relativa ai titoli, ai supplementi al prospetto e al portale di notifica (10).

Grazie alla diretta applicabilità nei singoli ordinamenti nazionali (11), il nuovo «Reg. prospetti», nonché la relativa disciplina regolamentare di secondo livello di più recente approvazione, si propone il conseguimento di alcuni obiettivi essenziali per realizzare appieno la *Capital Markets Union*, ossia: facilitare la raccolta dei capitali da parte delle imprese (in particolar modo delle PMI) da fonti di finanziamento diverse e diffuse su tutto il territorio dell'UE, anche al fine di rendere il funzionamento del mercato continentale più efficiente; modellare il contenuto del prospetto sulla base delle caratteristiche dell'emittente, anche allo scopo di semplificare la procedura e ridurre i costi; eliminare, infine, le residue asimmetrie informative insite nell'offerta pubblica e nella negoziazione dei prodotti in un mercato regolamentato. Il perseguimento degli obiettivi elencati si è concretizzato attraverso molteplici innovazioni, destinate a modificare in buona parte l'assetto normativo vigente nonché a relegare, quindi, sempre più il T.u.f. al ruolo di fonte legislativa subalterna. Fra queste va sottolineata, anzitutto, la miglior definizione del contenuto (12) (nonché la lunghezza mas-

degli intermediari finanziari nella regolamentazione sovranazionale, in ID., BARTOLACELLI, ROSSI (a cura di), *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, Milano, 2014, 57 ss.

(10) I reg. delegati citati – entrati anch'essi in vigore il 21 luglio 2019 – hanno provveduto ad abrogare i Reg. CE 2004/809, UE 2014/382 e UE 2016/301; al momento in cui si scrive non è ancora stata esercitata la delega relativamente al contenuto del documento di esenzione in caso di OPS.

(11) Cfr. considerando 5.

(12) La nota di sintesi viene suddivisa in 4 sezioni, ovvero: a) introduzione; b) informazioni fondamentali sull'emittente; c) informazioni fondamentali sui titoli; d) informazioni fon-

anziari in

guito della
azioni dei
i dal legi-
), a fronte
assistito a
li secondo
della sua
acilitare il
a stabilità

ento in con-
lle regole di
teressi della
ss.; MENTI,
I conflitti di
4 ss.; PRESTI
NOLLI et al.
ss.; LENER,
, *ibidem*, 41
recentemente
MiFID II, in
governance.

dei capitali,
indica quali
riforme del
spetti», una
to a lungo

110/73/CE e
ci interven-
gli obblighi
, fra l'altro,
norme tec-
301, che ha
provazione
ché quelle
o gestito, a
ndo livello
takings for
il Reg. UE
ché il Reg.
per i pro-
lemi legati
, *L'attività*

sima) della nota di sintesi, della quale verrà comunque mantenuta la funzione di «introduzione al prospetto» (art. 7). Va ricordato, inoltre, come al «prospetto di base» (13) – il cui utilizzo viene confermato per le emissioni seriali di prodotti diversi dai titoli di capitale (art. 8) – è affiancato un «documento di registrazione universale», destinato agli emittenti ammessi a un mercato regolamentato o a un sistema multilaterale di negoziazione, che, redatto per ogni esercizio, è destinato a descrivere «l'organizzazione, l'attività, la situazione finanziaria, gli utili e le prospettive, il governo societario e l'assetto azionario della società» (art. 9) e che, se approvato, attribuisce all'emittente «lo *status* di emittente frequente» e il connesso beneficio di un più rapido processo di approvazione dell'operazione (pari a soli cinque giorni). A ciò si collega la previsione di uno specifico regime per le emissioni secondarie (art. 14).

Per favorire la raccolta da parte degli emittenti «minori», il nuovo Reg. UE 2017/1129 introduce poi un «prospetto UE della crescita», che gode di un «regime di informativa proporzionato» (ossia un documento standardizzato, «scritto in linguaggio semplice e facile da completare per gli emittenti»), in quanto avente a oggetto titoli emessi da PMI e destinati allo scambio su mercati non regolamentati o negoziati in un c.d. mercato di crescita per le PMI da soggetti diversi che non raggiungano una capitalizzazione di borsa pari a cinquecento milioni di euro nel triennio precedente, oppure, infine, proposti al pubblico da emittenti con meno di 500 dipendenti, privi di titoli negoziati sui sistemi multilaterali di negoziazione e la cui offerta non superi la soglia di venti milioni di euro complessivi calcolata rispetto ai dodici mesi precedenti (art. 15). A ciò si aggiunga che viene conservata la facoltà dei singoli Stati membri di esentare dall'obbligo di pubblicare un prospetto le emissioni di modestissima portata, stabilendo tuttavia una soglia più alta, pari a otto milioni di euro (art. 3, 2° par.: facoltà che, come si vedrà, la Consob ha colto ancor prima dell'entrata in vigore del Reg. UE 2017/1129) (14), mentre, più in generale, è pari a un milione di euro (ai sensi dell'art. 1, 3° par.) la soglia per considerare l'operazione totalmente esente dall'applicazione della disciplina.

Il nuovo «Reg. prospetti» dedica una particolare attenzione anche alla definizione dei «fattori di rischio» per l'investitore, che debbono essere

damentali sull'offerta pubblica dei titoli o sull'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato.

(13) Cfr. FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub *art. 94*, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, 2, Torino, 2012, 1071 s.

(14) V., *infra*, par. 7.

indicati n
procedure
alla comp
- esso dei
mentare s

In fine
nuovo Re
to sul sito
debba ess
Finanziar
a offrire
di tutti i
permette
possibilit
mentale (a

La di
scritti cor
to, dato c
europea c
al momen
n. 245 de
ga al Go
dall'entra
cabilità d
Emittenti
24 luglio
pare di se
- oggetto
compatib
implicita
tare l'inte
tenente a
offerte al
tuito con
da una pe
UE 2017.

(15) Il
namento de

indicati nei prospetti (art. 16), mentre per quanto attiene ai criteri e le procedure per il controllo e la loro approvazione – in particolare in merito alla completezza, comprensibilità e coerenza delle informazioni contenute – esso demanda alla Commissione l'approvazione della disciplina regolamentare specifica (art. 20, 11° par.).

Infine, per favorire la concreta realizzazione di un mercato unico, il nuovo Reg. prevede che il prospetto possa essere semplicemente pubblicato sul sito internet di uno dei soggetti coinvolti nel collocamento e che esso debba essere reso disponibile anche dall'Autorità europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (AESFEM); quest'ultima, infatti, risulta tenuta a offrire e a garantire la possibilità di accedere gratuitamente all'archivio di tutti i prospetti approvati dalle singole autorità nazionali, allo scopo di permettere ai potenziali investitori di godere di una panoramica di tutte le possibilità di investimento offerte, in ogni dato momento, a livello continentale (art. 21)(15).

La diretta applicabilità del Reg. UE 2017/1129 nei termini sopra descritti comporta, quindi, che il T.u.f. dovrà essere pesantemente modificato, dato che molte norme in esso contenute sono sostituite dalla disciplina europea direttamente applicabile. A tal proposito si deve dar conto che, al momento in cui si licenzia il presente scritto, risulta pubblicata in *G.U.* n. 245 del 18 ottobre 2019 la l. 117/2019, che contiene, all'art. 9, la delega al Governo per la modifica del T.u.f. da esercitarsi entro dodici mesi dall'entrata in vigore, mentre la Consob, sulla scorta della diretta applicabilità della normativa europea, ha già provveduto ad adeguare il Reg. Emittenti, nonché i connessi allegati, a mezzo della delibera n. 21016 del 24 luglio 2019. Il quadro normativo che, allo stato, ne consegue, non appare di semplice lettura, in quanto l'attuale disciplina primaria nazionale – oggetto del presente scritto – va letta necessariamente alla luce della sua compatibilità con quella europea, che tuttavia sembra abrogarla, neppure implicitamente. Per rendersi conto delle difficoltà con cui si deve confrontare l'interprete è sufficiente leggere l'art. 3 Reg. Emittenti, il cui testo, contenente alcune definizioni e l'indicazione della normativa applicabile alle offerte al pubblico di sottoscrizione e di vendita, è stato interamente sostituito con la citata delibera n. 21016 del 24 luglio 2019; in particolare, se, da una parte, il 3° comma dispone che le offerte siano disciplinate dal Reg. UE 2017/1129, dalle relative disposizioni attuative, oltre che dallo stesso

(15) Il Reg. delegato UE 2019/979 fornisce, al Capo VI, la disciplina tecnica per il funzionamento del c.d. portale di notifica che sarà gestito dall'AESFEM.

Reg. Emittenti, dall'altra, il 2° comma sancisce che ai fini dell'applicazione della normativa regolamentare valgono anche le definizioni racchiuse nel T.u.f. e nella Dir. CE 2009/65. Ne discende – come è facile immaginare – un quadro normativo estremamente frastagliato e non sempre coerente: ad esempio, in merito alla stessa definizione di offerta al pubblico, il Reg. Emittenti, all'art. 3, 1° co., lett. a), rimanda ancora a quella racchiusa nell'art. 1, 1° co. lett. t), T.u.f., che però, convive, di fatto, con quella analoga, ma non perfettamente sovrapponibile, contenuta nell'art. 2, lett. d), Reg. UE 2017/1129; similmente la definizione di «domanda di approvazione» trova inquadramento, secondo l'art. 3, 1° co., lett. f), Reg. Emittenti, nella comunicazione con cui si deve chiedere l'approvazione del prospetto ai sensi dell'art. 94, 1° co., T.u.f., comunicazione a cui, però, l'art. 42 Reg. delegato UE 2019/980 fornisce una disciplina specifica, individuando le forme della presentazione della domanda di approvazione della bozza di prospetto (oltre a quelle del deposito del documento di registrazione universale, nonché delle relative modifiche).

2. I principi dell'appello al pubblico risparmio

Nel concetto di sollecitazione al pubblico risparmio – concetto introdotto dall'art. 18 ter, l. 216/1974, che ha poi ceduto il passo a quello di «offerta al pubblico», ma il cui utilizzo ancora oggi è rimasto diffuso nella prassi (al di là dell'uso specifico che ne fa lo stesso T.u.f. per indicare l'attività propedeutica alla raccolta di deleghe *ex artt.* 136 ss. T.u.f.)⁽¹⁶⁾ – si possono collocare sia le operazioni destinate a provocare un investimento, ossia le offerte di prodotti finanziari, così come definite dall'art. 1, 1° co., lett. t), T.u.f., sia quelle indirizzate a suscitare un disinvestimento, ovvero le offerte di acquisto e di scambio descritte dalla successiva lett. v).

Alla luce del contenuto delle citate definizioni e dell'oggetto delle stesse, che è rappresentato dai «prodotti finanziari», così come definiti dall'art. 1, 1° co., lett. u), T.u.f., sembrerebbe piuttosto evidente che il *trait d'union* delle due categorie di operazioni sia rappresentato dai destinatari

(16) Cfr. MIOLA, sub art. 94, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza, 2, Emittenti*, Torino, 2002, 790; F. BRUNO e ROZZI, *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 279; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 94, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1059.

finali d
ex ante
razioni
gli emi
offerta
91 ss. 7
lineare
la Con
investi
trollo
T.u.f. c
(comp
ne»)(2
strume
mentr

(17
della in
dato del
di una s
MIOLA,
quantor
OPA).
(18
sto con
Per una
PERRON
PUPPIENI
(19
(20
informa
cfr. SAN
746. E
stessa i
Torino.
(21
(22
cietaria
identici
cfr. VE
quotate
T.U.F.,
siva ev
l'attual
della fi
1031 ss

finali della offerta, ovvero una pluralità di soggetti (17), non individuabili *ex ante* (18). Tuttavia, proprio per soddisfare la necessità di realizzare operazioni di collocamento o raccolta di prodotti finanziari poco costose per gli emittenti e, al contempo, efficaci per il mercato, entrambe le forme di offerta al pubblico sottostanno a dei principi comuni – racchiusi negli artt. 91 ss. T.u.f. – che assurgono essi stessi a indici complementari utili per delineare le operazioni in commento (19). L'art. 91 T.u.f. dispone, infatti, che la Consob debba esercitare i propri poteri avendo riguardo alla tutela degli investitori, nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali (20). Il successivo art. 92, 1° co., T.u.f. declina il principio dell'efficienza imponendo agli emittenti quotati (compresi gli emittenti quotati aventi l'Italia come «Stato membro d'origine») (21) di assicurare «un medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni» (22), mentre il 2° comma specifica il principio della trasparenza prescrivendo

(17) Cfr. CANNIZZARO, sub artt. 99 e 100, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 565 s., che alla luce del testo inizialmente emendato del T.u.f. rilevava come fosse acquisito che uno dei requisiti necessari per il compimento di una sollecitazione fosse «la natura *in incertam personam* dell'offerta»; sul punto cfr. anche MIOLA, *op. ult. cit.*, 795 s., che, però evidenzia, condivisibilmente, la possibilità di individuare, quantomeno, la categoria di appartenenza degli oblati (ad es. gli azionisti destinatari di una OPA).

(18) La caratteristica di un'offerta *in incertam personam* impedisce di far rientrare in questo concetto l'offerta fuori sede *ex art.* 30 T.u.f.: sul punto cfr. COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 61. Per una critica della tesi della impossibilità di individuare *ex ante* i destinatari dell'offerta, cfr. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2ª ed., Milano, 2018, 78; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 94, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1061.

(19) Similmente cfr. A. RUSSO, sub art. 91, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1023.

(20) Sulla possibilità di rivenire nella norma il fondamento della potestà regolamentare, informativa ed ispettiva della Consob, ancorché non menzionate esplicitamente dalla stessa, cfr. SANTONI, sub art. 91, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 746. Evidenzia la non felice formulazione della norma e la molteplicità degli interessi che la stessa intende tutelare COTTERLI, sub art. 91, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, I, Torino, 2012, 862.

(21) Su questa definizione, *infra*, par. 2.1.

(22) Il principio deriva dal recepimento della Dir. 77/91/CEE (c.d. seconda direttiva societaria), il cui art. 42 poneva il diritto alla parità di trattamento delle azioni che versano in identiche condizioni; per una critica circa la vaghezza dell'espressione «parità di condizioni» cfr. VENTORUZZO, sub art. 92, in MARCHETTI e BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, I, Milano, 1999, 12 ss.; MUCCIARELLI, sub art. 92, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, I, cit., 69 ss. Per il recepimento del principio nella l. 216/1974, nonché per la sua successiva evoluzione ad opera degli artt. 17 e 18, Dir. 2004/109/CEE (c.d. Dir. Transparency) verso l'attuale formulazione, cfr. MASI, sub art. 92, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 751 ss.; A. RUSSO, sub art. 92, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1031 ss.

che gli stessi soggetti debbano assicurare anche «gli strumenti e le informazioni necessari per l'esercizio dei loro diritti».

Da queste disposizioni si coglie, dunque, come le operazioni volte a realizzare un'operazione di massa, più che essere caratterizzate dal costituire un invito rivolto a un pubblico indistinto di destinatari (che, soprattutto nelle operazioni di disinvestimento – ma non solo – ben potrebbe invece essere individuato e, eventualmente contattato, in via diretta)⁽²³⁾, sono, in realtà, delle operazioni contraddistinte dall'essere standardizzate⁽²⁴⁾, ovvero dall'offrire un *set* uniforme di informazioni precontrattuali e diritti negoziali minimi; ciò permette, dal punto di vista dell'emittente, il vantaggio dell'assenza di costi legati a una contrattazione frammentata, mentre, da quello degli oblati, comporta l'eliminazione della debolezza contrattuale che questi soffrirebbero nei confronti della controparte se conducessero singolarmente la negoziazione e, infine, per queste caratteristiche, soddisfa gli interessi pubblici dell'efficienza e della trasparenza del mercato dei capitali (quale proiezione dei principi sanciti dagli artt. 47 e 3 Cost.), giustificando quindi il presidio pubblico dell'*Authority* di settore⁽²⁵⁾.

La conferma della validità della distinzione delle offerte pubbliche rispetto ad altre negoziazioni plurilaterali fondata sul carattere della standardizzazione delle informazioni e dei diritti negoziali si ottiene guardando alle offerte di sottoscrizione e/o vendita le quali, a differenza delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio, comportano un maggior rischio per il destinatario, in quanto l'oggetto delle prime è un prodotto finanziario pagato in denaro (ovvero un'operazione in cui avviene uno scambio fra un bene di valore certo per uno di valore incerto, poiché il prodotto finanziario sconta una naturale opacità a carico dell'investitore a causa delle asimmetrie informative ad esso connesse)⁽²⁶⁾. Come si vedrà meglio nei

(23) Cfr. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2^a ed., cit., 78, che critica la portata di questa delimitazione, esistendo offerte che pur non essendo propriamente pubbliche, ossia non rivolte ad *incertam personam*, in quanto indirizzate a destinatari individuati o, quantomeno, individuabili, richiedono tuttavia l'applicazione della disciplina, come è il caso dell'offerta in opzione di azioni di nuova emissione.

(24) Cfr. C. RUSSO, sub art. 94, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, I, cit., 890 s.

(25) Sul punto cfr., *ex multis*, ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7^a ed., Milano, 2014, 316, che evidenzia come l'offerta obbliga l'offerente a prescindere dal fatto che l'offerta soddisfi i requisiti definiti dall'art. 1326 c.c.; sul punto cfr. anche COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11^a ed., Torino, 2018, 52.

(26) Cfr., *ex multis*, COSTI, *op. ult. cit.*, 47 ss.; RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 733; COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 8 s.; PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa*, 2005, I, 760; BUONOCORE e AMATUCCI, *I servizi finanziari: il punto di vista del giurista*,

prossim
la disc
ne que
profes
le loro
grado
dell'ol
Ne
li, se i
zione
termi
e coor
e), T.
zione
confu
letti, c
gazio
saggi
per g
dell'e

in AA.
ANNUN
no e al
cfr., ne
ed., M
(2
fetta p
esser
ultimi
nismo
per un
C
specifi
forz
scor
inform
ni del
C
zio di
L
nomic
merit
ni, ch
della

prossimi paragrafi, al di là delle eccezioni basate sui limiti dimensionali, la disciplina delle offerte di vendita o sottoscrizione non trova applicazione quando il collocamento sia indirizzato a un pubblico di soli investitori professionali (c.d. *private placement*), ossia a favore di soggetti che, per le loro qualità, non necessitano di una tutela informativa, in quanto in grado di reperire autonomamente i dati necessari per giudicare la bontà dell'offerta.

Nel presente capitolo si potrà vedere come questi principi – confermati, se non talora rafforzati, dal Reg. UE 2017/1129 (27) – trovino applicazione nei confronti dell'emittente/offerente, nonché nei confronti dell'intermediario o, più spesso, nei confronti di più intermediari consorziati (28) e coordinati dal «responsabile del collocamento» ex art. 93 bis, 1° co., lett. e), T.u.f. (29), che sono coinvolti nell'operazione offrendo i servizi di assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente, oppure di mero collocamento ex art. 1, 5° co., lett. c) e c bis), T.u.f., a seconda che l'operazione implichi, o meno, l'obbligazione dell'intermediario ad acquisire la proprietà dei prodotti quale passaggio necessario per effettuare l'offerta (c.d. assunzione a fermo), oppure per garantirne il pieno successo (c.d. impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente) (30).

in AA.VV., *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009, 37 s.; ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, 324 s. In merito ai noti elementi di imperfezione del mercato finanziario e al ruolo degli intermediari quale strumento per la loro riduzione in favore della clientela, cfr. nella letteratura economica, *ex multis*, FORESTIERI e MOTTURA, *Il sistema finanziario*, 7ª ed., Milano, 2017, 185 ss.

(27) Cfr., in particolare, il considerando 3 del citato Reg., che recita «L'informativa sull'offerta pubblica di titoli o sulla loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato è essenziale per tutelare gli investitori, in quanto elimina le asimmetrie informative tra questi ultimi e gli emittenti. L'armonizzazione di tale informativa consente la creazione di un meccanismo transfrontaliero di passaporto che facilita il funzionamento efficace del mercato interno per una vasta gamma di titoli».

(28) La costituzione di consorzi di garanzia e collocamento è un servizio accessorio, come specificato nell'all. 1B ai sensi dell'art. 1, 6° co., T.u.f. e, pertanto, non soggetto a specifica autorizzazione, potendo essere svolto anche indipendentemente dal servizio principale riservato secondo la dottrina maggioritaria; cfr., *ex multis*, COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 256; SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Assago, 2011, 108 ss.; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª ed., cit., 102 s.

(29) Entro tale definizione ricadono tanto il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento, quanto il collocatore unico.

(30) Sulla triplice distinzione dei servizi di collocamento cfr. SARTORI, *Informazione economica*, cit., 85 s.; ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, 2013, 57 ss. In merito ai caratteri distintivi del servizio di collocamento rispetto a quello di esecuzione di ordini, cfr., *ex multis*, ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª ed., cit., 97. Il principio della parità di trattamento e di informazione appare particolarmente importante quando il

2.1. Il c.d. passaporto unico europeo per gli strumenti finanziari comunitari

Rispetto all'impianto iniziale delle disposizioni generali con cui si apre la disciplina degli emittenti del T.u., il legislatore ha inserito, in forza del recepimento della Dir. 2013/50/UE attuato dall'art. 1, d.lgs. 25/2016, l'art. 91 bis, i cui 1° e 2° comma si occupano di disciplinare i casi in cui gli «emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine» (31) di cui all'art. 1, 1° co., lett. w quater), T.u.f. sono tenuti ad effettuare la comunicazione del proprio Stato membro d'origine, nelle forme previste per le informazioni regolamentate ex art. 113 ter T.u.f. La stessa novella è intervenuta, poi, per aggiornare la definizione di «Stato membro d'origine» contenuta nell'art. 93 bis, 1° co., lett. f), T.u.f., ovvero la nazione appartenente all'Unione europea a cui deve essere riferita l'emissione degli strumenti finanziari comunitari (32), definizione che idealmente si contrappone a quella di «Stato membro ospitante», racchiusa nella successiva lett. f), che indica la nazione

singolo intermediario o, più spesso, l'intermediario a capo del consorzio di collocamento (c.d. *bookrunner*) collabora alla formazione del prezzo, entro i limiti minimi e massimi fissati dall'emittente, raccogliendo le proposte non vincolanti di sottoscrizione avanzate da un ristretto gruppo di investitori istituzionali, in base alle quali può suggerire all'emittente il prezzo definitivo dei prodotti da offrire al pubblico (c.d. *open price bookbuilding*): sul punto cfr., *ex multis*, MIOLA, sub art. 95, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 814 s.

(31) Ossia, in sintesi, gli emittenti azioni o titoli di debito di valore nominale unitario inferiore a euro mille (o valore corrispondente), ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altra nazione UE, aventi sede legale in Italia oppure, se extracomunitari, che abbiano scelto l'Italia come Stato membro d'origine, nonché gli emittenti valori mobiliari di diverso genere, che abbiano sede legale in Italia o i cui valori mobiliari siano ammessi in un mercato regolamentato italiano, che abbiano comunque scelto l'Italia come Stato membro d'origine, oppure gli emittenti strumenti valori mobiliari non più ammessi alla negoziazione nel mercato regolamentato dello Stato d'origine, ma che risultano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Stati membri, che abbiano sede legale in Italia o che abbiano scelto l'Italia come nuovo Stato membro d'origine.

(32) Ad esempio, ai sensi del n. 1 della definizione, per gli emittenti «titoli di capitale» (ovvero «le azioni e altri strumenti negoziabili equivalenti ad azioni di società nonché qualsiasi altro tipo di strumento finanziario comunitario negoziabile che attribuisca il diritto di acquisire i summenzionati strumenti mediante conversione o esercizio di diritti che essi conferiscono, purché gli strumenti di quest'ultimo tipo siano emessi dall'emittente delle azioni sottostanti o da un'entità appartenente al gruppo di detto emittente») la nazione dove l'emittente ha la sua sede sociale, oppure, ai sensi del n. 3 bis, «in relazione all'offerta di quote o azioni di OICR armonizzati, lo Stato membro della U.E. in cui l'OICR è stato costituito». Al fine di facilitare lo svolgimento dell'operazione il suddetto criterio può, però, non essere univoco: un esempio è racchiuso nell'art. 93 bis, 1° co., lett. f), n. 2, T.u.f., che dispone che per l'emissione di strumenti finanziari comunitari diversi dai titoli di capitale di valore nominale pari ad almeno mille euro, o che conferiscono il diritto di acquisire titoli negoziabili o di ricevere un importo in contanti mediante conversione o esercizio dei relativi diritti (purché l'emittente non sia l'emittente anche degli strumenti sottostanti o un'entità appartenente allo stesso gruppo), lo Stato membro d'origine può essere quello in cui l'emittente ha la sua sede sociale, o quello nel quale gli strumenti

ne europ
l'ammiss
ra sia div

L'ind
quelle) ir
anche ne
bro d'ori
e n) - è
libera cir
peo (33).
ne del pr
supplem
strument
parte del
si realizz
il prospe
cia nel r
quest'ult
la diffusi

sono destin
scelta dell'e

(33) P
to negli art
da), *Testo*

FRATINI e C

(34) V.

(35) L.

te degli eve
all'AESFE

21016 del 2
2017/1129.

ciare all'aut
menti finar
essere infor
decorrono.

Reg. UE 20

(36) S

4 quello pr
udatto a qu

623 ss., cor
ziari commi

richiedere i
italiano: cl
2009, L. 57

ne europea in cui viene effettuata un'offerta al pubblico o viene richiesta l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari comunitari, qualora sia diversa dallo Stato membro d'origine.

L'individuazione della nazione in cui ha origine l'offerta e quella (o quelle) in cui la stessa può svolgersi – individuazione che trova conferma anche nel Reg. UE 1127/2019, nelle definizioni racchiuse di «Stato membro d'origine» e «Stato membro ospitante» di cui all'art. 2, par. 1, lett. m) e n) – è importante al fine di dare attuazione concreta al principio della libera circolazione dei capitali che contraddistingue il mercato unico europeo (33). Ai sensi del combinato dell'art. 98, 1° e 2° co., T.u.f. l'approvazione del prospetto da parte della Consob, oltre che degli eventuali successivi supplementi (34) rende, infatti, validi i documenti ai fini di un'offerta di strumenti finanziari comunitari negli altri Stati membri, previa notifica da parte dell'autorità nazionale a quelle competenti per i Paesi in cui l'offerta si realizza (principio del c.d. mutuo riconoscimento) (35). Specularmente il prospetto approvato dalle autorità degli Stati membri ha piena efficacia nel mercato italiano qualora la Consob riceva la notifica, a meno che quest'ultima non intenda richiedere delle informazioni ulteriori prima della diffusione all'autorità estera ai sensi dell'art. 98, 3° co., T.u.f. (36).

sono destinati alla negoziazione in un mercato regolamentato o ad essere offerti al pubblico, a scelta dell'emittente, dell'offerente o della persona che ne chiede l'ammissione.

(33) Per un'analisi della versione originale dell'articolo, che rinveniva il suo fondamento negli artt. 21 s., Reg. 89/298/CEE, cfr. PICARDI, sub art. 98, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 834 ss.; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 98, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1116 s.

(34) V., *infra*, par. 3.1.

(35) La procedura di trasmissione dell'approvazione del prospetto da parte della Consob (e degli eventuali supplementi) alle autorità competenti per l'offerta transnazionale, oltre che all'AESFEM, era dettagliata dall'art. 11 Reg. Emittenti, ora abrogato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019 a fronte della specifica disciplina contenuta negli artt. 24 ss. Reg. UE 2017/1129. A ciò si aggiunga che, ai sensi dell'art. 94 bis, 5° co., T.u.f., la Consob può demandare all'autorità estera l'approvazione di un prospetto in caso di offerta avente ad oggetto strumenti finanziari comunitari, previa accettazione di quest'ultima; di questa decisione dovranno essere informati l'emittente e l'offerente entro tre giorni lavorativi e i termini per l'approvazione decorrono da tale comunicazione. Quest'ultima previsione trova conferma nell'art. 20, 8° par., Reg. UE 2017/1129.

(36) Si deve escludere comunque che la Consob abbia un obbligo di indagine ulteriore a quello previsto per il prospetto domestico, se non per verificare che il prospetto estero sia adatto a quello italiano: sul punto cfr. Trib. Roma, 30 maggio 2007, in *Banca borsa*, 2009, II, 623 ss., con nota di HOUBEN. La portata limitata del passaporto unico ai c.d. strumenti finanziari comunitari, rende implicito che per i differenti prodotti l'emittente o l'offerente debbano richiedere una autorizzazione *ad hoc* alla Consob per la loro commercializzazione nel mercato italiano: cfr. ONZA e SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari*, in *Banca borsa*, 2009, I, 579 s.; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 94, in FRATINI e GASPARRI (a cura

Il mercato unico dei capitali può aprirsi, inoltre, alle offerte di emittenti extracomunitari. Nel caso questi ultimi decidano che l'Italia sia lo Stato membro d'origine dell'offerta, l'art. 98 bis, 1° co., T.u.f. dispone, infatti, che la Consob possa approvare il prospetto redatto secondo la legislazione del Paese d'origine, purché il prospetto sia stato stilato conformemente a *standard* definiti dagli organismi internazionali delle commissioni di vigilanza dei mercati (37) e che le informazioni richieste, incluse quelle di natura finanziaria, siano equivalenti a quelle prescritte dalle disposizioni europee (38). Ove invece l'Italia sia solo uno Stato membro ospitante, il prospetto redatto dall'emittente extracomunitario approvato dall'*Authority* di uno Stato UE otterrà piena efficacia come un qualsiasi prospetto comunitario, fatti salvi l'obbligo di preventiva notifica e il potere di richiesta della Consob di specifiche informazioni di cui all'art. 98, 2° e 3° co., T.u.f. (39).

A questo regime si devono aggiungere quello specifico per le offerte al pubblico di quote o azioni di fondi di investimento europei chiusi, il cui prospetto può essere pubblicato quando risulta conclusa la procedura prevista dall'art. 44 T.u.f. e dalle relative disposizioni attuative ai sensi dell'ultima parte del dell'art. 98, 2° co., T.u.f., nonché uno ulteriore, racchiuso nell'art. 98 ter, 5° e 5° bis co., T.u.f., in merito alle offerte di quote o azioni di OICR aperti. In particolare queste ultime due disposizioni compiono un rinvio al rispetto delle procedure di cui all'art. 42 T.u.f. e di cui agli artt. 43 e 44 T.u.f., nonché delle connesse disposizioni secondarie, quale condizione per la pubblicazione, rispettivamente, del documento contenente le

di), *op. cit.*, 1059. Sul valore del meccanismo del passaporto unico come miglior *standard* per la protezione degli investitori e per lo sviluppo del mercato mobiliare cfr., *ex multis*, F. BRUNO e ROZZI, *op. cit.*, 279; CUGNASCO, *L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul d.lgs. n. 51/2007 di recepimento della direttiva di prospetto*, in *Soc.*, 2008, 803; DEL LINZ, sub art. 98, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, I, cit., 946.

(37) Quali gli *International disclosure standards for cross border offerings and initial listings by foreign issuers* o gli *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers* approntati dalla IOSCO: per un loro inquadramento cfr. FERRAN, in ARMOUR *et al.*, *Principles of financial regulation*, Oxford, 2016, 481 ss.

(38) La portata «fortemente innovativa» della norma pare poggiare, secondo ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª ed., cit., 330 s., sulla volontà di spingere i Paesi terzi e i loro emittenti ad adottare *standard* analoghi a quelli europei, un invito che sembra particolarmente rivolto ai Paesi candidati a entrare nell'UE.

(39) L'impianto normativo approntato dal T.u.f. sarà destinato a essere sostituito, verosimilmente, da quanto previsto dal Capo V del Reg. UE 1129/2017, che, agli artt. 28, 29 e 30, detta le regole specifiche inerenti agli emittenti stabiliti in Paesi terzi, distinguendo le offerte pubbliche di titoli o la loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato nel quadro di un prospetto redatto conformemente alle norme dello stesso Reg., dalle analoghe operazioni che si fondano su un prospetto redatto secondo la legislazione del Paese terzo.

informazioni
o KIID) e de
simo di inves
Dir. 2009/65
siva del pros
nativi (FLA)
cui alla Dir.

La libera
via conferm
che mantien
care per le
ziazione in
membro, ri
mento colle
par., lett. a)
approvato
bano essen
alla negozi
oltre all'au
ceva notifi
portale di
i certificati

2.2. I poteri

Elemento
nano le of

(40) In
cap., par. 3.)
con provved
d'Italia di u
lo statuto de
mento cont
accordi di c
classi), prec
vere una ar
Stati extrac
(41) In
EU, c.d. A
GIANNELLI

informazioni chiave per gli investitori (*Key Investor Information Document* o KIID) e del prospetto richiesti per l'offerta di quote o azioni di organismo di investimento comunitari di valori mobiliari (OIVCM) di cui alla Dir. 2009/65/CE (40), oltre che della documentazione d'offerta, comprensiva del prospetto, per le quote o le azioni dei fondi di investimento alternativi (FIA) aperti italiani, comunitari ed extracomunitari non riservati di cui alla Dir. 2011/61/CE (41).

La libera circolazione dei capitali così assicurata dal T.u.f. rinvia ovviamente conferma nell'impianto normativo approntato dal Reg. UE 2017/1129, che mantiene anche la distinzione della disciplina dei prospetti da pubblicare per le offerte pubbliche di titoli e per la loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato che ha sede o opera in uno Stato membro, rispetto a quella delle «quote emesse dagli organismi d'investimento collettivo di tipo diverso da quello chiuso» ai sensi dell'art. 1, 2° par., lett. a): tuttavia, il successivo art. 24., 1° par., sancisce che il prospetto approvato dallo Stato membro di origine e gli eventuali supplementi debbano essere considerati validi per l'offerta pubblica o per l'ammissione alla negoziazione in un numero qualsiasi di Stati membri ospitanti purché, oltre all'autorità competente di ciascuno Stato membro ospitante, ne riceva notifica anche l'ESMA, la quale è tenuta a curare l'istituzione di un portale di notifica in cui ogni autorità competente deve rendere disponibili i certificati di approvazione, ai sensi dell'art. 25, 6° par.

2.2. I poteri di intervento della Consob nel quadro normativo europeo

Elemento necessario per l'affermazione in concreto dei principi che governano le offerte pubbliche di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari

(40) In particolare, per l'offerta di quote o azioni di OIVCM in altri Stati europei, il tit. VI, cap., par. 3.1 del *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, adottato da Banca d'Italia con provvedimento del 19 gennaio 2015, dispone che l'offerta sia subordinata all'invio a Banca d'Italia di una lettera di notifica che contenga il regolamento del fondo o l'atto costitutivo e lo statuto della Sicav, il prospetto, la relazione annuale e quella semestrale successiva, il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori nonché le informazioni relative agli accordi di commercializzazione nel Paese ospitante delle quote e delle azioni (incluse le relative classi), precisando se lo stesso gestore ne cura la commercializzazione. Banca d'Italia deve ricevere una analoga comunicazione anche nel caso si vogliano offrire quote o azioni di OICR in Stati extracomunitari (tit. VI, cap., par. 3.2).

(41) In merito all'efficacia del passaporto unico europeo di cui all'art. 8 della Dir. 2011/61/EU, c.d. *Alternative Investment Fund Managers Directive* o AIFMD, cfr. SPAMENI, in ID. e GIANNELLI, *Diritto degli intermediari*, 2013, cit., 194.

nella cornice del mercato unico dei capitali, risulta essere l'attribuzione di poteri correttivi all'autorità di settore, che garantiscano la completezza e adeguatezza delle informazioni diffuse. In merito l'art. 99 T.u.f. attribuisce alla Consob dei poteri, di crescente incisività, che la stessa è chiamata ad esercitare a fronte di violazioni effettuate da emittenti od offerenti italiani o esteri (42). In particolare, il 1° comma, lett. a) e b), disciplina i poteri cautelari: la prima disposizione prevede che, in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni primarie o delegate, l'*Authority* possa sospendere l'offerta avente ad oggetto strumenti finanziari comunitari [ossia ai sensi dell'art. 93 bis, 1° co., lett. a), T.u.f., «i valori mobiliari e le quote di OICR chiusi»] per un periodo non superiore a dieci giorni lavorativi consecutivi per ciascuna volta; la seconda descrive un potere analogo da esercitarsi, per un periodo non superiore a novanta giorni complessivi, per le offerte aventi ad oggetto i restanti prodotti finanziari (43). La differente tutela approntata dal legislatore – nel caso degli strumenti finanziari comunitari si prevede, infatti, che la sospensione possa essere reiterata a fronte del perdurare della violazione, mentre nel caso dei restanti prodotti il periodo di sospensione non potrà eccedere il periodo indicato – trova la sua giustificazione nel fatto che all'interno della categoria degli strumenti finanziari comunitari [categoria a cui sembra potersi sovrapporre quella dei «titoli» di cui alla definizione resa dall'art. 3, 1° co., lett. b), Reg. Emittenti, così come aggiornato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019] rientrano anche molti prodotti, quali i valori mobiliari o le quote di fondi chiusi, che, tendenzialmente, presentano una maggior rischiosità per l'investitore potenziale (44).

(42) Nei confronti delle misure adottate l'offerente o l'emittente possono svolgere ricorso amministrativo presso il T.A.R. Lazio entro il termine di sessanta giorni dalla comunicazione dell'adozione della misura. Sul punto cfr. FRATINI, GASPARRI, GIALONGO, in FRATINI (a cura di), *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, Assago, 2011, 463 ss.

(43) Il periodo di applicazione della previsione spazia dal giorno di pubblicazione del prospetto approvato dalla Consob sino alla conclusione dell'offerta, come è stato chiarito a mezzo della comunicazione Consob n. DEM/9025420 del 24 marzo 2009. Sul punto cfr. PERRONE, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2011, 843, che collega al disposto dell'art. in commento il potere riconosciuto alla Consob dall'art. 113 ter, 9° co., T.u.f.

(44) Cfr. COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 90. Conferma di questa pericolosità si ottiene guardando alla successiva lett. f), che prevede che il potere sospensivo possa essere esercitato anche nei confronti della società di gestione del mercato regolamentato relativamente alle negoziazioni per il medesimo periodo non superiore a dieci giorni lavorativi consecutivi «per ciascuna volta», fermo restando lo specifico potere previsto dall'art. 66 quater, 1° co., T.u.f. in merito alla sospensione o all'esclusione di uno strumento finanziario dalle negoziazioni, provvedimenti che la Consob può eventualmente richiedere siano attuati dal gestore di una sede di negoziazione.

Ovvian
tati qualor
la necessit
infatti, la
lamente il
maria e/o
il divieto
misure cal

Per rer
ai sensi d
il fatto ch
in assenza
modi che
visioni so
negozi co
della dott
attesa la r

All'ip
nitari sul
in forza d
due com
rità com
nazional
larità co
degli str
formare

(45) L
possa chie
mentato, f

(46) C
menti assu
191, 4° co.
(a cura di)

(47) C
2. cit., 83
della pose
interdittiv

99, in AL
mediazio
(48)

di obbliga

Ovviamente i poteri sospensivi descritti sono destinati ad essere esercitati qualora la Consob ravvisi delle violazioni la cui gravità non comporti la necessità di un'immediata interruzione dell'operazione: in questi casi, infatti, la Commissione potrà interdire l'offerta anche quando maturi solamente il fondato sospetto che possa essere stata violata la disciplina primaria e/o secondaria ai sensi dell'art. 98, 1° co., lett. c), T.u.f.; altrimenti il divieto dell'offerta potrà conseguire quale effetto della violazione delle misure cautelari sospensive irrogate ai sensi della successiva lett. d)(45).

Per rendere pienamente efficaci le misure descritte, la Consob è dotata, ai sensi dell'art. 98, 1° co., lett. e), T.u.f. del potere di rendere pubblico il fatto che l'offerente o l'emittente non ottemperano ai propri obblighi: in assenza di più precise indicazioni la comunicazione potrà avvenire nei modi che saranno ritenuti più opportuni dalla Commissione(46). Tali previsioni sono connesse al tema delle conseguenze civilistiche in merito ai negozi conclusi in violazione degli interventi correttivi, che secondo parte della dottrina comporta la nullità degli stessi ai sensi dell'art. 1418 c.c., attesa la natura imperativa delle norme violate(47).

All'ipotesi delle irregolarità nell'offerta di strumenti finanziari comunitari sul mercato italiano e ai limitati poteri che la Consob può esercitare in forza del principio dell'*Home State Control*(48), sono dedicati gli ultimi due commi dell'art. 98 T.u.f. L'efficacia del prospetto approvato dall'autorità competente quale «passaporto unico» per l'accesso ai singoli mercati nazionali dell'UE, impone alla Consob che, in caso essa rilevi delle irregolarità commesse dall'emittente o dagli intermediari incaricati dell'offerta degli strumenti finanziari comunitari sul mercato nazionale, ne debba informare l'autorità dello Stato membro d'origine; solo nel caso all'infor-

(45) La lett. g) prevede, inoltre, che, in caso di un accertamento della violazione, la Consob possa chiedere anche alla società di gestione di vietare le negoziazioni in un mercato regolamentato, fermo anche in questo caso il «potere previsto nell'articolo 66 quater, comma 1°».

(46) Oltre alla pubblicazione del provvedimento sul bollettino della Consob dei provvedimenti assunti, è prevista la pubblicità delle sanzioni pecuniarie ai sensi del combinato dell'art. 191, 4° co., e 195, 3° co., T.u.f.: per un'analisi cfr. FRATINI, GASPARRI, GIALONGO, in FRATINI (a cura di), *Le sanzioni delle autorità*, cit., 253 ss.

(47) Cfr. PICARDI, sub art. 99, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 839; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7° ed., cit., 340. Contro la tesi della possibile invalidità dei contratti stipulati in violazione delle eventuali misure cautelari o interdittive assunte cfr. RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita*, cit., 492; D'AMBROSIO, sub art. 99, in ALPA e CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 2, Padova, 1998, 929 s.

(48) Per un'analisi cfr., *ex multis*, PELLEGRINI, *Prospetto informativo e offerta al pubblico di obbligazioni bancarie*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova legge sul risparmio*, cit., 349 ss.

mazione non consegua un intervento correttivo adeguato, la Commissione potrà agire direttamente adottando «tutte le misure opportune per tutelare gli investitori», ossia le misure descritte nelle vedute lett. da a) a e) del 1° comma dell'art. 98 T.u.f., oltre ad eventuali misure ulteriori che possano rendersi utili. Questi interventi diretti potranno, tuttavia, essere attuati solo dopo avere informato l'autorità dello Stato in cui ha origine l'offerta e comportano l'obbligo di comunicazione alla Commissione europea, che è così investita della soluzione delle problematiche tecnico-politiche derivanti dal mancato coordinamento delle autorità nazionali.

La Commissione potrà, se del caso, avviare d'ufficio l'iter della procedura d'infrazione ex artt. 258 ss. TFUE, procedura, che peraltro, trova conferma anche nell'art. 33, 5° par., Reg. 2017/1129. La previsione va, in ogni caso, coordinata con quanto previsto dagli artt. 19 ss. Reg. UE 1095/2010, in merito ai compiti assegnati all'Autorità europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (AESFEM) (49), che lo stesso nuovo «Reg. prospetti» richiama all'art. 20, 12° par., e, per quanto attiene specificatamente i provvedimenti cautelari, all'art. 37, 2° par. (50).

L'impianto normativo così approntato dal T.u.f. non solo trova sostanziale conferma nel Reg. UE 2017/1129, ma ne risulta addirittura rafforzato: la nuova disciplina comunitaria, all'art. 32, 1° par., lett. da a) a n), fornisce, infatti, un elenco maggiormente dettagliato dei poteri che possono essere esercitati dalle autorità competenti rispetto a quello contenuto nella

(49) In particolare, l'art. 19 Reg. UE 1095/2010 fornisce una disciplina alla risoluzione delle controversie tra le autorità nazionali: in caso di disaccordo, su richiesta di una o più di esse, l'AESFEM potrà prestare assistenza al fine di trovare un'intesa. Per giungere a tale risultato l'ente sovranazionale può svolgere la funzione di mediatore, fissando un termine per la conclusione della procedura alla luce anche della complessità della questione e dell'urgenza della soluzione (2° par.). Se la conciliazione non riesce, l'AESFEM potrà adottare una decisione imponendo l'adozione di misure specifiche o l'astensione dall'intraprendere provvedimenti (3° par.). A fronte della prevalenza gerarchica attribuita alle decisioni assunte dall'AESFEM rispetto a quelle delle autorità nazionali (5° par.), la mancata assunzione da parte di queste ultime delle misure imposte dall'Authority sovranazionale, oltre a poter comportare l'inizio di una procedura di infrazione, consente l'assunzione di misure direttamente applicabili nei confronti degli intermediari e degli emittenti coinvolti nella sollecitazione all'investimento (4° par.).

(50) A ciò si aggiunga che, in ogni caso, l'art. 42 Reg. UE 600/2014 (c.d. MiFIR o *Markets in Financial Instruments Regulation*), ha attribuito alle singole autorità nazionali competenti il potere di intervenire cautelatamente sulla commercializzazione o la vendita di uno strumento finanziario, nonché di interdire o restringere l'operazione qualora sussista un «timore giustificato» per la tutela degli investitori o esista un pericolo per l'ordinato funzionamento e l'integrità del mercato: cfr., *ex multis*, COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11ª ed., cit., 58; PELLEGRINI, *MiFID II e il complesso autoritativo di vigilanza europea*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), *op. cit.*, 444 ss.; GUARRACINO, *I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la c.d. product intervention)*, *ibidem*, 231 ss.

previge
to dell'
delega
dell'art
difica d

3. Il pr
finanzi
contem

A prim
plina in
menti c
avente
mobilia
dall'art
ss. Tu.
zione a
informa
novera
attività
reperis
un imp
al cont
cerchia

(51)
strument
zioni di c
richiama
seguenti
strument
tutto che
CAMPOB.
sostanzia
«titolo» e
dell'artic
del merc
UE aven
te emess
nell'art.

previgente Dir. CE 2003/71, all'art. 21, norma da cui discende l'impianto dell'attuale disciplina nazionale. Pare, quindi, lecito attendersi che la delega concessa per il raccordo di quest'ultima a quella europea ai sensi dell'art. 9, l. 117/2019, si tradurrà, verosimilmente, in una sostanziale modifica del T.u.f. sul punto.

3. Il prospetto d'offerta di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti: la formazione e il contenuto del documento

A prima vista il prospetto può essere considerato l'architrave della disciplina in esame. Il documento contraddistingue, infatti, sia l'offerta di strumenti di quote o azioni di OICR aperti ex artt. 98 ter ss. T.u.f., sia quella avente ad oggetto i restanti strumenti finanziari comunitari [ossia i valori mobiliari e le quote di OICR chiusi, secondo la già veduta definizione resa dall'art. 93 bis, 1° co., lett. a), T.u.f.] e altri prodotti finanziari ex artt. 94 ss. T.u.f. (51). Tuttavia, come anticipato, in entrambe le forme di sollecitazione all'investimento il prospetto assolve alla funzione di strumento di informazione indirizzato a un pubblico indistinto di destinatari, che annovera, al suo interno, dei potenziali investitori che non svolgono questa attività professionalmente, ossia dei soggetti normalmente non in grado di reperire e discernere in autonomia le informazioni necessarie ad effettuare un impiego pienamente consapevole del proprio denaro. Ne consegue che, al contrario, quando il collocamento avviene in via riservata entro una cerchia di investitori qualificati, il prospetto non si rende necessario (o,

(51) La partizione si replica anche per quanto attiene all'ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari di cui all'art. 113 T.u.f., nonché a quella relativa alle negoziazioni di quote o azioni di OICR aperti di cui all'art. 113 bis T.u.f. Peraltro, entrambi gli articoli richiamano la disciplina del prospetto per l'offerta di sottoscrizione e vendita esaminata nei seguenti paragrafi. In ogni caso, la disciplina si applica solo in relazione alla categoria degli strumenti finanziari, concetto che – come notato da attenta dottrina – rappresenta un concetto che può valere quale clausola di chiusura del sistema: cfr. MIOLA, sub art. 94, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 797. Questa suddivisione appare sostanzialmente mantenuta dal Reg. UE 2017/1129, tramite la definizione della categoria dei «titoli» di cui all'art. 2, 1° par., lett. a), secondo la quale tali sono «i valori mobiliari ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 44, della Direttiva 2014/65/UE, a eccezione degli strumenti del mercato monetario ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 17, della Direttiva 2014/65/UE aventi una scadenza inferiore a 12 mesi», a cui però vanno sottratte – fra l'altro – le «quote emesse dagli organismi d'investimento collettivo di tipo diverso da quello chiuso» ai sensi dell'art. 1, 2° par., lett. a).

almeno, non nelle forme dettate dal legislatore, dato che le informazioni anche in tali ambiti sono, comunque, normalmente veicolate tramite dei documenti: c.d. *offering circular*).

A prescindere dai casi di esclusione, che saranno successivamente richiamati e che conducono attenta dottrina a riconsiderare la funzione del prospetto quale fonte informativa (52), è comunque un dato di fatto che lo stesso legislatore sembra assegnare al documento il ruolo di fulcro della disciplina: l'art. 94, 1° co., T.u.f. si apre, infatti, disponendo che «Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto». Se ci si limitasse – per assurdo – alla sola lettura di questo principio, si potrebbe ritenere che la pubblicazione del prospetto segni l'inizio dell'operazione di collocamento; in realtà, questo momento altro non è che un passaggio intermedio, ancorché fondamentale, del procedimento che porta all'offerta pubblica (in effetti, le dà vita, almeno agli occhi dei terzi destinatari). Il procedimento inizia, infatti, con il vaglio del documento, ancora obbligatoriamente riservato, da parte della Consob, la quale è chiamata ad approvarlo quale condizione necessaria per la sua diffusione (53). La parte centrale dell'art. 94, 1° co., T.u.f. dispone, infatti, che gli stessi soggetti chiamati a pubblicare il prospetto – ossia, *in primis*, l'emittente o l'offerente, spesso per il tramite degli intermediari che li affiancano – devono preventivamente comunicare le proprie intenzioni alla Consob, allegando la bozza definitiva destinata alla pubblicazione, quando la stessa ha ad oggetto un'offerta di strumenti finanziari comunitari nelle quali l'Italia è lo Stato d'origine, oppure un'offerta di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari (54).

(52) Cfr. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2ª ed., cit., 81 ss., che, con particolare riguardo ai collocamenti in cui non viene predeterminato il prezzo di collocamento, valuta il prospetto quale strumento per valutare la congruità del prezzo, ma anche per consolidare la fiducia del potenziale investitore nell'emittente.

(53) Cfr. MIOLA, sub art. 94, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 801.

(54) In forza del rinvio racchiuso nell'art. 95, 1° co., lett. a), T.u.f., l'art. 4, 1° co., Reg. Emittenti specifica il contenuto della comunicazione che deve essere redatta in conformità al modello contenuto nell'all. IA, «ovvero con altre modalità informatiche indicate dalla Consob con apposite istruzioni», secondo la formula risultante dalla modifica operata dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, che, in questo modo, prende atto della necessità che la domanda di approvazione del prospetto o di un c.d. prospetto base, o di un documento di registrazione universale (oltre alla nota informativa sui titoli e alla nota di sintesi) debba presentarsi in formato elettronico, ai sensi dall'art. 42 Reg. delegato UE 2019/980, anche al fine della pubblicazione in forma elettronica ai sensi dell'art. 24, 2° par., Reg. UE 2017/1129. In ogni caso la comunicazione deve: a) contenere la sintetica descrizione dell'offerta, nonché l'indicazione dei soggetti che la promuovono, b) attestare l'esistenza dei presupposti necessari per

Tralasciando quanto disposto dall'ultima parte dell'art. 94, 1° co., T.u.f., che in merito alle quote o azioni di OICR chiusi rinvia alla disciplina contenuta negli artt. 43 e 44 T.u.f. e alla relativa normativa secondaria (55), il successivo 2° comma descrive il contenuto del prospetto, fissando così l'ambito del controllo che deve essere svolto dalla Consob. Il documento deve, infatti, contenere «in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti». Questa previsione – che appare sostanzialmente confermata e rafforzata dall'art. 6, 1° par., Reg. UE 2017/1129, che indica anche l'elemento delle «ragioni dell'emissione» – si traduce, in concreto, nella redazione del prospetto secondo gli schemi che sono ora racchiusi nel Reg. delega-

lo svolgimento dell'offerta, c) essere corredata dai documenti indicati nell'all. stesso; d) essere sottoscritta dall'offerente e dall'emittente.

(55) La delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019 ha provveduto ad abrogare gli artt. 23 ss. Reg. Emittenti, che disciplinavano le offerte di FIA italiani e UE chiusi, disponendo, in particolare, che la comunicazione dell'offerta, sottoscritta dall'offerente, contenesse la sintetica descrizione della stessa e l'attestazione dell'esistenza dei presupposti necessari per il suo avvio, nonché che la medesima fosse corredata dai documenti indicati nell'all. 1 del Reg. Emittenti. Tale decisione si giustifica a fronte delle nuove norme dettate dal Reg. UE 2017/1129, che uniformano la procedura di approvazione del prospetto e del suo possibile aggiornamento. Rimangono, tuttavia, ancora disciplinati dalla normativa secondaria alcuni aspetti non trattati a livello comunitario: ad esempio, l'art. 13 bis, 1° e 2° co., Reg. Emittenti, così come aggiunto dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, impone che il modulo di sottoscrizione di FIA chiusi debba contenere delle informazioni minime e debba essere trasmesso alla Consob secondo le modalità stabilite dalla stessa Commissione. Se la procedura di approvazione del prospetto (redatto secondo gli schemi previsti dal Reg. CE 2004/809), nonché quella del suo possibile aggiornamento, seguono le regole viste per gli strumenti finanziari comunitari, per quanto attiene al modulo di sottoscrizione esso se ne discosta, in quanto deve contenere gli elementi di identificazione dell'offerta, nonché le informazioni circa i fondi o comparti dei FIA offerti in Italia e delle relative classi; gli elementi e le informazioni da indicare secondo quanto previsto dal regolamento di gestione o dallo statuto del FIA; i costi applicati in Italia; i mezzi di pagamento previsti e i relativi giorni di valuta; i casi in cui si può esercitare il recesso; le informazioni circa gli incentivi dei soggetti incaricati del collocamento o della commercializzazione. Inoltre, al prospetto deve essere allegata un'appendice che contenga le informazioni non già racchiuse nel prospetto ed elencate nell'art. 23, 1° e 2° par., Dir. UE 2011/61, nell'art. 14 e dalla sez. B dell'all. al Reg. UE 2015/2365, che deve essere resa pubblica secondo i modi e tempi previsti per il prospetto. Risultano, invece, immutate la disciplina per la commercializzazione al dettaglio dei FIA italiani chiusi di cui all'art. 28 quinquies Reg. Emittenti e quella per la commercializzazione al dettaglio in Italia di FIA UE da parte di GEFIA o Sgr di cui agli artt. 28 septies e 28 octies Reg. Emittenti, oltre a quella relativa ai FIA UE offerti da GEFIA UE di cui all'art. 28 novies Reg. Emittenti, che, se i fondi sono chiusi, ricalcano i passaggi della disciplina primaria e secondaria di seguito illustrata.

to UE 2019/979 e che sostituiscono quelli allegati al previgente Reg. CE 2004/809 (56), mentre, per i restanti prodotti finanziari, la Consob è ancora chiamata a stabilirne il contenuto su richiesta dell'emittente o dell'offerente «laddove questo non sia stato definito in via generale», ai sensi dell'art. 5, 2° co., Reg. Emittenti, così come modificato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, che dà atto, in questo modo, del fatto che il nuovo Reg. UE 2017/1129 e il connesso Reg. delegato UE 2019/979, grazie al «prospetto di base», al «documento di registrazione universale», nonché al «prospetto UE per la crescita», offrono una disciplina più ampia di quella resa dal regime offerto dai precedenti c.d. «Dir. e Reg. prospetti» (57).

In ogni caso, risulta facile cogliere come la vastità delle informazioni che riguardano tanto il presente, quanto il futuro dell'emittente (58), le caratteristiche del prodotto offerto e le finalità dello stesso, unite agli spazi discrezionali piuttosto ampi dell'intervento dell'*Authority* (essendo basato il giudizio di quest'ultima su una valutazione prospettica, che implica, ai sensi dell'art. 94, 5° co., T.u.f., che la stessa possa imporre la comunicazione di informazioni ulteriori, se giudicate necessarie per la tutela degli in-

(56) A tal proposito va notato che la raccomandazione n. 0096857 del 28 febbraio 2016, fissava le Linee guida in materia di inserimento e redazione delle «Avvertenze per l'Investitore» dei prospetti di offerta al pubblico, sezione informativa non prevista dal Reg. CE 2004/809, ma che si era andata affermando nella prassi; quest'ultima risulta ora codificata minuziosamente a livello europeo, tanto nel contenuto nella nota di sintesi ai sensi dell'art. 7, 5° par., Reg. UE 2017/1129, quanto nei singoli modelli di prospetto approntati dal Reg. UE delegato 2019/980.

(57) A seguito delle modifiche operate dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019 all'all. 1B del Reg. Emittenti, la definizione del contenuto da parte della Commissione riguarda solo il prospetto relativo alle quote o alle azioni di fondi comuni di investimento mobiliare aperti/Sicav di diritto italiano rientranti nell'ambito di applicazione della Dir. CE 2009/65 o della Dir. UE 2011/61, nonché quello relativo ai fondi comuni di investimento mobiliare aperti/Sicav di diritto europeo rientranti nell'ambito di applicazione della Dir. UE 2011/61 oltre allo schema del documento per la quotazione di OICVM europei, dato che i restanti prodotti finanziari rientranti nella categoria dei «titoli» di cui all'art. 2, 1° par., lett. a) Reg. UE 2017/1129 (a cui vanno però sottratti quelli che rientrano nelle eccezioni di applicabilità dello stesso Reg. di cui all'art. 1, 2° par.) risultano direttamente delineati dal Reg. delegato UE 2019/980, il quale, contiene, nei suoi numerosi allegati, i modelli di prospetto, ripartiti fra i documenti di registrazione e i modelli di prospetto UE della crescita; a questi si aggiungono i modelli da adottare per la pubblicazione delle note informative sui titoli delle informazioni supplementari da includere nel prospetto. In forza dell'entrata in vigore della nuova disciplina comunitaria e della sua maggior portata applicativa viene così meno la definizione nazionale dei prospetti d'offerta dei prodotti finanziario-assicurativi di tipo *Unit Linked* e *Index Linked* e dei prodotti finanziari di capitalizzazione, ossia, rispettivamente, le polizze di ramo III, previste dall'art. 2, co. 1°, Cod. ass., le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di OICR o di fondi interni, oppure a indici o ad altri valori di riferimento, nonché i contratti di ramo V, previsti dagli artt. 2, 1° co., e 179, 1° co., Cod. ass. In merito a queste ultime cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª ed., cit., 97.

(58) Cfr. COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 73 s.

investitori)
disposizio
bile da im
le del 5° c
sintesi, re
senti in n
chiave» d
b) del 1° c
n. 21016
delle anal

(59) Il r
plinato dal c
che dagli art
n. 21016 del
rale pari a d
compresi tut
menti divers
specifiche co
sensi del suc
mento nell'a
«i titoli dive
dell'offerent
mentato», o
o che non a
esercizio di c
da un sogget
il successivo
prospetto di
approvato e
le condizioni
che indichi l
successivo. I
ziari diversi c

(60) Cfr.
2003, 12 s.; *F*
plina del mer

(61) Il r
Emittenti, c
coordiname
regime previ
cfr. RAGNO,
s], che aveva
ricadere su «
nale discipli
dei prodotti
UE 2017/112

investitori) (59), comportano che questo obbligo sia adempiuto mettendo a disposizione dei destinatari un'ingente messe di dati, non facilmente gestibile da investitori non evoluti (60). Per agevolare questi ultimi la parte finale del 5° comma impone che il prospetto sia accompagnato da una nota di sintesi, redatta nella lingua in cui il prospetto è stato scritto (61), che presenti in modo conciso ed evitando espressioni tecniche, le «informazioni chiave» dell'offerta, il cui contenuto, a seguito dell'abrogazione, della lett. b) del 1° comma dell'art. 3 Reg. Emittenti ad opera della delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, deve essere considerato coincidere con quello delle analoghe informazioni contenute nella nota di sintesi ai sensi dell'art.

(59) Il meccanismo di integrazione è alla base del c.d. prospetto di base, che veniva disciplinato dal combinato dell'art. 5, 2° par., Dir. CE 2003/71 e dell'art. 26 Reg. CE 2004/809, oltre che dagli artt. 6 e 10, 2° e 4° co., Reg. Emittenti, previsioni ora abrogate dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, che ammettevano l'adozione del documento – con validità temporale pari a dodici mesi – per le offerte aventi oggetto gli strumenti diversi dai titoli di capitale, compresi tutti i tipi di *warrant*, emessi nel quadro di un programma di offerta, nonché gli strumenti diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche nel rispetto di specifiche condizioni, il cui prospetto era valido fintanto che gli strumenti risultavano emessi ai sensi del successivo 4° comma. Come anticipato il prospetto di base trova conferma e rafforzamento nell'art. 8 Reg. UE 2017/1129, che, al 1° paragrafo, ammette ancora la sua adozione per «i titoli diversi dai titoli di capitale, compresi tutti i tipi di *warrant* [...] a scelta dell'emittente, dell'offerente o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato», ossia per tutti i valori mobiliari che non siano azioni o prodotti finanziari equivalenti o che non attribuiscono il diritto di acquisire i summenzionati titoli mediante conversione o esercizio di diritti che essi conferiscono, qualora emessi dall'emittente delle azioni sottostanti o da un soggetto appartenente al medesimo gruppo; in merito alla validità del prospetto di base il successivo 11° paragrafo dispone che l'offerta pubblica possa continuare dopo la scadenza del prospetto di base con il quale è stata avviata a condizione che un nuovo prospetto di base venga approvato e pubblicato entro l'ultimo giorno di validità del prospetto di base precedente e che le condizioni definitive dell'offerta contengano un'avvertenza, in evidenza sulla prima pagina, che indichi l'ultimo giorno di validità del documento precedente e dove sarà pubblicato quello successivo. Tale previsione non trova però applicazione per i prospetti inerenti i prodotti finanziari diversi dai titoli, i quali sono validi dodici mesi ai sensi dell'art. 10, 2° co., Reg. Emittenti.

(60) Cfr., *ex multis*, PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, 2003, 12 s.; R. VIGLIONE, *Circolazione di prodotti finanziari*, cit., 63 s.; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª ed., cit., 324 s.

(61) Il regime linguistico del prospetto e della nota di sintesi è disciplinato dall'art. 12 Reg. Emittenti, così come modificato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019 in forza del coordinamento con la disciplina specifica racchiusa nell'art. 27 Reg. UE 2017/1129. Rispetto al regime previgente legato all'applicazione dell'art. 19 Dir. CE 2003/71 [per un'analisi del quale cfr. RAGNO, *Il prospetto informativo*, in VELLA (a cura di), *Banche e mercati finanziari*, cit., 355 s.], che aveva cura di fissare che l'alternativa all'italiano (ma non per la nota di sintesi) doveva ricadere su «una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale», l'attuale disciplina secondaria impone l'idioma nazionale anche per il prospetto inerente le offerte dei prodotti finanziari diversi dai titoli, così come individuati dall'art. 2, 1° par., lett. a), Reg. UE 2017/1129, oltre che per l'offerta di titoli svolta in Italia quale Stato membro d'origine.

7 Reg. UE 2017/1129 (62). L'ultima parte dell'art. 94, 2° co., T.u.f. precisa che la nota di sintesi così composta, unitamente al prospetto, deve poter fornire le informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino a valutare se investire in essi. Nell'intento del legislatore la nota di sintesi assolve, quindi, il ruolo di fonte informativa iniziale, utile ad attrarre l'attenzione del potenziale investitore, il quale può così decidere se approfondire, o meno, la conoscenza dell'emittente e del prodotto proposto tramite il prospetto (così, similmente, dispone anche l'art. 7, 1° par., Reg. UE 2017/1129) (63). La conferma di questa finalità emerge dall'art. 94, 10° co., T.u.f., che specifica che la semplice lettura della nota di sintesi non può dare luogo a responsabilità per danni, a meno che la stessa non risulti fuorviante, imprecisa o incoerente quando letta insieme al (resto del) prospetto oppure, qualora ciò avvenga, la stessa ometta delle «informazioni chiave» (64), che si rendano necessarie per gli investitori per valutare se sottoscrivere o acquistare i prodotti finanziari offerti (previsione che, peraltro, trova sostanziale conferma nell'art. 11, 2° par., Reg. UE 2017/1129) (65).

Va osservato, tuttavia, che lo scopo di prima fonte di informazione assolto dalla nota di sintesi sembra destinato a concretizzarsi più facilmente nei confronti degli investitori che svolgono professionalmente tale attività, rispetto a quelli occasionali (66). Come evidenziano gli studi condotti a

(62) Ai sensi del 1° paragrafo dell'art. 7 Reg. UE 2017/1129 sono tali, in particolare, le informazioni «di cui gli investitori necessitano per comprendere la natura e i rischi dell'emittente, del garante e dei titoli che sono offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che deve essere letta insieme con le altre parti del prospetto per aiutare gli investitori al momento di valutare l'opportunità di investire in tali titoli».

(63) Cfr., *ex multis*, COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11ª ed., cit., 56.

(64) La previsione racchiusa nell'art. 5, 3° co., Reg. Emittenti, secondo cui la nota di sintesi, recante le informazioni-chiave, doveva essere redatta secondo le modalità previste dal Reg. CE 2004/809 e s.m. e doveva essere elaborata secondo un formato comune, per facilitarne la comparazione con le note di sintesi di prodotti finanziari simili, è stata abrogata ad opera della delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019. Il Reg. delegato UE 2019/979, di prossima entrata in vigore, agli artt. da 2 a 8 e relativi allegati, favorisce, infatti, tale comparazione, approntando i modelli di informazioni chiave da inserirsi nella nota di sintesi riguardanti i collocamenti realizzati da parte di emittenti non finanziari di titoli di capitale o titoli diversi; enti creditizi e imprese di assicurazione; società veicolo che emettono titoli a fronte di cartolarizzazioni; fondi chiusi, ecc. Per i modelli specificatamente approntati, l'art. 1 Reg. delegato UE 2019/979, dispone che le informazioni chiave da inserirsi nella nota di sintesi debbano essere le stesse contenute nei modelli di prospetto di cui al Reg. delegato UE 2019/980.

(65) La medesima norma impone che la limitazione di responsabilità – e, quindi, la complementarietà della nota di sintesi rispetto al prospetto – sia chiaramente evidenziata nella stessa nota.

(66) Ampia dottrina sostiene, a tal proposito, che scopo primario dell'informazione rivolta al mercato sia quello di permettere una valutazione dell'adeguatezza del prezzo degli strumenti

partire da
risparmiati
assumere
schi, quar
avvertita l
non profet
te ad oggi
vuole, del
2017/1129
tenuti nel
alfabetizz
blico (68)
l'obbligo
allo scopo
possa risi
tenzione
pubblicità
2° par., R
nere, in f
informaz
dere a un
patrimoni

offerti da p
BRUNO, *L'a
Napoli, 201
economica,*

(67) C
base un nu
TAZIONE LI
degli italia
ziaria e vide
indagini st
agli ultimi
delle donne

(68) S
«imprendit
sibilmente,
come migl

(69) S

(70) T
e in preced
Testo Ume
e GASPARE

partire dai primi scandali finanziari di inizio secolo, la preparazione del risparmiatore medio è, infatti, ancora alquanto limitata e poco adatta ad assumere decisioni di investimento pienamente consapevoli tanto dei rischi, quanto delle opportunità (67); benché in questi ultimi anni sia stata avvertita la necessità di migliorare l'educazione finanziaria degli investitori non professionali, almeno allo stato e, in particolare, per l'offerta avente ad oggetto buona parte degli strumenti finanziari comunitari [o, se si vuole, della categoria dei «titoli» di cui all'art. 2, 1° par., lett. a), Reg. UE 2017/1129], sembra, dunque, corretto sostenere che la quantità di dati contenuti nella sola nota di sintesi richieda, comunque, un discreto grado di alfabetizzazione finanziaria, che è ancora piuttosto raro fra il grande pubblico (68). Dato questo scenario non sembra fuori luogo domandarsi se l'obbligo imposto all'emittente/offrente di pubblicare una nota di sintesi allo scopo di fornire al vasto pubblico una semplificazione del prospetto possa risultare, in concreto, un impegno poco utile al fine di attirare l'attenzione dei potenziali investitori, attesa la maggior efficacia dei messaggi pubblicitari (69). Tale dubbio, peraltro, non viene sciolto dall'art. 6, 1° e 2° par., Reg. UE 2017/1129, che conferma come il prospetto dovrà contenere, in forma «facilmente analizzabile, succinta e comprensibile» (70) le informazioni necessarie e rilevanti affinché un investitore «possa procedere a una valutazione con cognizione di causa» in merito alla situazione patrimoniale, a quella finanziaria, ai risultati economici e alle prospettive

offerti da parte degli intermediari e degli operatori professionali: sul punto cfr., *ex multis*, S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, 100 ss.; PERRONE, *Informazione al mercato*, cit., 10 ss.; SARTORI, *Informazione economica*, cit., 78 ss.

(67) Cfr., *ex multis*, BRANDIMARTI, MOSCAROLA, FORNERO, *La conoscenza finanziaria di base: un nuovo strumento di progresso individuale e sociale*, in CENTRO DI RICERCA E DOCUMENTAZIONE LUIGI EINAUDI e INTESA SAN PAOLO, *Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2017*, a cura di Giuseppe Russo, 95, che, in merito ai livelli di educazione finanziaria evidenziata da molteplici studi internazionali, confermano, in particolare, sulla base di indagini statistiche, come «L'Italia, in particolare, si colloca, assieme a Portogallo e Spagna, agli ultimi posti nella graduatoria dei Paesi europei, con un forte divario di genere a sfavore delle donne».

(68) Sul punto cfr. DENOZZA, *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore imprenditore di se stesso*, in AA.VV., *I servizi del mercato finanziario*, cit., 156 ss., che, condivisibilmente, sottolinea la necessità che gli investitori debbano migliorare la propria preparazione come miglior difesa dei propri interessi.

(69) Sui quali v., *infra*, par. 5.

(70) Trova così conferma il c.d. modello «plain English», già adottato dal Reg. CE 809/2004 in precedenza formulato dalla SEC: cfr. MIOLA, sub art. 94, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 802 s.; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 94, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1067.

dell'emittente e degli eventuali garanti, ai diritti connessi ai titoli, nonché alle ragioni dell'emissione e dell'impatto della stessa sull'emittente (71).

In ogni caso, l'impegno richiesto all'emittente/offidente trova un bilanciamento nella riduzione dei costi sofferti derivante dalla standardizzazione del contenuto del prospetto, che, eventualmente, può essere suddiviso in atti distinti, rappresentati dal documento di registrazione che contiene le informazioni sull'emittente, dalla nota informativa sugli strumenti e sui prodotti offerti e dalla nota di sintesi, ai sensi dell'art. 94, 4° co., T.u.f., aggiornabili singolarmente come conferma l'art. 10, 2° e 3° par., Reg. UE, facilitando in questo modo collocamenti multipli effettuati da un medesimo emittente (c.d. *shelf registration*) (72).

Benché il fine principale dell'obbligo imposto di redigere i prospetti dedicati agli strumenti finanziari comunitari secondo i modelli messi a disposizione dai regolamenti comunitari ai sensi dell'art. 94, 3° co., T.u.f. [oppure di quelli approntati dalla Consob, quando il modello di prospetto è delegato dalla normativa europea ai sensi dell'art. 95, 1° co., lett. b), T.u.f., oppure per gli strumenti finanziari comunitari privi di un modello di prospetto, che viene approntato dall'*Authority* su richiesta dell'emittente o dell'offerente ai sensi dell'art. 94, 6° co., T.u.f.] sia quello di permettere una più facile comparazione dei prodotti offerti, data la struttura rigida

(71) In ottica di riforma non sembra fuori luogo suggerire come il legislatore europeo avrebbe potuto optare a favore di un minor impegno dell'emittente/offidente, imponendo, in un primo momento, il solo obbligo di rendere note le informazioni minime necessarie a comunicare l'offerta e il relativo prodotto sulla falsariga di quanto già disposto per la pubblicità *ex art.* 101 T.u.f., imponendo la consegna del solo prospetto in forma estesa, ossia depurato dalla nota di sintesi (che l'art. 7, 2° e 3° par., Reg. UE 1129/2017, definisce come «un'introduzione al prospetto», ovvero un «documento breve, scritto, in maniera concisa e di una lunghezza massima di sette facciate in formato A4», il cui contenuto è fortemente dettagliato nei par. da 4 a 8 dello stesso articolo), solamente a chi ne avesse fatto specifica richiesta; nel caso di un investitore «al dettaglio» il legislatore avrebbe potuto imporre che la consegna dovesse avvenire per il tramite di un intermediario prestatore del servizio di consulenza, favorendo, in questo modo, l'effettiva comprensione delle informazioni rese da parte del destinatario finale e, al contempo, limitando *ex ante* le richieste di consegna della documentazione poco motivate, oppure del tutto incompatibili con i profili di rischio del potenziale investitore.

(72) L'entrata in vigore del Reg. UE 2017/1129 ha comportato l'abrogazione dei commi dal 4° bis al 7° dell'art. 5. Reg. Emittenti, da parte della delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, in quanto tali disposizioni replicavano sostanzialmente quanto ora disposto dalla disciplina europea di diretta applicazione, prevedendo, in sintesi, che qualora il documento di registrazione fosse già stato approvato, il collocamento di prodotti doveva richiedere solo la redazione della nota informativa sui prodotti finanziari e della nota di sintesi, a meno che il documento di registrazione non dovesse essere aggiornato con un apposito supplemento redatto ai sensi dell'art. 94, 7° co., T.u.f., oppure con delle informazioni *ad hoc* riportate nella nota informativa; per un'analisi della disciplina previgente cfr. FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 94, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1070 s.

dei model
parte dei
ne delle in
evitando
fine della
Commissi
necessità
razione: l'
Consob d
suppleme

L'esig
mittente e
ficativo, c
che sia so
il prospetti
mite un a
7° co., T.u
che agli e
chiuse nel
cazione e
L'aggiorn
tori che al
sempre ch
della chiu
diritto, ai
giorni lav

(73) Cfr.

(74) Int
offerta siano
che tali parti
previsto dall
luglio 2019, :
l'*authority* ai
da alla Com
alle negoziaz
ai sensi dell'
di specifici c
tale potere in
strumenti fin
di), *Commen*

dei modelli e, quindi, una più facile confrontabilità delle informazioni da parte dei destinatari (73), è altrettanto evidente come la predeterminazione delle informazioni necessarie abbatta i costi e i tempi dell'operazione, evitando la necessità di instaurare un costante dialogo con l'*Authority* al fine della formazione del documento. Ciò non esclude, tuttavia, che la Commissione possa non voler adattare il modello al fine di rispondere alla necessità di tutela degli investitori che sorgono in merito alla specifica operazione: l'art. 94, 5° co., T.u.f. dispone, infatti, che in un simile scenario, la Consob debba esigere che nel prospetto siano inserite delle informazioni supplementari (74).

L'esigenza che il prospetto rappresenti appieno le caratteristiche dell'emittente e del prodotto offerto impone, inoltre, che qualunque fatto significativo, ovvero idoneo ad influire sulla valutazione dei prodotti offerti, che sia sopravvenuto o sia stato rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui si chiude l'offerta, debba essere pubblicato tramite un apposito supplemento. Lo stesso obbligo – contenuto nell'art. 94, 7° co., T.u.f., e confermato dall'art. 23 Reg. UE 2017/1129 – abbraccia anche agli errori materiali o le imprecisioni riguardanti le informazioni racchiuse nel prospetto, che siano stati rilevati successivamente alla pubblicazione e che possono influire sull'apprezzamento dei prodotti proposti. L'aggiornamento del prospetto comporta, quindi, il diritto per gli investitori che abbiano già aderito all'offerta di revocare la propria accettazione, sempre che i fatti nuovi, gli errori o le imprecisioni siano intervenuti prima della chiusura dell'offerta o della consegna dei prodotti finanziari. Tale diritto, ai sensi dell'art. 95 bis, 2° co., T.u.f. può essere esercitato entro due giorni lavorativi dalla pubblicazione del supplemento, ma può essere pro-

(73) Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª ed., cit., 329.

(74) Intervento che può essere prevenuto qualora le specificità riguardanti l'operazione di offerta siano illustrate all'*authority* dall'emittente e/o dall'offerente al fine di valutare gli effetti che tali particolarità possono avere sui contenuti del prospetto (c.d. *pre filing*), così come era già previsto dall'art. 4, 2° co., Reg. Emittenti, ora abrogato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, a fronte della specifica previsione in merito alla attuale possibilità di interagire con l'*authority* ai sensi dell'art. 20, 7° par. Reg. UE 2017/1129. Inoltre l'art. 95, 4° co., T.u.f. demanda alla Commissione la possibilità di decidere quali strumenti o prodotti finanziari, ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati, ovvero diffusi tra il pubblico in maniera rilevante ai sensi dell'art. 116 T.u.f., individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, debbano avere un contenuto predeterminato: per una critica di tale potere in relazione a quello del Ministero dell'Economia di individuare nuove categorie di strumenti finanziari ex art. 18, 5° co., lett. a), T.u.f., cfr. C. RUSSO, sub art. 95, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, I, cit., 918 s.

rogato dall'emittente o dall'offerente, i quali devono avere cura di indicare la data ultima per l'esercizio del diritto (75).

3.1. (Segue): l'approvazione e la pubblicazione; le responsabilità nei confronti degli investitori

L'art. 94 bis, 1° co., T.u.f. dispone che la Consob debba verificare la completezza del prospetto presentato dall'emittente/offerente, anche sotto i profili della coerenza delle informazioni fornite e della loro comprensibilità per un pubblico indistinto di investitori: la previsione sarà destinata a subire una profonda modifica a fronte del fatto che il Reg. delegato UE 2019/980, agli artt. 36, 37 e 38, fornisce una sorta di *check list* per verificare la completezza, la comprensibilità e la coerenza delle informazioni contenute nel prospetto, prevedendo, in ogni caso, all'art. 40, che, se necessario, si possano adottare dei criteri suppletivi per la tutela degli investitori (76). Anche la procedura di analisi propedeutica all'eventuale approvazione risulta ora direttamente disciplinata dagli artt. da 42 a 45 del Reg. delegato UE 2019/980 e ciò priva di gran parte di valore la delega contenuta nel 2° comma dell'art. 94 bis T.u.f., a mezzo della quale la Consob è chiamata a stabilire i termini, le modalità e la procedura d'indagine (77). La medesima

(75) Si deve presumere, peraltro, che in caso di concessione della proroga la mancata indicazione materiale del termine per l'esercizio del recesso giochi a sfavore unicamente dell'offerente, il quale non potrà opporre al recedente l'esercizio tardivo del diritto, data la finalità di tutela dell'investitore.

(76) Questa funzione si estende anche all'approvazione del prospetto avente ad oggetto titoli di debito bancari non destinati alla negoziazione in un mercato regolamentato, procedura la cui efficienza potrà essere assicurata in forza degli accordi di collaborazione che la Consob è chiamata a stipulare con la Banca d'Italia in forza dell'art. 94 bis, 4° co., T.u.f.

(77) La normativa secondaria racchiusa nell'art. 8 Reg. Emittenti ha subito, infatti, ampie modifiche ad opera della delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, la quale si è limitata a riempire i pochi spazi lasciati vuoti dal legislatore europeo. In questa direzione, in particolare, il 1° comma detta i tempi della procedura, disponendo che, se completa, la domanda di approvazione prende data dal giorno in cui la stessa perviene alla Consob e, se quest'ultima ritiene, «per motivi ragionevoli», che la domanda di approvazione o le informazioni o i documenti alla stessa allegati siano incompleti, ne deve informare l'emittente o l'offerente entro dieci giorni lavorativi e la domanda di approvazione prende data dal giorno in cui pervengono alla Consob le informazioni e la documentazione prescritte; in ogni caso le informazioni e i documenti mancanti debbono essere inoltrati alla Consob, a pena di decadenza e chiusura del relativo procedimento, entro dieci giorni lavorativi dal giorno in cui l'emittente o l'offerente ha ricevuto la richiesta. Il successivo comma 4° bis dispone, inoltre, che devono essere inviate alla Consob a pena di decadenza, entro dieci giorni lavorativi, le modifiche o le informazioni supplementari richieste per soddisfare i criteri di completezza, comprensibilità e coerenza necessari per l'approvazione della bozza di prospetto, oppure entro cinque giorni lavorativi

norma pone
ne nei termi
prospetto; i
la degli inve
cosi come fi

In merit
l'opinione c
ta a garanti
dino la cor
delle inform
stesse a rap
contenute)
che le infor
riconoscibi

qualora debba
emittenti frequ
nuovo signific
che possano in
mento in cui è
successivo, il r
fissa poi i terr
o di informazi
prospetto non
consistente in
nel caso di ap
offerta pubbli
nili negoziati
al pubblico; in
ulteriori cinq

(78) La t
la lett. f bis)
procedure org
prospetto, an
le. Per un es
art. 94 bis, in

(79) Cfr.
na è pressoch
Testo Unico e
Prospetto inf
Informazione
ss; ANNUNZI
PUPPIENI, op

(80) Per
Consob sano
PALMIERI, R
pubblica ann

norma pone quale limite il principio secondo il quale la mancata decisione nei termini previsti non possa costituire un'approvazione implicita del prospetto: in ogni caso, la procedura dovrà soddisfare i principi della tutela degli investitori, nonché dell'efficienza e della trasparenza del mercato, così come fissati dall'art. 91 T.u.f. (78).

In merito alla portata del giudizio che deve svolgere la Consob, prevale l'opinione che esso consti in una mera autorizzazione amministrativa volta a garantire la trasparenza e che, quindi, i profili di indagine non riguardino la convenienza del prodotto, ma solo l'adeguatezza e completezza delle informazioni veicolate al pubblico (intese anche quale idoneità delle stesse a rappresentare, nonché a far comprendere, i fatti o i dati in esso contenute) (79), senza tuttavia dover assicurare la loro veridicità, a meno che le informazioni non appaiano palesemente false e, quindi, facilmente riconoscibili dalla Commissione stessa (80).

qualora debba essere integrato un prospetto consistente in documenti separati redatti dagli emittenti frequenti, oppure debba essere data menzione in un apposito supplemento di un fatto nuovo significativo, errore o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che possano influire sulla valutazione dei titoli e che sopravvengano o siano rilevati tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui si chiude il periodo di offerta o, qualora successivo, il momento di inizio della negoziazione in un mercato regolamentato. Il 5° comma fissa poi i termini massimi della procedura, disponendo che nel caso di richieste di modifiche o di informazioni supplementari, la durata complessiva del procedimento di approvazione del prospetto non può eccedere: i trenta giorni lavorativi nel caso di aggiornamento di un prospetto consistente in documenti separati redatti dagli emittenti frequenti; i quaranta giorni lavorativi nel caso di approvazione di un normale prospetto; i sessanta giorni lavorativi nel caso di una offerta pubblica riguardante titoli emessi da un emittente che non abbia alcun titolo ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato e che in precedenza non abbia mai offerto titoli al pubblico; in ogni caso, solo eccezionalmente la Consob potrà prorogare i suddetti termini di ulteriori cinque giorni lavorativi.

(78) La delega è stata parzialmente specificata dall'art. 1, d.lgs. 184/2012, che ha inserito la lett. f bis) del 1° comma, dell'art. 95 T.u.f., che dispone che la Consob delinea anche «le procedure organizzative e decisionali interne per l'adozione dell'atto finale di approvazione del prospetto, anche mediante attribuzione della competenza a personale con qualifica dirigenziale». Per un esame della norma prima di tale modifiche cfr. FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 94 bis, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1092.

(79) Cfr. la comunicazione Consob DEM/9025240 del 24 marzo 2009. Sul punto la dottrina è pressoché concorde: cfr., *ex multis*, MIOLA, sub art. 94, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 805; COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11ª ed., 57 s.; ATTANASIO, *Prospetto informativo e responsabilità della Consob*, Napoli-Roma, 2010, 67 ss.; SARTORI, *Informazione economica*, cit., 83 ss.; PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2ª ed., cit., 81 ss.; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª ed., cit., 326 s.; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, *op. cit.*, 1093 s.

(80) Per una ricostruzione della responsabilità - di natura extracontrattuale - della Consob sancita da Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, in *Foro it.*, 2001, I, 1139 ss., con nota di A. PALMIERI, *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*, (che, riguardava, in particolare, un collocamento di prodotti atipici il

A questo primo rinvio alla disciplina secondaria si aggiunge l'ulteriore contenuto nell'art. 95, 1° co., lett. c) e d), T.u.f., che demanda all'*Authority* il compito di dettare la normativa attuativa circa le modalità da osservare per diffondere notizie, per svolgere indagini di mercato, o per raccogliere intenzioni di acquisto o di sottoscrizione, oltre a quelle di svolgimento dell'offerta, anche al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari. La disciplina di questi aspetti si ritrova ora maggiormente dettagliata negli artt. 21 e 22 Reg. UE 2017/1129, nonché negli artt. da 13 a 17 Reg. UE delegato 2019/979: conseguentemente la delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019 ha provveduto a modificare gli artt. 34 decies, 34 sexies, 9 e 34 quinquies Reg. Emittenti, che disciplinano, rispettivamente, lo svolgimento di indagini di mercato e la raccolta delle intenzioni di acquisto (81), la colle-

cui prospetto era affetto da evidenti falsità), poi ridotta dalla limitazione di responsabilità contenuta nell'art. 24, 6° bis co., l. 262/2005 e introdotta dall'art. 4, 3° co., lett. d), d.lgs. 303/2006, cfr., *ex multis*, RORDORF, *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, V, 266 ss.; ROMAGNOLI, *La Consob e la sollecitazione all'investimento: esercizio di poteri e obblighi nei confronti degli investitori*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 759 s.; VELLA, *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*, in *Analisi giur. ec.*, 2002, I, 295 ss.; MONTALENTI, *Responsabilità civile e mercato finanziario: organo di controllo e false informazioni da prospetto*, in *Analisi giur. ec.*, 2002, I, 261 ss.; COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 76 ss.; SARTORI, *op. ult. cit.*, 260 ss.; BALZARINI, *sub artt. 94 e 94 bis*, in GRIPPO (a cura di), *Commentario delle società*, III, *Testo unico della finanza, rito societario, modelli di statuti, appendice legislativa*, Torino, 2009, 1793 s.; M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009, 140 ss.; ATTANASIO, *op. cit.*, 53 ss.; POLI, *L'offerta al pubblico di sottoscrizione*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, 2ª ed., Padova, 2010, 902 ss. Per la natura solidale della responsabilità della Consob con quella dell'offerente cfr. App. Milano, 21 ottobre 2003, con nota di S. RUSSO, *Responsabilità della Consob per mancato controllo del prospetto*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 653 ss.

(81) L'art. 34 decies Reg. Emittenti, così come modificato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, detta i termini per la diffusione di notizie riguardanti l'offerta, oltre che per l'attività di svolgimento di indagini e di raccolta delle intenzioni di acquisto o di sottoscrizione di strumenti finanziari per i quali è prevista la successiva pubblicazione del prospetto, imponendo che l'offerente, l'emittente e il responsabile del collocamento, oltre al rispetto di quanto previsto dall'art. 22 Reg. UE 2017/1129, nonché «delle disposizioni attuative» (ossia, in particolare, dell'art. 16 Reg. UE delegato 2019/979 in tema di informazioni sulle offerte e loro coerenza con il prospetto), precisino che le intenzioni d'acquisto o sottoscrizione raccolte non costituiscono proposte di acquisto. Per un'analisi della tecnica del c.d. *open price book building* cfr. SARTORI, *Informazione economica*, cit., 87 s. L'obbligatoria coerenza fra le informazioni diffuse e quelle contenute nel prospetto si collega all'art. 34 sexies, 1° co., Reg. Emittenti, così come modificato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, che prevede che l'emittente, l'offerente, l'intermediario incaricato dell'offerta, nonché i soggetti che si trovano in rapporto di controllo con essi e quelli che svolgono servizi connessi all'emissione o al collocamento, si debbano attenere a principi di correttezza, trasparenza e parità di trattamento dei destinatari dell'offerta al pubblico che si trovino in identiche condizioni e si astengono dal diffondere notizie non coerenti con il prospetto o idonee ad influenzare l'andamento delle adesioni. A tal proposito il 2° comma precisa che l'offerente e i soggetti incaricati del collocamento rispettino

gata diffusio
nonché le re

A seguit
tezza ed è, c
to il docum

le modalità op
attività necess
esercizio di diri
di collocamen
3, 1° par., n. 3°
mittente conte

(82) L'art
2019, si limita
Consob non c
vazione, secur
giustifica a fro
del prospetto:
documenti dis
forma elettro
sione alla neg
che provvedo
servizio finan
missione alla

(83) L'ar
n. 21016 del
toscrizione, a
indicate nel p
dell'operazio
richiamo al p
la pubblicazio
dell'art. 23, 3
un'agevole le
attenta dottri
cfr. COSTI, *Il*
FRATINI e GA
di forma può
ai sensi dell'art
ed., cit., 327.
l'offerta così
dovrà assicu
sia previsto u
dall'intermec

(84) L'a
dall'art. 6 R
pubblicato, s
ordura di req
giuridica, né
cificano la p
negoziatio

gata diffusione di notizie, il procedimento di pubblicazione dell'offerta (82) nonché le regole per la realizzazione della stessa (83).

A seguito dell'approvazione del prospetto, cade l'obbligo della riservatezza ed è, quindi, possibile la sua pubblicazione (84). Da questo momento il documento assolve la sua funzione di invito all'investimento rivolto

le modalità operative indicate nel prospetto, nonché compiano, con la massima tempestività, le attività necessarie per il perfezionamento dell'investimento e quelle comunque connesse all'esercizio di diritti degli investitori; il successivo 3° comma aggiunge che i membri del consorzio di collocamento trasmettano copia delle proprie raccomandazioni, così come definite dall'art. 3, 1° par., n. 35, Reg. UE 2014/596 alla Consob, in formato elettronico ricercabile, nonché all'emittente contestualmente all'inizio della distribuzione.

(82) L'art. 9 Reg. Emittenti, come modificato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, si limita ora a disporre unicamente che il prospetto approvato venga depositato presso la Consob non oltre la fine del primo giorno lavorativo successivo alla comunicazione di approvazione, secondo le modalità dettate nella stessa comunicazione. La modifica così operata si giustifica a fronte del fatto che l'art. 21 Reg. UE 2017/1129 dettaglia i termini di pubblicazione del prospetto; in particolare, il 2° paragrafo prevede che il prospetto, anche se costituito da documenti distinti, venga considerato a disposizione del pubblico quando risulta pubblicato in forma elettronica sul sito web dell'emittente, dell'offerente o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, o su quello degli intermediari finanziari che provvedono al collocamento o alla vendita dei titoli, compresi gli organismi incaricati del servizio finanziario, oppure ancora su quello del mercato regolamentato in cui è chiesta l'ammissione alla negoziazione del gestore dell'MTF.

(83) L'art. 34 quinquies, 2° co., Reg. Emittenti, come modificato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, dispone che l'adesione all'offerta sia effettuata mediante la sottoscrizione, anche in forma telematica, dell'apposito modulo o con altre modalità equivalenti indicate nel prospetto; il modulo di adesione dovrà contenere gli elementi di identificazione dell'operazione, l'avvertenza che l'aderente può ricevere gratuitamente copia del prospetto, il richiamo al paragrafo «fattori di rischio» contenuto nel prospetto, oltre alle informazioni circa la pubblicazione di un supplemento al prospetto e del diritto di revoca dell'adesione ai sensi dell'art. 23, 3° par., 1° e 3° co., Reg. UE 2017/1129, in ogni caso con carattere che ne consenta un'agevole lettura. Le previsioni così modificate sembrano corroborare la lettura fornita da una dottrina circa la necessità della forma scritta (ancorché in via telematica) delle adesioni: cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11ª ed., cit., 54; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIANI, sub art. 95, in FAVINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1103. L'assenza di una previsione di nullità per carenza di forma può essere superata qualora l'offerta sia realizzata grazie all'impegno di intermediari ai sensi dell'art. 23, 1° co., T.u.f. secondo ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª ed., cit., 327. Ai sensi degli immutati 4° e 5° comma dell'art. 34 quinquies Reg. Emittenti, l'offerta così esercitata potrà essere revocata nei soli casi espressamente previsti nel prospetto e dovrà assicurare, comunque, la parità di trattamento tra gli aderenti all'offerta, anche nel caso non previsto un riparto degli strumenti fra gli aderenti (che dovrà essere effettuato normalmente dall'intermediario incaricato).

(84) L'art. 21, 3° par., Reg. UE 2017/1129, recuperando quanto in precedenza disposto dall'art. 6 Reg. delegato UE 2016/301, fissa il principio della libera accessibilità al prospetto pubblicato, specificando che l'accesso non sia condizionato né al completamento di una procedura di registrazione, né all'accettazione di una clausola di limitazione della responsabilità giuridica, né al pagamento di una commissione, nonché escludendo che le avvertenze che specificano la giurisdizione o le giurisdizioni in cui è presentata l'offerta o un'ammissione alla negoziazione possano essere considerate clausole di limitazione della responsabilità giuridica.

al pubblico e ne consegue la responsabilità nei confronti dei destinatari per i danni che dovessero derivare da una falsa o incompleta informazione. In particolare, l'art. 94, 8° co., T.u.f. impone all'emittente/offidente, oltre all'eventuale garante, nonché alla «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto», proporzionalmente alle parti di loro competenza (85), il risarcimento per i danni arrecati agli investitori che si siano ragionevolmente fidati della veridicità e della completezza del documento (86).

L'ampia formula impiegata dal legislatore (87) – oltre a coinvolgere anche i dirigenti o i collaboratori investiti dell'assolvimento di specifiche funzioni informative del prospetto – ammette il risarcimento tanto del danno emergente, quanto del lucro cessante, garantendo così la reintegrazione non solo delle perdite subite, ma anche del mancato guadagno legati agli

(85) L'espressione utilizzata estende la responsabilità anche a soggetti ulteriori rispetto all'emittente – si pensi ai consulenti coinvolti nella redazione del prospetto – oltre a specifici dipendenti nell'emittente (quali, ad es., il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili): cfr. PERRONE, *Informazione al mercato*, cit., 67; S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto*, in *Banca borsa*, 2008, I, 786; M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare*, cit., 11 ss.; SARTORI, *Informazione economica*, cit., 244 ss.; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 94, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1079; ACCIETELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, cit., 164. Tale impostazione risulta confermata dall'art. 11, 2° par., Reg. UE 1129/2017. Evidenza, però, come nella prassi la responsabilità sia azionata nei confronti del solo emittente PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2ª ed., cit., 99: tale pratica si può spiegare con il fatto che non è semplice per l'attore dare prova del coinvolgimento diretto di questi ulteriori soggetti e che, inoltre, dal punto di vista dell'attore, è molto più immediato e utile (anche in ottica di garanzia patrimoniale) coinvolgere l'emittente, lasciando a quest'ultimo la decisione di chiamare in causa eventuali altri responsabili quali coobbligati solidali.

(86) Suggestisce la presunzione della ragionevolezza nella lettura del prospetto GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 388 ss. Sulla natura di clausola generale della previsione, legata al principio di *reasonableness* caratteristico degli ordinamenti anglosassoni, cfr. MONTALENTI, *Nuove clausole generali del diritto commerciale tra civil law e common law*, in ID., *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, 35.

(87) Cfr. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2ª ed., cit., 98, che sottolinea la problematicità delle norme in esame anche evidenziandone la «modesta fattura tecnica»; quest'ultima sembra derivare dall'ampio margine «di manovra» permesso dall'art. 6, par. 1, Dir. CE 2003/71, che prevede che «gli Stati membri dispongono che la responsabilità per le informazioni fornite in un prospetto sia attribuita almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi. Le persone responsabili sono chiaramente indicate nel prospetto con la loro qualifica e la loro funzione o, nel caso di persone giuridiche, la denominazione e la sede sociale; deve inoltre essere riportata una loro attestazione certificante che, per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata». L'ampia formulazione della responsabilità appare caratterizzare anche l'attuale art. 11 Reg. UE 2017/1129.

investimen
retta e/o s

In ogn
casi di rev
bis, 1° co.
ni o i crite
pure non
dato che,
ferta trov
dal legis
documen
UE 2017/

(88) Cf
danno subit
uali bench
mediari fi
NARDIS, PU

(89) Ti
nere anche
qualora si d
parziali, res
101, 5° co.,
informazio
nel corso di
di un prosp
di prodotti
promossi n
tori), debba
investitori t
nlicazioni el
1801. Ques
co., T.u.f., l
di un pros
secondo G
alternativa
stimento a
sul punto
2, cit., 807;
ult. cit., 10
locamento
economica

(90) C
blicazione

(91) A
ne indicati
d'offerta d

investimenti effettuati (88), che si sarebbero evitati se vi fosse stata una corretta e/o soddisfacente informazione (89).

In ogni caso, la pretesa risarcitoria non potrà mai essere invocata nei casi di revoca dell'acquisto o della sottoscrizione disciplinati dall'art. 95 bis, 1° co., T.u.f., ossia nei casi in cui il prospetto non contenga le condizioni o i criteri in base ai quali viene fissato il prezzo di offerta definitivo, oppure non indichi il prezzo massimo (90) (c.d. *open price bookbuilding*) (91), dato che, in questi casi, la mancata piena informazione dell'aderente all'offerta trova quale specifico rimedio il diritto di ripensamento assicurato dal legislatore (così ora anche per il documento di registrazione o per il documento di registrazione universale ai sensi dell'art. 11, 3° par., Reg. UE 2017/1129).

(88) Cfr., *ex multis*, ATTANASIO, *op. cit.*, 117 ss. Sulla difficoltà della determinazione del danno subito in concreto alla luce dell'andamento dei mercati finanziari e del ricorso a eventuali *benchmark* di riferimento, cfr. E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari fra passato, presente e futuro*, in *Contr. e Impr.*, 2009, 929 s.; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 94, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1082.

(89) Tuttavia – almeno potenzialmente – la pretesa risarcitoria potrebbe puntare ad ottenere anche il ristoro del documento derivante dalla mancata effettuazione degli investimenti, qualora si desse dimostrazione che la decisione sia stata presa in base alle informazioni, false o parziali, rese. A tal proposito appare di particolare importanza la previsione contenuta nell'art. 101, 5° co., T.u.f., che impone che, a prescindere dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, le informazioni rilevanti fornite a taluni investitori qualificati o a speciali categorie di investitori nel corso di un c.d. *private placement* (spesso a mezzo di una c.d. *offering circular*, ossia a mezzo di un prospetto informale), comprese quelle fornite nel corso «di riunioni riguardanti offerte di prodotti finanziari» (che tipicamente avvengono nel corso dei c.d. *roadshow*, ovvero incontri promossi nei principali centri finanziari mondiali per suscitare l'interesse dei potenziali investitori), debbano essere divulgate a tutti gli investitori qualificati o a tutte le categorie speciali di investitori a cui l'offerta è diretta. Sulla mancanza di indicazioni circa le modalità di tali comunicazioni cfr. BALZARINI, sub art. 101, in GRIPPO (a cura di), *Commentario delle società*, III, cit., 1801. Questa forma di responsabilità non può, però, ricadere in quella tracciata dall'art. 94, 8° co., T.u.f., laddove non sia collegata a un collocamento effettuato con il supporto informativo di un prospetto: in tal caso potrebbe essere azionabile una responsabilità extracontrattuale secondo GIUDICI, *La responsabilità civile*, cit., 388 ss.; E. MACCHIAVELLO, *op. ult. cit.*, 911 ss.; in alternativa, qualora la comunicazione avvenga all'interno della prestazione dei servizi di investimento a favore dell'oblato, potrebbe essere invocabile una responsabilità *ex art. 21 ss. T.u.f.*; sul punto cfr. MIOLA, sub art. 94, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, I, cit., 807; S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità*, cit., 791; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, *op. ult. cit.*, 1079. Per una ricostruzione della responsabilità degli intermediari responsabili del collocamento cfr. anche M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare*, cit., 23 ss.; SARTORI, *Informazione economica*, cit., 244 ss.

(90) Cfr. la comunicazione Consob n. 0010807 del 10 febbraio 2014, che stabilisce la pubblicazione di un apposito supplemento al prospetto.

(91) Ai sensi del medesimo comma il diritto di revoca può essere esercitato entro il termine indicato nel prospetto o, comunque, entro due giorni lavorativi dall'indicazione del prezzo d'offerta definitivo e della quantità dei prodotti finanziari offerti al pubblico.

Al di fuori di questi ambiti i soggetti chiamati a responsabilità potranno, inoltre, andare esenti da responsabilità qualora provino di «aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso». Questa eccezione – invero di non semplice dimostrazione probatoria, almeno per l'emittente (92) – può essere invocata, ai sensi dell'art. 94, 9° co., T.u.f. anche dall'intermediario responsabile del collocamento (93) per le false informazioni o per le omissioni che si fossero rese idonee a indurre in errore un investitore «ragionevole» circa le proprie decisioni di sottoscrizione o acquisto dei prodotti proposti (94).

La pubblicazione del prospetto quale momento iniziale della responsabilità dei soggetti indicati coincide anche con il *dies a quo* per il computo del termine prescrittivo quinquennale dell'azione risarcitoria, salvo che il danneggiato non dimostri di avere scoperto la falsità delle informazioni o

(92) Cfr. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003, 259 ss., che evidenzia la possibilità di addossare errori o falsità contenute nel prospetto all'opera di professionisti coinvolti nella sua redazione; analogamente CUGNASCO, *L'offerta al pubblico*, cit., 803 ss.; PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2ª ed., cit., 99; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 94, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1083. Per un esame della responsabilità del revisore legale dei conti SARTORI, *Informazione economica*, cit., 247 ss.

(93) Cfr. SARTORI, *op. cit.*, 246 s., che evidenzia la responsabilità solidale di tale soggetto con quella dell'emittente.

(94) Il criterio della ragionevolezza, che conduce a immaginare una figura di risparmiatore mediamente avveduto, favorisce l'individuazione dei «diritti individuali omogenei» descritti dall'art. 840 bis, 1° e 2° co., c.p.c., la cui lesione può condurre ad ottenere il risarcimento a mezzo di un'«azione di classe», anche in forza dell'iniziativa delle associazioni dei consumatori ai sensi dell'art. 32 bis T.u.f. Sulla discussa possibilità di avvantaggiarsi dell'azione collettiva a favore dei c.d. risparmiatori, intesi quali «consumatori» del prodotto finanziario in forza dell'abrogato art. 140 bis c. cons. e sull'evoluzione del dibattito sulla necessità di introdurre un'azione di risarcimento collettiva nel mercato finanziario – ora pienamente prevista dall'introduzione degli artt. 840 bis ss. c.p.c. ad opera dell'art. 1, l. 12 aprile 1029, n. 31 – cfr., *ex multis*, AMATUCCI, *L'azione collettiva nei mercati finanziari come strumento di governo societario (divagazioni in tema di trasparenza obbligatoria e di effettività dell'art. 2395 c.c.)*, in *Riv. soc.*, 2005, 1336 ss.; LENER, *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 269 ss.; ID., *Le «class actions» scomparse*, in *Analisi giur. ec.*, 2006, 129 ss.; M. RESCIGNO, *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano. Profili generali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 407 ss.; PRESTI e RESCIGNO, *Il conflitto di interesse nella prestazione dei servizi di investimento*, in ANOLLI *et al.* (a cura di), *op. cit.*, 36; CARPI, *Servizi finanziari e tutela giurisdizionale*, in AA.VV., *I servizi del mercato finanziario*, cit., 202 ss.; SANGIOVANNI, *Class action e tutela collettiva degli investitori*, in *Obbl. contr.*, 2010, 611 ss.; GIUDICI, *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*, Milano, 2011, 191 ss.; PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2ª ed., cit., 100.

le omissioni n. 94, 11° co., T.u.f.

Come sost. quadro norme quennale e il r. in esame nell'la Cassazione escludeva la c. c.d. contatto : pubblicazione be una condo l'emittente o

(95) La form. ni dopo il perfezi di uno stato di ig. C. RUSSO, sub ar.

(96) Per una da prospetto. Inf. L'azione di risarc. responsabilità da

(97) Second fatti, è che anche redazione del pro. rantiarne la veridi «violazione delle trattandosi di re. a ciascuno di ess. li, si configura (v. configurare una. altra consideraz. del prospetto, ne. ri». L'arresto co.

(98) Cfr. PC. su, 1982, I, 17 ss. da prospetto, cit. cfr. anche MIOL. cit., 807; VENT. 174 s.; recentem. in CASSANO, intermediari, M.

(99) Cfr. P. extracontrattua. prospetto.

(100) Cfr. J. S. BRUNO, *La (l) informazione e c. mica*, cit., 224 s.

le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione ai sensi dell'art. 94, 11° co., T.u.f. (95).

Come sostenuto recentemente dalla Suprema Corte anche rispetto al quadro normativo antecedente alle modifiche operate (96), il termine quinquennale e il riparto dell'onere probatorio condurrebbero la responsabilità in esame nell'alveo del genere aquiliano (97), così confermando quanto la Cassazione aveva già affermato in un arresto delle S.U. del 2001, che escludeva la configurabilità di una responsabilità precontrattuale (98) o da c.d. contatto sociale (99) suggerite da una parte della dottrina, dato che la pubblicazione nel prospetto di informazioni false o fuorvianti realizzerebbe una condotta illecita ancor prima che l'investitore entri in contatto con l'emittente o con l'offerente (100). Questa lettura sembrerebbe, peraltro,

(95) La formulazione della norma permette all'attore di esercitare l'azione anche molti anni dopo il perfezionamento dell'acquisto o della sottoscrizione, sulla base della dimostrazione di uno stato di ignoranza difficilmente contestabile dai convenuti: cfr. PERRONE, *op. ult. cit.*, 98; C. RUSSO, sub art. 94, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, I, cit., 899.

(96) Per una ricostruzione della normativa previgente cfr. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, 4 ss.; S. BRUNO, *L'azione di risarcimento*, cit., 100 ss.; PERRONE, *Informazione al mercato*, cit.; VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, cit., 238 ss.

(97) Secondo Cass., sez. I, 14 giugno 2018, n. 15707, in *www.ilcaso.it*, «Ciò che rileva, infatti, è che anche nel vigore della normativa precedentemente applicabile, come nell'attuale, la redazione del prospetto era sottoposta ad un complesso sistema di precetti volti in breve a garantirne la veridicità, sicché, come si legge in Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, ove vi fosse stata violazione delle regole destinate a disciplinare il prospetto informativo che corredata l'offerta, trattandosi di regole volte a tutelare un insieme ancora indeterminato di soggetti per consentire a ciascuno di essi la corretta percezione dei dati occorrenti al compimento di scelte consapevoli, si configura(va) un'ipotesi di violazione del dovere di *neminem laedere*, e non si può invece configurare una fattispecie di responsabilità da 'contatto sociale', giacché, a prescindere da ogni altra considerazione, nel momento in cui la condotta illecita è posta in essere, con l'emissione del prospetto, nessun 'contatto sociale' ha ancora avuto luogo con gli eventuali futuri investitori». L'arresto conferma Cass., Sez. Un., 8 aprile 2011, n. 8034, in *Foro it.*, 2011, I, 2750.

(98) Cfr. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa*, 1982, I, 17 ss., limitatamente alla responsabilità dell'emittente; FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, cit., 60 ss., anche a favore di un'estensione anche al collocatore, 82 ss.; sul punto cfr. anche MIOLA, sub art. 94, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 807; VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, cit., 248 ss.; COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 174 s.; recentemente TILLI e MARINUCCI, *L'appello al pubblico risparmio. Scorrettezze e sanzioni*, in CASSANO, TILLI, VACIAGO (a cura di), *Tutele e risarcimento nel diritto dei mercati e degli intermediari*, Milano, 2018, 240 s.

(99) Cfr. PORTALE, *op. ult. cit.*, 23 ss., che, peraltro, opta per una responsabilità di natura extracontrattuale nei confronti dell'intermediario che non abbia preso parte alla redazione del prospetto.

(100) Cfr. JAEGER, *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in *Quadrimestre*, 1986, 283 ss.; S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità*, cit., 195 ss.; PARALUPI, *Responsabilità civile da prospetto: informazione e danno ingiusto*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 576 ss.; SARTORI, *Informazione economica e danno ingiusto*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 576 ss.; SARTORI, *Informazione economica e danno ingiusto*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 576 ss.; SARTORI, *Informazione economica e danno ingiusto*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 576 ss.; ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, cit., 171 s.

trarre conforto nella tutela penale fissata dall'art. 173 bis T.u.f. (101), la quale si inquadra in un reato di pericolo concreto, ossia che si perfeziona a prescindere dall'effettiva induzione in errore del destinatario dell'informazione, essendo sufficiente l'esistenza di un effettivo potenziale lesivo (102).

4. L'offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti e dei FIA

La seconda sezione del capo dedicato alle offerte di sottoscrizione e vendita racchiude la normativa attinente ai prodotti finanziari del risparmio gestito che, a livello europeo, risultano disciplinati da specifici complessi normativi, i quali sono volti a facilitare il loro collocamento nel mercato unico dei capitali (103).

Guardando all'offerta di quote o azioni di OICR «aperti» italiani, nonché dei FIA europei e non, l'art. 98 ter, 1° co., T.u.f. si limita sostanzialmente a disporre che essa sia preceduta da una mera comunicazione alla Consob (104), a cui devono essere allegati il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori e il prospetto destinati alla pubblicazione nel caso degli organismi di investimento collettivi in valori mobiliari italiani (105). L'art. 98 ter, 2° co., T.u.f. aggiunge, poi, che il documento che racchiude le informazioni chiave deve essere redatto seguendo le indicazioni dei regolamenti adottati in sede comunitaria anche in via delegata, mentre il successivo 3° comma ha cura di indicare lo scopo del documento, ossia quello di far comprendere, unitamente al prospetto, la natura e i rischi dell'investimento proposto ai potenziali investitori e, quindi, di permettere a questi ultimi di realizzare una scelta consapevole. A tal fine l'ultimo in-

(101) La norma prevede la reclusione da uno a cinque anni per chi espone false informazioni od occulta dati o notizie nei prospetti in modo idoneo a indurre in errore i potenziali investitori.

(102) Cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11ª ed., cit., 71, che evidenzia la difficoltà probatoria del dolo specifico richiesto dalla norma penale.

(103) Come anticipato, questa porzione del T.u.f. è forse quella che, almeno sino alla prossima attuazione della delega contenuta nell'art. 9 l. 117/2019, più ha subito la compressione da parte della normativa europea (primaria e delegata), che ha trovato diretto recepimento nella disciplina regolamentare approntata dalla Consob: v. *supra*, nota 9.

(104) Sul venir meno del potere autorizzativo della Commissione a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. 51/2007 cfr. MARROCCO, sub *artt. 98 ter, 98 quater, 98-quinquies*, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1134 s.

(105) Nel caso dei FIA aperti, nonché di quelli europei ed extraeuropei la comunicazione deve essere corredata, invece, dalla documentazione d'offerta individuata dalla Consob ai sensi dell'art. 98 quater, lett. a bis), T.u.f., ma, come si vedrà, anche in questo caso la normativa di riferimento è, in gran parte, di matrice europea.

ciso de
«corret
prospet
precon

Tali

14, 1° c

Dir. 20

sizioni

teristic

loro di

mento

inform

sensi d

inform

tivi pr

UE 12

i sudd

2017/6

L'a

format

per gli

dere e:

chiave

esse p

spond

a quar

menti

7° e 1

aperti

garan

prosp

to (10'

comp

tagio

(10

semplif

di quat

(10

to: cfr.

ciso del 3° comma specifica che le «informazioni chiave» devono essere «corrette, chiare, non fuorvianti e coerenti con le corrispondenti parti del prospetto», nonché che i due documenti hanno natura di documentazione precontrattuale.

Tali indicazioni vengono riprese dalla definizione di KIID di cui all'art. 14, 1° co., lett. a), Reg. Emittenti: ossia il documento dettato dall'art. 78 Dir. 2009/65/CE, che, conformemente al Reg. UE 583/2010 e alle disposizioni attuative comunitarie, reca le informazioni-chiave circa le caratteristiche essenziali dell'OICR destinate agli investitori, che permettano loro di comprendere «ragionevolmente» la natura e i rischi dell'investimento proposto e di assumere, di conseguenza, decisioni di investimento informate (106) [analoga funzione svolge il «KID» per i PRIIPs, ossia, ai sensi dell'art. 34 bis.1, 1° co., lett. a), T.u.f. il documento contenente le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati previsto dall'art. 4 decies T.u.f., che si collega al Reg. UE 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i suddetti prodotti preassemblati, nonché al connesso Reg. delegato UE 2017/653].

L'art. 98 ter, co° 4., T.u.f. ribadisce il fine precontrattuale dell'insieme formato dal prospetto e dal documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, disponendo che «Nessuno può essere chiamato a rispondere esclusivamente sulla base del documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, ivi compresa la relativa traduzione, a meno che esse possano risultare fuorvianti, imprecise o non coerenti con le corrispondenti parti del prospetto». Questa caratteristica informativa, comune a quanto dettato per la nota di sintesi e per il prospetto previsti per gli strumenti finanziari comunitari, permette l'applicabilità diretta dell'art. 94, 8°, 9° e 11° co., T.u.f. anche alle offerte pubbliche di quote o azioni di OICR aperti e dei FIA. Anche in questi casi l'emittente o l'offerente, l'eventuale garante, oltre alle persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, nonché l'eventuale intermediario responsabile del collocamento (107), potranno essere chiamati, ciascuno in merito alla propria sfera di competenza, a rispondere dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla completezza e sulla veridicità delle informa-

(106) Il documento svolge le stesse funzioni che in precedenza erano assegnate al prospetto semplificato, la cui introduzione si deve alla Dir. CE 2001/107: cfr. MARROCCO, sub artt. 98 ter, 98 quater, 98 quinquies, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1137 s.

(107) Non è detto, infatti, che tale figura sia presente nel collocamento del risparmio gestito: cfr. MARROCCO, *op. ult. cit.*, 1143.

zioni contenute nel prospetto entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto (108), a meno che i convenuti non dimostrino di aver adottato la necessaria diligenza per assicurare che le informazioni veicolate fossero conformi ai fatti rappresentati o non presentassero omissioni tali da comprometterne il senso.

La contenuta disciplina primaria che regola l'offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti e dei FIA trova quale bilanciamento l'attribuzione alla Consob di un ampio potere regolamentare da parte dell'art. 98 quater T.u.f. (109), attraverso il quale la Commissione è chiamata ad armonizzare in concreto il funzionamento del mercato nazionale alle norme europee di immediata applicabilità e, al tempo stesso, a differenziare la regolamentazione delegata in base alle caratteristiche dei prodotti, degli emittenti e dei mercati (110).

In questo quadro la Consob si è occupata di dare attuazione alle deleghe elencate nell'art. 98 quater, 1° co., lett. da a) a c), T.u.f. fissando, fra l'altro, il contenuto della comunicazione che deve essere rivolta alla Commissione in merito all'intento di realizzare l'operazione di collocamento, nonché del prospetto relativo all'offerta di quote o azioni di OICVM italiani; le modalità e i termini di pubblicazione del documento contenente le «informazioni chiave» per gli investitori e del prospetto; il regime di consegna del documento e del prospetto ed il loro eventuale aggiornamento; il contenuto della documentazione d'offerta di quote o azioni di FIA italiani, europei ed extracomunitari, oltre ai relativi termini di consegna e di pubblicazione; le modalità da osservare per diffondere notizie, svolgere indagini di mercato, raccogliere intenzioni di acquisto o

(108) Fatta salva, anche in questo caso, la possibilità di dimostrare l'avvenuta scoperta della falsità delle informazioni o dell'esistenza delle omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione. Sul punto cfr., *supra*, 3.1.

(109) In questo ambito va ricordata anche la delega contenuta nell'art. 4 quinquies, 1, 4° co., lett. e), T.u.f., che individua la Consob quale autorità competente ai sensi del Reg. UE 2015/760 in merito alla ricezione dei prospetti – oltre che delle eventuali modifiche – relativi ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF); il successivo comma demanda, poi, all'*Authority* il compito di individuare le eventuali informazioni aggiuntive da inserire nel prospetto rispetto a quelle previste nell'art. 23, 2°, 3° e 4° par. del suddetto Reg., al fine di permettere agli investitori di effettuare una valutazione informata dell'investimento proposto, in particolare, circa i rischi ad esso connessi.

(110) Il 2° comma, accorda, peraltro, il potere di acconsentire alle richieste avanzate dagli offerenti di inserire nella documentazione delle informazioni ulteriori oppure equivalenti a quelle disposte dalle previsioni regolamentari.

di sotto
fine di a

La r
sare sol
prodotti
soggetti

Per
italiani

T.u.f. s

che dev

a larga

suppor

Emitte

sottosc

le ipote

del KI

Reg. E

nite pe

second

Reg. E

mente

(11

che dem

iva alla

professi

ed extra

comfron

(11

in sensi

(11

cui all'a

riterisi

da cont

ilove ne

Oriente

Il regol

se non

isare s

(11

ilni dal

il succo

manan

ate, M/

st., 11

di sottoscrizione; infine, i termini per lo svolgimento dell'offerta, anche al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari (111).

La normativa secondaria che ne deriva – che in questa sede potrà essere solo accennata – ripropone la distinzione fra la procedura inerente i prodotti emessi da soggetti italiani e quella relativa ai prodotti emessi da soggetti europei.

Per quanto attiene, in particolare, le offerte di quote o azioni di OIVCM italiani (112), la comunicazione alla Consob prevista dall'art. 98 ter, 1° co., T.u.f. si concretizza con la trasmissione del prospetto (113) e del KIID, che devono essere pubblicati mediante inserimento in uno o più giornali a larga diffusione o, con modalità che consentano di acquisirne copia su supporto durevole, nel sito internet degli offerenti (art. 16, 1° e 2° co., Reg. Emittenti). Oltre a questi documenti deve essere depositato il modulo di sottoscrizione, in cui sono indicati gli elementi essenziali dell'operazione e le ipotesi di recesso, nonché deve essere evidenziato l'obbligo di consegna del KIID prima della sottoscrizione ai sensi dell'art. 15 bis, 1° e 2° co., Reg. Emittenti (art. 16, 5° co., Reg. Emittenti). Le informazioni così fornite possono poi essere oggetto di aggiornamento: il KIID è revisionato secondo le modalità previste dal Reg. UE n. 583/2010 (art. 17 bis, 1° co., Reg. Emittenti), mentre il prospetto deve essere aggiornato tempestivamente (art. 18, 1° co., Reg. Emittenti) (114).

(111) A questa già ampia delega si aggiungono quelle contenute nell'art. 44, 4° e 6° co., T.u.f., che demandano alla Consob di disciplinare, rispettivamente, le procedure per la notifica preventiva alla commercializzazione in Italia di quote o azioni di FIA italiani riservati agli investitori professionali, nonché quelle per il rilascio dell'autorizzazione prevista per i gestori di FIA europei ed extracomunitari, che commercializzano nello Stato di origine le azioni o quote dei fondi nei confronti di investitori al dettaglio e che intendono accedere al corrispondente mercato italiano.

(112) Disciplina che compone la normativa di riferimento anche per i FIA italiani aperti ai sensi dell'art. 27 Reg. Emittenti.

(113) Come ricorda l'art. 17 Reg. Emittenti, il prospetto è redatto secondo lo schema I di cui all'all. 1B ed è coerente con il KIID. Esso è costituito da due parti: la prima attinente le caratteristiche del/dei fondo/fondi o comparto/comparti e le modalità di partecipazione; la seconda contenente i dati periodici di rischio/rendimento e i costi. In merito ai rendimenti attesi, laddove non sia possibile utilizzare indicatori di mercato l'AESFEM ha pubblicato degli appositi Orientamenti per la presentazione di indicatori alternativi di *performance* (ESMA/2015/1415). Il regolamento di gestione e lo statuto dell'OIVCM possono fare parte del prospetto, oppure, se non allegati, debbono essere messi a disposizione dell'investitore, al quale possono anche essere spediti.

(114) In ogni caso l'art. 18, 4° co., Reg. Emittenti, dispone un aggiornamento annuale dei dati periodici e della Parte II del prospetto, da effettuarsi entro il mese di febbraio, mentre il successivo art. 19, 1° co., impone che entro il medesimo termine tali dati debbano essere comunicati ai partecipanti agli OIVCM, in ottemperanza agli artt. 22 e 23 Reg. UE 583/2010: cfr. MARROCCO, sub artt. 98 ter, 98 quater, 98 quinquies, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1142 s.

Nel rispetto del principio del c.d. *Home State control*, l'art. 98 ter, 5° co., T.u.f., rinvia all'espletamento della procedura di cui all'art. 42 T.u.f., quale condizione per la pubblicazione del KIID e del prospetto richiesti per l'offerta di quote o azioni OIVCM comunitari. In forza delle deleghe concesse alla Consob, il Reg. Emittenti dettaglia la procedura di notifica della lettera da parte dell'Autorità nazionale competente alla Commissione imposta dal Reg. UE n. 584/2010: tale lettera deve contenere anche l'attestazione di conformità del prodotto alle condizioni direttamente stabilite dalla disciplina europea e il suo invio costituisce condizione per l'inizio dell'offerta (art. 19 bis, 1°, 5° e 6° co., Reg. Emittenti).

Il giorno antecedente il lancio dell'offerta pubblica, l'offerente è tenuto a depositare presso la Consob e a mettere a disposizione dei potenziali investitori il KIID, il prospetto e il modulo di sottoscrizione, il cui contenuto ricalca sostanzialmente quello previsto per gli OICVM italiani (art. 20, 2°, 5° e 6° co., Reg. Emittenti). Anche per i prodotti comunitari vige poi l'obbligo di aggiornamento del KIID, del prospetto, degli eventuali supplementi, ricevuti o approvati dall'autorità dello Stato d'origine, oltre che del modulo di sottoscrizione (art. 21, 1° e 2° co., Reg. Emittenti)⁽¹¹⁵⁾.

Un elemento caratteristico a entrambe le offerte di quote o azioni di OIVCM sia nazionali, sia esteri, è l'obbligo della consegna della documentazione di offerta a prescindere dall'applicabilità delle esenzioni, totali o anche solo parziali, previste dall'art. 34 ter Reg. Emittenti (artt. 18 bis e 20 bis Reg. Emittenti), che, come si vedrà, trovano fondamento nella disciplina di cui all'art. 100 T.u.f.⁽¹¹⁶⁾.

5. La disciplina pubblicitaria

La differenziazione della normativa fra gli strumenti finanziari comunitari e i restanti prodotti finanziari trova conferma anche rispetto alla disci-

(115) Un'analoga disciplina, basata sulla comunicazione alla Consob e sulla pubblicazione del prospetto, regolava anche le offerte dei prodotti finanziari-assicurativi di tipo *Unit Linked* e *Index Linked* e dei prodotti finanziari di capitalizzazione, effettuate da assicurazioni italiane o estere ai sensi degli artt. 29 ss. Reg. Emittenti (per il problema dell'individuazione di tali prodotti finanziari prima dell'intervento regolatore cfr. SIRI, *I prodotti finanziari assicurativi nella prospettiva del testo unico della finanza*, in AA.VV., *I prodotti finanziari bancari e assicurativi*, Milano, 2008, 184 ss.), disposizioni da ultimo abrogate a mezzo della delibera Consob 20686 del 21 novembre 2018 al fine di eliminare il contrasto con la disciplina in materia di informativa, pubblicità e realizzazione dei prodotti assicurativi contenuta nel Regolamento Ivass n. 41 del 2 agosto 2018, la quale, tuttavia, non si estende ai prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPS).

(116) V., *infra*, par. 7.

plina dell
do. in en
rity della
ai sensi d
divieto ta
alla pub
prodotti
quanto p
di evitare
invito all
lori mobi
del prosp
Consob i
oltre che
za rispet
pubblica
rio sia id

Il fav
nanziari
dell'atter

(117)
della prima
relativame
(118)
da imprese
mente su r
(119)
ANNUNZIA
(120)
in rapport
offerta pul
CAMPOBAS
diffusione
mutazioni
quale quel
(121)
oltre alla p
della disci
zioni delle
(122)
intermedia
mercato m

plina delle comunicazioni pubblicitarie delle offerte(117). Fermo restando, in entrambi i casi, l'obbligo di comunicazione preventiva all'*Authority* della documentazione relativa alla pubblicità concernente un'offerta ai sensi dell'art. 101, 1° co., T.u.f.(118), il successivo 2° comma impone il divieto tassativo di diffusione degli annunci pubblicitari precedentemente alla pubblicazione del prospetto(119) per le sole operazioni riguardanti i prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, al pari di quanto previsto originariamente dalla versione iniziale del T.u.f., al fine di evitare che il messaggio pubblicitario venga letto dai destinatari quale invito all'investimento(120). Il permesso di pubblicizzare le offerte di valori mobiliari e i fondi immobiliari chiusi anche prima della pubblicazione del prospetto trova conferma nel successivo 3° comma, che delega alla Consob il compito di stilare i criteri attuativi della pubblicità, nel rispetto, oltre che delle previsioni comunitarie, dei principi di correttezza e coerenza rispetto al contenuto del prospetto, anche nel caso esso sia ancora «da pubblicare»(121), al fine evidente di impedire che il messaggio pubblicitario sia identificato già esso stesso quale un'offerta pubblica(122).

Il *favor* legislativo per le operazioni che riguardano gli strumenti finanziari comunitari – che si giustifica nel voler permettere il richiamo dell'attenzione del pubblico e, quindi, di «preparare il terreno» per il lancio

(117) Differenziazione che sembra confermare indirettamente la maggior «pericolosità» della prima categoria di prodotti finanziari per gli investitori finali in precedenza evidenziata relativamente ai differenti poteri interdittivi e cautelari attuabili dalla Consob.

(118) La disposizione non trova applicazione nei confronti delle offerte di prodotti emessi da imprese di assicurazione: in tal caso i messaggi pubblicitari devono essere trasmessi unicamente su richiesta della Consob ai sensi dell'art. 34 ter, 8° co., Reg. Emittenti.

(119) La norma si applica a prescindere dall'obbligo di pubblicazione del prospetto: cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7° ed., cit., 334.

(120) Cfr. COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 54 s. e 85 s., che mettono in luce la sovrapposibilità, in rapporto di genere a specie, fra il messaggio promozionale, che è tipico della definizione di offerta pubblica, e l'annuncio pubblicitario. Sul punto cfr. anche MIOLA, sub art. 94, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 793. Si noti che il richiamo alla diffusione contenuto nell'art. 99, 1° co., T.u.f. delimita la portata dell'espressione «La documentazione relativa a qualsiasi tipo di pubblicità», che dovrà essere intesa, quindi, unicamente quale quella destinata ad essere diffusa fra il pubblico.

(121) La violazione della disciplina implica identiche sanzioni ex art. 191, 2° co., T.u.f., oltre alla pena accessoria della pubblicazione ai sensi dell'art. 195, co. 3°, T.u.f. Per un esame della disciplina cfr., *ex multis*, FRATINI, GASPARRI, GIALONGO, in FRATINI (a cura di), *Le sanzioni delle autorità*, cit., 269 ss.

(122) Cfr. FORMICHELLI, sub art. 101, in RABITTI-BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, cit., 580; RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita*, cit., 505 s.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11ª ed., cit., 52.

r, 5°
u.f.,
nesti
eghe
tifica
sione
'atte-
bilita
inizio

enuto
nziali
conte-
ni (art.
ri vige
entuali
e, oltre
) (115).
ioni di
zumen-
totali o
bis e 20
discipli-

munitari
lla disci-

bblicazione
nit Linked e
i italiane o
i prodotti fi-
a prospetto
10, 2008, 184
mbre 2018 al
realizzazione
quale, tutta-
(PRIIPS)

dell'offerta tramite la successiva pubblicazione del prospetto (123) – trova, tuttavia, uno specifico contrappeso nell'art. 101, 4° co., lett. a), T.u.f., che prevede che la Consob possa sospendere per un massimo di dieci giorni lavorativi la diffusione dell'annuncio pubblicitario relativo ad un'offerta avente a oggetto degli strumenti finanziari comunitari, mentre per i restanti prodotti finanziari l'interdizione momentanea potrà abbracciare un più ampio arco di tempo, pari a novanta giorni, come previsto dalla lett. b) del medesimo comma. In entrambi i casi seguirà l'interdizione definitiva alla diffusione degli annunci pubblicitari qualora la Consob accerti l'effettiva violazione delle norme o dei provvedimenti cautelari, ai sensi della successiva lett. c), oppure, nei casi di più grave violazione, potrà disporre il divieto alla prosecuzione dell'operazione di offerta ai sensi della lett. d).

Come già visto, l'art. 101, 3° co., T.u.f. detta i principi cardine circa lo svolgimento dell'attività pubblicitaria a cui deve rifarsi anche la normativa regolamentare collegata (contenuta negli artt. 34 octies e 34 novies del Reg. Emittenti). Nel rispetto delle norme comunitarie (il riferimento andava, in particolare, all'art. 34 Reg. CE 809/2004, che disciplinava le forme che potevano essere adottate per veicolare il messaggio pubblicitario, norma che ora appare sostanzialmente trasposta nelle macro-modalità contemplate dall'art. 13 Reg. UE delegato 2019/979) (124), la pubblicità dovrà garantire la correttezza dell'informazione, intesa in senso sia formale, sia sostanziale, ovvero che non dovrà contenere dati errati o falsi, oppure che possano distorcere la percezione della natura degli strumenti offerti.

A causa del fatto che l'art. 22 Reg. UE 2017/1129 declina ora tali principi in una disciplina direttamente applicabile, l'art. 34 octies Reg. Emittenti è stato modificato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, la quale ha ristretto il suo ambito applicativo alle sole «offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dai titoli». L'art. 34 octies, 1° co., Reg. Emittenti, così riformulato alle lett. da a) a d) del suo 1° comma, definisce,

(123) Si pensi, ad es., a 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: cfr. CUGNASCO, *L'offerta al pubblico*, cit., 808 s.

(124) Cfr. FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 95, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1102. Il richiamo alla normativa comunitaria trovava ulteriore specificazione nell'art. 34 octies, 2° co., Reg. Emittenti, che disponeva che le informazioni rese con la pubblicità dovevano essere coerenti con il prospetto pubblicato, o, per quanto atteneva ai soli strumenti finanziari comunitari, con quello che doveva essere pubblicato conformemente alle disposizioni contenute nel Capo III del Reg. delegato UE 2016/301: anche questo aspetto è ora direttamente normato dall'art. 22 Reg. UE 2017/1129, con una previsione specifica contenuta nel 3° comma.

dunque, i c
dell'attività
stanziale p
peo per le
che l'infor
a prescind
viene pari
contenuto
prodotti fi
loro acqui

Sul pu
dica ampi
specifici p
coordinar
contestua
zione tecn

(125) P
nuovamente
dicitura o si
dia indicazi
in cui lo ste
consultare,

(126) S
cato mobilic
al Testo Un
cit., 178; PE
cit., 842, 85
delibera Co
essere sodd
nel passato
rendimento
tipo di pro
fine di indi
che sia coc
generale, c
pubblicazi
dell'art. 34
zione Con
evidenzine
responsab
cfr. COSTI

(127)
blicità del
terno del

dunque, i criteri generali che dovranno essere rispettati nello svolgimento dell'attività pubblicitaria relativa a queste sole offerte, dando vita a un sostanziale parallelo con quanto previsto in via diretta dal legislatore europeo per le offerte dei titoli: viene così riaffermato, ad esempio, il principio che l'informazione pubblicitaria debba essere chiaramente riconoscibile, a prescindere dalle forme in cui la stessa venga realizzata (125), così come viene parimenti imposto, che i messaggi pubblicitari non debbano avere contenuto decettivo in merito alle caratteristiche, alla natura e ai rischi dei prodotti finanziari offerti e al conseguente investimento che nascerà dal loro acquisto o dalla loro sottoscrizione (126).

Sul punto va rilevato che l'art. 22, par. 7 ss., Reg. UE 2017/1129, dedica ampio spazio al fenomeno della pubblicità transnazionale, dando specifici poteri all'autorità dello Stato membro e imponendo un miglior coordinamento con quella dello Stato d'origine dell'offerta, demandando contestualmente all'AESFEM il compito di approntare una regolamentazione tecnica (127).

(125) Principio affermato dall'art. 22, 3° par., Reg. UE 2017/1129. In modo analogo viene nuovamente specificato, che in ogni annuncio pubblicitario scritto o audiovisivo compaia la dicitura o sia pronunciata l'avvertenza di leggere il prospetto prima dell'adesione, nonché che si dia indicazione della avvenuta o della prossima pubblicazione del prospetto, oltre che del luogo in cui lo stesso potrà essere reperito o degli altri canali di diffusione attraverso i quali poterlo consultare, così come previsto anche dall'art. 22, 2° par., Reg. UE 2017/1129.

(126) Sulla relazione con la disciplina in tema di pubblicità ingannevole cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11ª ed., cit., 67; PARRELLA, sub art. 101, in ALPA e CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico*, cit., 941 ss.; ANNUNZIATA, sub art. 101, in MARCHETTI e BIANCHI (a cura di), *op. cit.*, 178; PEDERZINI, sub art. 101, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 842, 856 s. Le lett. da a) a d) dell'art. 34 novies, 1° co, Reg. Emittenti, non modificate dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, dettano le caratteristiche minime che dovranno essere soddisfatte dal messaggio pubblicitario che faccia riferimento ai rendimenti conseguiti nel passato dai prodotti proposti, ovvero: l'arco di tempo che costituisce la base del calcolo del rendimento – indicato, se possibile, al netto degli oneri fiscali – il profilo di rischio connesso al tipo di prodotto, nonché il confronto con il parametro di riferimento inserito nel prospetto al fine di indicare il profilo di rischio-rendimento oppure, ove non sia possibile, con un parametro che sia coerente agli obiettivi di investimento desumibili dal prospetto. In tal caso, o più in generale, qualora si utilizzino delle statistiche, degli studi o delle elaborazioni di dati, la loro pubblicazione dovrà essere corredata dall'indicazione delle fonti da cui essi sono tratti ai sensi dell'art. 34 novies, 2° co. Per un es. relativo alla pericolosità del messaggio cfr. la comunicazione Consob n. 11021864 del 24 marzo 2011, che stigmatizza l'utilizzo di espressioni che non evidenzino adeguatamente il rischio legato alle offerte di prodotti finanziari *non-equity*. Sulla responsabilità dell'emittente e/o l'offerente per atti di concorrenza sleale ex artt. 2598 ss. c.c. cfr. COSTI, *op. ult. cit.*, 52; RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita*, cit., 509.

(127) Il Reg. delegato UE 2019/979 fissa, al suo Capo IV, una disciplina unitaria della pubblicità dell'offerta, occupandosi, fra l'altro, di assicurare l'individuabilità del prospetto all'interno del messaggio pubblicitario, il contenuto di quest'ultimo e la sua diffusione.

6. Gli obblighi informativi conseguenti al lancio di un'offerta

Gli specifici doveri che gravano sull'emittente e/o sull'offerente di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di organismi di investimento collettivi del risparmio aperti, che comportano la redazione della documentazione in precedenza esaminata, non esauriscono le informazioni che debbono essere messe a disposizione dei potenziali investitori. L'art. 96 T.u.f. dispone, infatti, che l'ultimo bilancio (128) e l'eventuale bilancio consolidato redatto dall'emittente debbano essere corredati dalle relazioni del revisore legale o della società di revisione legale iscritti nel registro tenuto dal MEF; nel caso i revisori abbiano espresso un giudizio negativo o dichiarato l'impossibilità di esprimere un giudizio non potrà essere svolta l'offerta avente ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari (129).

L'assenza di un analogo divieto per le offerte degli strumenti finanziari comunitari non sembra creare un *vulnus* effettivo per gli investitori non qualificati, atteso che la Consob potrà comunque esercitare i poteri cautelari o interdittivi previsti dall'art. 99 T.u.f. e che, comunque, difficilmente potrà avere un riscontro positivo dal mercato l'emittente che abbia subito una valutazione negativa o la dichiarazione di impossibilità di formulazione del giudizio, anche a fronte degli obblighi gravanti sugli intermediari coinvolti nell'operazione. Questa ragione ha indotto il legislatore ad imporre, tramite l'art. 97, 3° co., T.u.f. che gli emittenti debbano sottoporre al giudizio di un revisore legale o di una società di revisione legale anche il bilancio d'esercizio e quello consolidato, eventualmente approvati o anche solo redatti nel corso dell'offerta (130).

(128) Non necessariamente il bilancio ordinario, potendo assolvere la funzione anche uno straordinario più recentemente redatto: cfr. COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 75 s.; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 96, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1109; DEL LINZ, sub art. 96, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, I, cit., 928.

(129) Cfr. BUTA, sub art. 96, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 824 e 828 s., che evidenzia come la *ratio* della norma si fondi nel rischio degli investitori di poter contare su documenti contabili affidabili ancor prima dello svolgimento dell'operazione, come testimonia il valore di condizione associato al giudizio positivo del revisore; analogamente cfr. BALZARINI, sub art. 96, in GRIPPO (a cura di), *Commentario delle società*, III, cit., 1795.

(130) In quest'ultimo caso è evidente che la revisione avrà ad oggetto la bozza del bilancio non ancora approvata e, quindi, l'adempimento dell'obbligo previsto dalla norma citata potrà essere assolto assumendo la prossima approvazione e operando un confronto con i bilanci precedentemente approvati; negli altri casi dovrà essere resa una revisione *ad hoc*. Sul punto cfr. RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita*, cit., 483; FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 97, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1116; DEL LINZ, *op. ult. cit.*, 936.

La n
dell'offe
sfatta da
blighi in
sottopon
degli
diari inc
co., T.u.
art. 94,

In c
seconda
Commis
sivo 3°
di dati e
sottoser
diversi
mento c

(131)
modottis
s. T.u.f. l
zioni di
co., e 113
disposizi
mercato l

(132)
che al di
in patto
L'informa
confronti
quali com
che l'obb
ni indica
do appor
in un me
dell'offe
operazione
invece
previsto
87, in Fr
nuncia
dell'offe
di un'ela

(133)
iniziali I
art. 831

La necessità di un'informazione che non si arresti al momento iniziale dell'offerta, ma che prosegua anche durante la stessa (131), viene soddisfatta dall'art. 97, 1° co., T.u.f., che impone, anzitutto, il rispetto degli obblighi informativi gravanti sugli emittenti di cui al Tit. III, Capo I; inoltre sottopone gli stessi emittenti, gli offerenti, i revisori contabili, i componenti degli organi sociali degli emittenti e degli offerenti, nonché gli intermediari incaricati del collocamento agli obblighi previsti dall'art. 114, 5° e 6° co., T.u.f. sin dal giorno della comunicazione alla Consob del prospetto ex art. 94, 1° co., T.u.f. (132).

In caso di sospetta violazione di tali disposizioni e della normativa secondaria approntata dalla Consob ai sensi dell'art. 97, 2° co., T.u.f., la Commissione si vede riconosciuto un ulteriore potere di indagine dal successivo 3° comma, consistente nella possibilità di richiedere la comunicazione di dati e notizie, nonché la trasmissione di atti e documenti agli acquirenti o sottoscrittori degli strumenti finanziari comunitari e dei prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR (133), entro un anno dal perfezionamento dell'investimento; questo potere di indagine può essere esercitato an-

(131) La sottoposizione a questi oneri informativi si collega alla possibile quotazione dei prodotti sui mercati regolamentati, nonché ai conseguenti obblighi di informazione ex art. 113 T.u.f. La quotazione prevede sia per gli strumenti finanziari comunitari, sia per le quote o azioni di OICR aperti, che venga pubblicato un apposito prospetto ai sensi degli artt. 113, 1° co., e 113 bis, 1° co., T.u.f., delegando, in entrambi, i casi alla Consob il coordinamento delle disposizioni e dei modelli di prospetto «per i casi in cui l'ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato avvenga simultaneamente ad un'offerta al pubblico».

(132) La prima norma fissa il potere alla Commissione di imporre ai soggetti citati, nonché ai dirigenti, ai detentori di una partecipazione rilevante ex art. 120 T.u.f. e ai partecipanti di un patto parasociale ex art. 122 T.u.f., la diffusione delle notizie e dei documenti necessari per l'informazione del pubblico; la seconda di avvalersi dei poteri informativi e ispettivi previsti nei confronti dei medesimi soggetti ai sensi dell'art. 115 T.u.f. L'art. 13, 2° e 3° co., Reg. Emittenti, così come modificato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019, dispone, in particolare, che l'obbligo informativo si estenda anche ai risultati dell'offerta secondo le modalità e i termini indicati nel prospetto e che queste informazioni vengano trasmesse anche alla Consob secondo apposite istruzioni e, in particolare, nel caso di offerte finalizzate all'ammissione di azioni in un mercato regolamentato, il responsabile del collocamento, entro due mesi dalla chiusura dell'offerta, deve trasmettere alla Consob le informazioni circa le verifiche sulla regolarità delle operazioni di collocamento e dell'eventuale riparto, nonché i dati concernenti il numero delle accettazioni e dei soggetti richiedenti per ogni singolo collocatore. Evidenziano come non sia previsto un termine finale per l'esercizio di tali poteri FIORUZZI, DE NARDIS, PUPPIENI, sub art. 97, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *op. cit.*, 1113; come gli stessi Aa. sottolineano, però, tale mancata indicazione non sembra creare un problema, dato che la norma si riferisce al periodo dell'offerta. *Contra* RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita*, cit., 484, che ritiene preferibile lasciare un'elasticità applicativa alla Commissione.

(133) Evidenzia la necessità di limitare la richiesta solo ai sottoscrittori e agli acquirenti iniziali PISCITELLO, sub art. 97, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 831 s., in quanto i successivi prenditori risulterebbero soggetti estranei agli eventuali illeciti.

che nei confronti dei soggetti verso i quali è sorto il sospetto che svolgano, o abbiano compiuto, un'offerta al pubblico violando l'obbligo di preventiva comunicazione, approvazione e/o pubblicazione del prospetto (134).

Poteri di indagine e intervento analoghi sono previsti anche per quanto attiene le offerte di quote o azioni di OICR aperti dall'art. 98 quinquies T.u.f., il cui 1° comma dispone che, dal giorno di pubblicazione del prospetto sino alla fine dell'offerta la Consob possa esercitare il potere di imporre la pubblicazione di notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico ex art. 114, 5° co., T.u.f. (135) e che possa avvalersi anche dei poteri informativi e ispettivi previsti ai sensi del combinato degli artt. 114, 6° co., e 115 T.u.f. L'art. 98 quinquies, 2° co., T.u.f. ricalca, poi, quanto disposto dall'art. 97, 2° co., T.u.f., estendendo i poteri di indagine nei confronti dei sottoscrittori e degli offerenti delle quote o azioni di OICR aperti in caso di fondato sospetto di violazione della normativa primaria e secondaria entro un anno dall'acquisto o dalla sottoscrizione.

7. Il regime delle esenzioni dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto

Le disposizioni finora esaminate sono volte ad assicurare, come visto, la trasparenza e la parità di trattamento a favore dei soggetti sollecitati a sottoscrivere o ad acquistare un prodotto finanziario che non sia già circolante. Infatti, al di fuori del c.d. mercato primario, le cautele citate non sono destinate ad operare: a tal proposito l'art. 205 T.u.f. precisa che «Le offerte di acquisto e di vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentati, nei sistemi multilaterali di negoziazione e, se ricorrono le condizioni indicate dalla Consob con reg., da internalizzatori sistematici non costituiscono offerta al pubblico di prodotti finanziari né offerta pubblica di acquisto o di scambio» (136).

(134) Tale potere di indagine appare particolarmente utile al fine dell'applicazione dell'art. 100 bis T.u.f., in particolare nel caso vengano successivamente attuate rivendite sistematiche dei prodotti collocati che realizzino, di fatto, una nuova offerta: v. *infra* par. 8.

(135) A tal proposito occorre ricordare gli specifici obblighi posti dagli artt. 45 e 46 T.u.f., riguardanti l'informazione che le Sgr devono rendere quando i FIA gestiti acquisiscono partecipazioni rilevanti e di controllo di società non quotate e di emittenti, che la Consob ha dettagliato a mezzo della delibera n. 19094 dell'8 gennaio 2015. La disciplina secondaria dispone, in particolare, che le informazioni siano rese anche in caso di controllo indiretto e richiede che ne sia dettagliato il contenuto (artt. 28 decies ss. Reg. Emittenti).

(136) Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª ed., cit., 338; Perrone, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2ª ed., cit., 79. La disciplina si completa con l'art. 2, 4° e 6° co., Reg. Emittenti, che escludono, rispettivamente, che costituiscano offerte al pubblico le

A presc
mercato sec
lizzata dest
trovano la
tazione sec
riformatore
2017/1129,
principi fis
zione delle
mento ope
all'art. 34-1
zialmente a
della dirett
vo comple
all'obbligo
serie di esc
norme esai

Il prim
si fonda su
l. 4° par.,
qualificata

quotazioni di
monziari che s
redatto confo
dall'avvio del
corrispettivo
dodici mesi a
lizzatori siste
T.u.f., nonché
negoziazioni
peo e siano g
o distribuiti p
l'emittente o
lla negoziaz
un Paese dell

(137) La
emanato dall
gislatore aves
MARCHETTI

(138) I p
l Reg. UE 20
applicazione

(139) A
Reg. Emittenti

A prescindere dalla non applicabilità delle norme esaminate nel c.d. mercato secondario, esistono, tuttavia, delle eccezioni alla disciplina analizzata destinate ad essere rilevanti anche nella fase del collocamento, che trovano la propria fonte nell'art. 100 T.u.f., oltre che nella regolamentazione secondaria approntata dalla Consob, che, prima dell'intervento riformatore operato dal legislatore comunitario a mezzo del Reg. UE 2017/1129, avevano il compito di trasporre nell'ordinamento nazionale i principi fissati dalla Dir. 2003/71/CE (137). Pur a fronte della riformulazione delle esenzioni ad opera della novella e dell'intervento di coordinamento operato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019 in merito all'art. 34 ter Reg. Emittenti - che confina la disciplina nazionale sostanzialmente alla categoria dei «prodotti finanziari diversi dai titoli», a fronte della diretta applicabilità del Reg. UE 2017/1129 - l'impianto normativo complessivo sembra ancora dare vita a un triplice ordine di eccezioni all'obbligo di pubblicazione del prospetto, a cui si affianca un'ulteriore serie di esclusioni «parziali», che limitano l'applicazione di talune delle norme esaminate (138).

Il primo gruppo di eccezioni all'obbligo di pubblicazione del prospetto si fonda sull'art. 100, 1° co., lett. a), T.u.f., nonché sul corrispettivo art. 1, 4° par., lett. a), Reg. UE 2017/1129, e si giustifica alla luce della natura qualificata dei destinatari dell'offerta (139), che, nel caso di offerte di pro-

quotazioni di prezzi effettuate da internalizzatori sistematici aventi ad oggetto strumenti finanziari che siano già stati oggetto di un'offerta per la quale è stato pubblicato un prospetto redatto conformemente alle disposizioni comunitarie e approvato non più di dodici mesi prima dall'avvio delle operazioni da parte dell'internalizzatore sistematico, o che abbiano costituito corrispettivo di un'OPS per la quale sia stato pubblicato un documento d'offerta negli ultimi dodici mesi ai sensi dell'art. 102 T.u.f., oppure le quotazioni di prezzi effettuate da internalizzatori sistematici aventi ad oggetto gli strumenti finanziari indicati nell'art. 100 bis, 4° co., T.u.f., nonché gli strumenti finanziari, emessi da soggetti italiani o esteri che siano ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione europeo e siano già diffusi tra il pubblico in Italia in maniera rilevante ex art. 2 bis Reg. emittenti o distribuiti presso il pubblico in un Paese dell'UE a condizione che, in questo secondo caso, l'emittente o l'eventuale garante o la società controllante abbia strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati dell'UE o in sistemi multilaterali di negoziazione di un Paese dell'UE e fornisca, comunque, un'informativa periodica.

(137) La disciplina previgente era contenuta nel Reg. Consob n. 6430 del 26 agosto 1992, emanato dalla Commissione al fine di colmare le lacune normative, peraltro senza che il legislatore avesse dettato una specifica delega: per un'analisi cfr. ANNUNZIATA, sub art. 101, in MARCHETTI e BIANCHI (a cura di), *op. cit.*, 149 ss.

(138) I principi fissati dalla Dir. CE 2003/71 trovano sostanziale conferma nel corposo art. 1 Reg. UE 2017/1129, nonché nel successivo art. 3, che fissano complessivamente l'ambito di applicazione della disciplina del prospetto e della sua pubblicazione.

(139) A questo gruppo possono essere ricondotte anche la disciplina contenuta nell'art. 28 Reg. Emittenti, relativa alla commercializzazione di FIA italiani riservati, nonché quella della

dotti finanziari diversi dai titoli, vengono individuati dalla Consob a mezzo dell'art. 34 ter, 1° co., lett. b), Reg. Emittenti. Quest'ultimo dispone ora correttamente che in tale categoria rientrano i soggetti indicati dall'art. 35, 1° co., lett. d), dell'attuale Reg. Intermediari adottato con la delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018, specificando anche che le imprese di investimento e le banche comunicano la propria classificazione, su richiesta, all'emittente, fatta salva l'applicazione della legislazione sulla protezione dei dati. L'intervento così operato dalla delibera Consob n. 21016 del 24 luglio 2019 risolve il precedente rinvio al non più vigente art. 26, 1° co., lett. d), Reg. Intermediari, adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e s.m., rinvio che non teneva conto neppure della definizione di «clienti professionali o investitori professionali» racchiusa nell'art. 1, 1° co., lett. m undecies), T.u.f. (140). Va notato, peraltro, che il rimando operato dall'art. 35, 1° co., lett. d), dell'attuale Reg. Intermediari al suo All. 3 non modifica particolarmente il quadro normativo, in quanto quest'ultimo ricalca sostanzialmente il contenuto dell'identico all. al precedente Reg. Intermediari (141), confermando, in questo modo, la ripartizione della clientela fondata sulle tre categorie di investitori introdotte dalla MiFID, ovvero i clienti professionali e le controparti qualificate (142),

commercializzazione di FIA nei confronti di investitori professionali nell'UE, di cui agli artt. 28 bis ss. Reg. Emittenti.

(140) Definizione inserita dall'art. 1, d.lgs. 44/2014, poi così modificata dall'art. 1, d.lgs. 129/2017, che rinvia, a sua volta, all'art. 6, 2° quinquies e 2° sexies co., T.u.f., così inducendo a rinvenire la definizione della categoria nell'All. 3 del nuovo Reg. Intermediari.

(141) *Le.* il Reg. Consob n. 11522 del 1° luglio 1998 e s.m.

(142) Il citato all. descrive la clientela professionale come l'insieme di soggetti che possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per assumere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi assunti. Nella categoria sono considerati rientrare «di diritto» i soggetti italiani o esteri autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, quali le banche, le imprese di investimento, gli altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, le imprese di assicurazione, gli OICR e le Sgr e i fondi pensione, ecc. oltre alle imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società (con ciò escludendo quindi le persone fisiche) almeno il superamento di due fra i requisiti dimensionali fissati, ossia: un totale di bilancio di venti milioni di euro, un fatturato netto di quaranta milioni di euro o un ammontare di fondi propri di due milioni di euro. Viene altresì confermata la possibilità che i suddetti soggetti possano richiedere un trattamento quale cliente al dettaglio e che gli intermediari prestatori del servizio possano decidere di fornire loro un maggior livello di protezione; l'onere dell'intermediario di informare la controparte prima della prestazione di qualunque servizio che la stessa verrà considerata di diritto un cliente professionale sulla base delle informazioni possedute, rimane solamente nei confronti delle imprese che superino i suddetti criteri dimensionali (a meno di un differente accordo scritto che conceda la maggior tutela, la cui richiesta è onere del cliente).

nonché, qu
in questo n
gli «investi
punti da I
completa,
blica, così
cessa dall'a

Il secon
dell'operaz
T.u.f. e sp
1° comma
destinate a

(143) Al
clienti al dett
rischi, possar
almeno due c
mercato in q
dodici mesi,
superiore a c
un anno svol
natura delle c

(144) Su
primo commu
FUMAGALLI,
rispetto alla
Compliance,
RICCIUTO, *L
golazione nel
profilatura di*

(145) A
considerati t
quali potran
considerati s
di cui all'art.
delle seguen
superiori a c
solo nomina
del contratto
adeguate cor

(146) Si
di OICVM c
sottrae dall'
documentaz
investitori qua

(147) Il
ferta second
da), *Testo U*

nonché, quale categoria residuale, i clienti al dettaglio (143), collegandosi in questo modo all'art. 2, 1° par., lett. e), Reg. UE 2017/1129 che, definisce gli «investitori qualificati» quali i soggetti individuati dall'all. II, sez. I, punti da 1 a 4 della Dir. 2014/65/UE (c.d. MiFID II) (144). L'eccezione si completa, in ogni caso, con la categoria della clientela professionale pubblica, così come definita dal decr. MEF 236/2011 in forza della delega concessa dall'art. 6, 2° sexies co., T.u.f. (145).

Il secondo gruppo di eccezioni, che trae motivazione dalle dimensioni dell'operazione, trova fondamento nelle lett. b) e c) dell'art. 100, 1° co., T.u.f. e specificazione nell'art. 34 ter Reg. Emittenti (146). La lett. a) del 1° comma della norma regolamentare si occupa di escludere le operazioni destinate a un pubblico ristretto (147), pari a 150 soggetti che non abbiano

(143) Allo stesso modo l'all. 3 al nuovo Reg. Intermediari conferma la possibilità che i clienti al dettaglio, previo svolgimento di una procedura tesa ad assicurare la comprensione dei rischi, possano richiedere di essere trattati al pari della clientela professionale, se soddisfano almeno due delle seguenti condizioni: aver effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei precedenti dodici mesi; possedere un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecentomila euro; lavorare o aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno svolgendo delle mansioni o delle prestazioni che presuppongano la conoscenza della natura delle operazioni o dei servizi previsti.

(144) Sul punto cfr. MORERA, *I rapporti tra banca-cliente nella normativa MiFID. Un primo commento*, in DE POLI (a cura di), *La nuova normativa MiFID*, Assago, 2009, 42 ss.; FUMAGALLI, *Classificazione della clientela: il nuovo contesto normativo e le principali differenze rispetto alla previgente disciplina*, in DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziari e regole MiFID. Compliance, autorità di vigilanza e conflitti di interesse*, Assago, 2009, 219 ss.; più recentemente RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. Prime impressioni sul contratto, vigilanza e regolazione nella cosiddetta MiFID II*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), *op. cit.*, 8 ss.; ID., *La profilatura della clientela nella MiFID II*, *ibidem*, 433 ss.

(145) Anche nella categoria della clientela professionale pubblica rientrano dei soggetti considerati tali «di diritto» (ossia il Governo della Repubblica Italiana e la Banca d'Italia, i quali potranno però richiedere un maggior livello di protezione) e altri che potranno essere considerati solo su richiesta (i.e. Regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, i soggetti di cui all'art. 2 d.lgs. 267/2000, nonché gli enti pubblici nazionali e regionali che superino due delle seguenti condizioni: entrate finali accertate nell'ultimo rendiconto di gestione approvato superiori a quaranta milioni di euro; avere effettuato operazioni sul mercato di valore, anche solo nominale, complessivo superiore a cento milioni di euro nel triennio precedente la stipula del contratto; la presenza di personale addetto alla gestione finanziaria che abbia acquisito adeguate competenze, conoscenza ed esperienza in materia di servizi d'investimento).

(146) Si noti, però, che, per espressa previsione dell'art. 18 bis Reg. Emittenti, l'offerta di OICVM che ricade in uno dei casi di esenzione previsti dall'art. 34 ter Reg. Emittenti, non sottrae dall'assolvimento degli obblighi di predisposizione, aggiornamento e consegna della documentazione di offerta, che sarà necessariamente identificata come «offerta riservata a investitori qualificati».

(147) Il mancato superamento della soglia farebbe venir meno il carattere pubblico dell'offerta secondo una parte della dottrina: cfr. MIOLA, *sub art. 94*, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 795 s. Sul punto cfr. anche la comunicazione Consob n.

la qualifica di investitore qualificato (148); la successiva lett. c) pone il limite dimensionale complessivo dell'operazione a otto milioni di euro, soglia calcolata sul corrispettivo atteso dall'offerta dei prodotti finanziari diversi dai titoli nell'ambito dell'UE nell'arco di dodici mesi (149). In merito alle offerte dei titoli il nuovo art. 34 ter, 1° co., Reg. Emittenti, aggiunto dalla delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018, specifica che sono esentate dall'obbligo di pubblicazione del prospetto le offerte al pubblico condotte all'interno dell'Unione europea aventi ad oggetto titoli il cui corrispettivo totale – calcolato su un pari periodo di dodici mesi – risulta compreso tra un milione di euro e otto milioni di euro; in questo modo la Consob dà atto dell'area di non applicazione del Reg. UE 2017/1129, così come fissata a un milione di euro per le micro-offerte dall'art. 1, 3° par.

A queste eccezioni, giustificate dal criterio dimensionale relativo all'intera operazione (che renderebbe, di fatto, antieconomica la stessa, qualora fossero imposti i costi dell'adempimento della disciplina esaminata) (150), che trovano il loro corrispettivo negli artt. 1, 4° par., lett. b), e 3, 2° par., lett. b), Reg. UE 2017/1129, si aggiungono quelle basate sul singolo prodotto offerto, che si fondano sul discutibile presupposto che, oltre una certa soglia di valore l'investimento sia necessariamente effettuato da un investitore dotato della conoscenza e dell'esperienza necessarie (151). L'art. 34 ter, 1° co., lett. da d) a f), Reg. Emittenti, dispone, infatti, parallelamente all'art. 1, 4° par., lett. c), Reg. UE 2017/1129, che non vi sia la necessità della pubblicazione del prospetto quando siano offerti al pubblico prodot-

DIE/12095089 del 5 dicembre 2012, che esclude il carattere pubblico di un'offerta rivolta a un unico sottoscrittore. Il nuovo Reg. UE 1129/2017 conferma tale impostazione, fissando a un milione di euro la soglia per considerare l'operazione totalmente esentata dall'applicazione della disciplina ai sensi dell'art. 1, 3° par.

(148) La soglia andrà calcolata sul numero dei destinatari dell'offerta e non dei sottoscrittori o acquirenti degli strumenti. Escludono che essa debba essere calcolata solo fra i c.d. *friends and family*, ovvero fra i non dipendenti e gli investitori non professionali, COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 92 e nota 55. Sul punto cfr. anche RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita*, cit., 435; PEDERZINI, sub art. 100, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 842.

(149) Tale limite era già stato adottato dalla Consob con delibera 20686 del 9 novembre 2018 in previsione del recepimento dell'art. 3, 2° par., Reg. UE 1127/2017. Per un esempio di calcolo complessivo in merito all'emissioni di azioni e obbligazioni convertibili cfr. la comunicazione Consob n. 0065884 del 1° agosto 2013. Entro il suddetto limite devono essere condotte le offerte al pubblico realizzate tramite i portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle PMI, dalle imprese sociali e dagli OICR o da altre società di capitali che investono prevalentemente in PMI. Per un'analisi della previsione si rinvia al Capitolo XXIV, DE STASIO, in questo volume.

(150) Cfr. COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 92 s.

(151) Cfr. M. PALMIERI, sub art. 100, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, I, cit., 976.

ti finanziari
euro ciasch

Il terzo
è racchiuse
disposizion
Reg. Emitt
lica le esen
offerti stru
incondizio
oppure str
pubblico d
a dalle bar
mate anch

Ai sens
dalle banc

(152) La
OICR o prod
La ultimo la
dalla lett. f) r
mo la soglia
dalle lett. d) e
finanziari per
separata o di
nuove a quell
obbligazioni
parali di negc
oggetti dive
enti che l'art
titoli rivolta
entro per inv
escludere l'ol

(153) Pe
al Testo Un
una qualità
considerazio
degli strume
rischio finan
diversa dall'
e ENRIQUES.
zione l'onere
spetto delle
F comma d
o l'offerente
missione a d

(154) P
la cura di), c

ti finanziari diversi dai titoli il cui ammontare superi il valore di centomila euro ciascuno (152).

Il terzo gruppo di eccezioni, riguardante la natura del prodotto offerto, è racchiuso nell'art. 100, 1° co., lett. da d) a g), T.u.f., nonché nelle relative disposizioni attuative contenute nelle restanti lettere dell'art. 34 ter, 1° co., Reg. Emittenti. In particolare l'art. 100, 1° co., lett. d) ed e), T.u.f., giustifica le esenzioni in forza della solidità dell'emittente, ovvero quando sono offerti strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi o garantiti incondizionatamente e irrevocabilmente da uno dei Paesi membri all'UE, oppure strumenti finanziari emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri, nonché dalla B.C.E. o dalle banche centrali delle nazioni aderenti all'Unione [eccezioni confermate anche dall'art. 1, 2° par., lett. b), c) e d), Reg. UE 2017/1129] (153).

Ai sensi della successiva lett. f) sono escluse anche le offerte realizzate dalle banche (154) che emettono, in modo continuo o ripetuto, a fronte

(152) La precedente soglia di duecentocinquantomila euro fissata per le offerte di quote di OICR o prodotti assicurativi era stata abbassata con delibera Consob 18214 del 9 marzo 2012; da ultimo la delibera Consob 20686 del 9 novembre 2018 ha sostituito la previsione contenuta nella lett. f) relativa agli OICR aperti precisando che la stessa si applica ai FIA aperti. In ogni caso la soglia dimensionale pare doversi estendere a tutti i prodotti finanziari, dato il disposto delle lett. d) ed e), che amplia il tenore dell'eccezione a tutte le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari per un corrispettivo totale di almeno centomila euro per investitore e per ogni offerta separata o di pari valore nominale unitario minimo. Si noti che la soglia dimensionale è inferiore a quella minima di cinquantamila euro fissata per gli strumenti di raccolta diversi dalle obbligazioni non destinati alla quotazione in mercati regolamentati, oppure in sistemi multilaterali di negoziazione, dalla Sez. IV, par. 4, delle Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, adottate da Banca d'Italia con delibera del 9 novembre 2016. Si noti che l'art. 1, 4° par., lett. d), Reg. UE 2017/1129, prende in considerazione anche l'offerta di titoli rivolta a investitori che acquistano titoli per un corrispettivo totale di almeno centomila euro per investitore, per ogni offerta separata, mentre la lett. e) applica tale soglia anche per escludere l'obbligo di pubblicazione per l'offerta di OICR aperti.

(153) Per una critica cfr. D'AMBROSIO, sub art. 100, in ALPA e CAPRIGLIONE, *Commentario al testo Unico*, cit., 937. Si deve rilevare, tuttavia, come la capacità economica non sia affatto una qualità riscontrabile in eguale livello all'interno della categoria degli emittenti presi in considerazione; inoltre, guardando alla tutela dei sottoscrittori, non si può negare che molti degli strumenti emessi possano presentare caratteristiche alquanto complesse, contenendo un rischio finanziario a volte notevole (si pensi, ad esempio, alle obbligazioni emesse in valuta diversa dall'euro, oppure ai titoli con interesse variabile o gli *zero coupon*). Sul punto cfr. COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 93. Ricadrà, dunque, sull'intermediario incaricato di curare la sottoscrizione l'onere di fornire le notizie utili all'investitore non qualificato qualora l'emittente, nel rispetto delle disposizioni comunitarie, non eserciti la facoltà di pubblicare un prospetto ai sensi del comma dell'art. 100 T.u.f. Si noti che l'art. 4 del Reg. UE 2017/1129 prevede che l'emittente tollerante possano sempre procedere alla pubblicazione di un prospetto in funzione dell'ammisione a un mercato regolamentato.

(154) Per una critica all'esenzione cfr. ANNUNZIATA, sub art. 101, in MARCHETTI e BIANCHI (a cura di), *op. cit.*, 160 ss.

del versamento di depositi rimborsabili, strumenti diversi dai titoli di capitale, purché gli stessi non risultino subordinati, convertibili o scambiabili, non conferiscano il diritto a sottoscrivere o ad acquisire altri tipi di strumenti finanziari, o non risultino collegati ad uno strumento derivato e godano di un sistema di garanzia dei depositi a norma degli artt. 96 ss. T.u.b. [analoga previsione è riprodotta nell'art. 1, 4° par., lett. j), Reg. UE 2017/1129](155). La lett. g) dispone, inoltre, che le banche si avvalgono anche dell'esenzione prevista per gli strumenti del mercato monetario, la cui scadenza risulti inferiore ad un anno (156). In entrambi i casi l'eccezione poggia sulla riserva di attività di cui all'art. 11, 2° co., T.u.b., che il T.u.f., però, riconosce solo entro il perimetro della definizione di prodotto finanziario resa dall'art. 1, 1° co., lett. u), T.u.f., ossia escludendo dal novero «i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari» (157).

Rientrano nell'elenco delle eccezioni basate sulle qualità del prodotto offerto anche le esenzioni previste dall'art. 34 ter, 1° co., lett. g) e h), Reg. Emittenti, così come modificato dalla delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2019. La prima fra queste esclude l'obbligo di prospetto quando il collocamento abbia ad oggetto i prodotti di investimento assicurativi, dato che la disciplina relativa alla loro realizzazione, alle informazioni relative e alla loro pubblicità è contenuta nel Regolamento Ivass n. 41 del 2 agosto 2018: l'esenzione, tuttavia, come esplica la prima parte dall'art. 34 ter, 1° co., Reg. Emittenti, non si estende ai prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (c.d. PRIIPs) (158), in ottemperanza a quanto

(155) C.d. obbligazioni bancarie *plain vanilla*. Per un'analisi dell'evoluzione della disciplina comunitaria sul punto cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª ed., cit., 321; COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11ª ed., cit., 59 ss.; DE LUCA, *Prospetto informativo e offerta al pubblico di obbligazioni bancarie*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova legge sul risparmio*, cit., 325 ss.

(156) Anche in questo caso l'esenzione si giustificerebbe a fronte del rischio contenuto che i titoli incorporano, nonché del fatto che attraverso gli stessi si attua una frazione dell'attività di raccolta del risparmio da parte delle banche, attività che risulta in questo modo largamente facilitata. Per una critica cfr. STELLA RICHTER JR., *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria: alla ricerca di una disciplina per gli «ibridi» bancari e assicurativi*, in *Banca impr. soc.*, 2002, 495 ss.; COSTI e ENRIQUES, *op. cit.*, 94; sulle polizze assicurative di capitalizzazione cfr., *ex multis*, SIRI, *I prodotti finanziari assicurativi nella prospettiva del testo unico della finanza*, in AA.VV., *I prodotti finanziari bancari*, cit., 178 ss.

(157) Cfr. PEDERZINI, *sub art. 100*, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 840; ONZA e SALAMONE, *op. cit.*, 570 s.

(158) La previsione dell'esenzione e della sua eccezione in merito ai PRIIPs sono state inserite dalla delibera Consob 20686 del 21 novembre 2018, che ha provveduto ad abrogare anche l'art. 34 ter, 7° e 8° co., Reg. Emittenti, disposizioni che, da una parte, escludevano dall'obbligo di pubblicazione del prospetto e dal rispetto della connessa disciplina le offerte di prodotti finanziari emessi da assicurazioni finalizzate a rendere prestazioni in forma collettiva

previsto d
di un PR
previste d
mazioni e

La let
emessi pr
di person
riconosci
prevision
degli scop

Si giu
stinatari l
libera Co
caso l'off
amminist
fuori sede
sua contr
trollo [la
2017/112

per le quali
mento del p
finanziari e
all'obbligo
prospetto a
loro diffuso
CARVESE, *L
Reg. cit. p
1159) l*

potervi rier
invece, dov
limitizzati i
shareholder
benefit e ve

(160) I
condivisibil
finanziario
di sottoscri

(161) I
anche dei l
di cui può
retto da), 7
Sostiene D
2015, che l'e

previsto dall'art. 100, 3° bis co., T.u.f., che impone che, nel caso di offerta di un PRIIP a investitori al dettaglio, debbano essere rispettate le norme previste dal Reg. UE 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave (c.d. KID) per i suddetti prodotti.

La lett. h) esclude, invece, l'obbligo di prospetto quando vengano emessi prodotti finanziari diversi dai titoli da parte di associazioni dotate di personalità giuridica o enti non aventi scopo di lucro, eventualmente riconosciuti anche da uno Stato membro (159): l'ambito applicativo della previsione è ristretto, tuttavia, alle sole operazioni dirette al finanziamento degli scopi altruistici perseguiti (160).

Si giustifica, invece, per l'assenza di un obbligo di protezione dei destinatari l'eccezione prevista dalla lett. i), così come modificata dalla delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2019, che esclude la disciplina in caso l'offerta di prodotti finanziari diversi dai titoli sia rivolta a favore di amministratori, di dipendenti o di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, anche non più in ruolo, da parte dell'emittente o da parte della sua controllante di una controllata, collegata o sottoposta a comune controllo [la previsione trova un parallelo nell'art. 1, 4° par., lett. i), Reg. UE 2017/1129] (161).

per le quali gli assicurati o i beneficiari non dovevano sostenere, neppure parzialmente, il pagamento del premio, dall'altra, esentavano solo parzialmente le offerte relative ai restanti prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, in quanto le emittenti non risultavano sottoposte all'obbligo della comunicazione preventiva alla Consob e alla conseguente approvazione del prospetto ai sensi dell'art. 94, co. 1°, T.u.f., né dei messaggi pubblicitari contestualmente alla loro diffusione ai sensi dell'art. 101, co. 1°, T.u.f. Per un'analisi della disciplina previgente cfr. CONVESE, *La pubblicità dei prodotti assicurativi: un tentativo di ricostruzione della disciplina*, in *Resp. civ. prev.*, 2010, 2159.

(159) La formula utilizzata dal legislatore rende incerti i confini della categoria: paiono potervi rientrare, comunque, le fondazioni, nonché i comitati e le imprese sociali; sembrano, invece, doversi escludere le società *benefit*, se si abbraccia la tesi che l'attività altruistica sia finalizzata alla realizzazione dello scopo di lucro: cfr. M. PALMIERI, *L'interesse sociale: dallo shareholder value alle società benefit*, in *Banca impr. soc.*, 2017, 201 ss.; PRAVATIERA, *Società benefit e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 951 ss.

(160) Cfr. la comunicazione Consob n. DIE/12095091 del 5 dicembre 2012. Evidenzia condivisibilmente come le quote associative non possano rientrare nella definizione di prodotto finanziario e che, pertanto, non possano essere comunque sottoposte alla disciplina dell'offerta di sottoscrizione o vendita, RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita*, cit., 438.

(161) Per una condivisibile critica dell'inclusione nel novero dei soggetti privi di tutela anche dei lavoratori non posti al vertice delle aziende, verosimilmente privi delle informazioni di cui può godere il solo *management*, cfr. PEDERZINI, sub art. 100, in G.F. CAMPOBASSO (diritto da), *Testo Unico della finanza*, 2, cit., 846; RIGHINI, *L'offerta pubblica di vendita*, cit., 439. Sostiene D'AMBROSIO, sub art. 100, in ALPA e CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico*, cit., 935, che l'eccezione dovrebbe essere applicata unicamente qualora i dipendenti fossero indicati

Alle ipotesi derogatorie appena vedute si aggiunge poi un regime di parziale disapplicazione della disciplina che si rinviene nel combinato dell'art. 100, 2° co., T.u.f., e dell'art. 34 ter, 3° co., Reg. Emittenti, che permette alle s.p.a. di non assolvere gli obblighi informativi imposti dall'art. 13, 2° e 3° co., Reg. Emittenti, nel caso l'offerta abbia ad oggetto solamente valori mobiliari rivolti agli amministratori, eventualmente non più in carica, ai dipendenti, anche non più assunti, o ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede di una società che non abbia dei valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, o da un'impresa ad essa collegata, controllata o sottoposta a un controllo comune (162).

Ad esito degli interventi operati dalla delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2019 per il coordinamento del Reg. UE 2017/1129 sono venute meno le previsioni volte ad escludere dall'obbligo di pubblicazione del prospetto le offerte dirette a sostituire le azioni circolanti con titoli della medesima categoria, qualora ciò non comporti un aumento del capitale (163), nonché quelle che realizzano il versamento di dividendi ai soci nella forma

nominativamente e fosse predeterminato e riservato il quantitativo da far loro sottoscrivere al fine di superare la natura *ad incertam personam* dell'offerta.

(162) L'obbligo di informazione si collega a quello in merito alla assegnazione di strumenti finanziari a favore dei dipendenti e degli amministratori ex artt. 114 bis T.u.f. e 84 bis Reg. Emittenti: cfr. CERA, *Le società con azioni quotate*, cit., 49.

(163) La raccolta presso i soci andava già incontro ai limiti fissati dal combinato dell'art. 6, delibera C.i.c.r. 19 luglio 2005 (per un'analisi cfr. GARGANTINI, *La raccolta non bancaria del risparmio: evoluzione della fattispecie*, in *Dir. banc.*, 2008, I, 81 ss.), che sono stati oggetto di revisione da parte delle Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, adottate da Banca d'Italia con delibera del 9 novembre 2016. Queste ultime hanno fissato dei limiti alla raccolta distinguendo quella effettuata fra i soci delle cooperative e quella riguardante i soci dalle restanti società. Per le prime, in particolare, sono fissati specifici obblighi informativi quali un regolamento predisposto dall'organo amministrativo e approvato dall'assemblea dei soci che indichi le modalità di raccolta presso i soci e l'eventuale adesione ad uno schema di garanzia compresi i limiti, i modi e i tempi del rimborso in caso di attivazione della garanzia. Inoltre, le compagnie con più di cinquanta soci debbono indicare nella nota integrativa del bilancio d'esercizio e nelle relazioni semestrali l'ammontare della raccolta effettuata presso soci in essere alla data di riferimento, anche in rapporto al patrimonio sociale; l'indicazione dell'eventuale garante e del tipo di garanzia; il valore di mercato aggiornato delle garanzie reali finanziarie; qualora non sia redatto un bilancio consolidato, un prospetto illustrativo del valore del patrimonio rettificato degli effetti di operazioni con società partecipate; un indice di struttura finanziaria, dato dal rapporto fra patrimonio più debiti a medio e lungo termine e attivo immobilizzato. La conoscenza dell'emittente giustifica invece la carenza di previsioni specifiche e limiti: nelle s.s., nelle s.n.c. e nelle s.a.s. con riferimento ai soli soci accomandatari la raccolta avviene senza particolari cautele, mentre nelle restanti società di capitali la raccolta è effettuata esclusivamente presso i soci che detengano una partecipazione di almeno il 2% del capitale sociale risultante dall'ultimo bilancio approvato e che risultino iscritti nel libro dei soci da almeno tre mesi.

di titoli
reso dis
stessi, n
appaion
Reg. UE
le eccezi
con uno
zione: P
ad esclu
le offert
pubblica
perazioi

Pari
che in n
menti d
bili, pri
neppure
di settai
anno, d
di un pi
trasmes
serimen
stampa
degli in
si sogge

Nel
redata
a quelle
equival
una fus
informa
vo pro:
presenz
nitari.
dalla n
di mod
degli is
Reg. U

di titoli della stessa categoria di quelli già posseduti e a condizione che sia reso disponibile un documento che indichi il numero e la natura dei titoli stessi, nonché i motivi e i dettagli dell'offerta, in quanto le stesse eccezioni appaiono ora direttamente disciplinate nell'art. 1, 4° par., lett. e) ed h), Reg. UE 2017/1129. Analogamente appaiono abrogate dal Reg. Emittenti le eccezioni accomunate dal fatto che il prodotto offerto venga scambiato con uno o più prodotti posseduti dal soggetto destinatario della sollecitazione: l'art. 1, 4° par., lett. f) e g), Reg. UE 2017/1129, provvede, infatti, ad escludere dall'obbligo di pubblicazione dal prospetto le OPS, nonché le offerte connesse a una fusione o a una scissione, a condizione che sia pubblicato un documento contenente le informazioni che descrivono l'operazione e il suo impatto sull'emittente.

Parimenti, infine, risulta abrogato l'art. 34 ter, 4° e 5° co., Reg. Emittenti, che in merito alle offerte effettuate da banche in modo continuo di strumenti diversi dai titoli di capitale non subordinati, convertibili o scambiabili, privi del diritto di sottoscrivere o di acquisire altri tipi di strumenti e neppure collegati ad uno strumento derivato, per un ammontare massimo di settantacinque milioni di euro in un arco di tempo non superiore ad un anno, disponeva che l'obbligo di pubblicazione venisse assolto a mezzo di un prospetto in forma semplificata, che non doveva, tuttavia, essere né trasmesso, né vagliato dalla Consob, ma solo pubblicato a mezzo dell'inserimento in uno o più giornali a diffusione nazionale, oppure in forma stampata e gratuita presso la sede legale dell'emittente e presso gli uffici degli intermediari incaricati del collocamento, o sul sito internet degli stessi soggetti.

Nel primo caso ciò è possibile in presenza di un'OPS che venga corredata da un documento contenente le medesime informazioni rispetto a quelle richieste dal prospetto nazionale relativo al prodotto e che tale equivalenza venga vagliata dalla Consob; nel secondo, caratterizzato da una fusione o da una scissione societaria, la presenza di un documento informativo equivalente fugge la necessità della pubblicazione di un nuovo prospetto; tuttavia, in questo caso, l'eccezione opererà solamente in presenza di un'offerta o di un'assegnazione di strumenti finanziari comunitari. Un'analoga disciplina di favore per gli emittenti bancari, dettata dalla necessità di semplificare la raccolta del risparmio tramite emissioni di modesta entità principalmente offerte tramite la stessa rete distributiva degli istituti di credito, si rinviene, infatti, ora nell'art. 1, 4° par., lett. f) e g), Reg. UE 2017/1129, che, però, appare escludere completamente un qualsi-

asi obbligo informativo a mezzo di un prospetto, anche, eventualmente, in forma semplificata (164).

8. Le rivendite dei prodotti finanziari collocati senza la previa pubblicazione di un prospetto

Come accennato inizialmente, l'art. 100 bis T.u.f. rappresenta una delle poche disposizioni che ancora caratterizzano la normativa nazionale in tema di offerte di prodotti finanziari, in quanto non trae completamente origine dalla legislazione comunitaria, affermandosi quale risposta agli scandali che hanno segnato l'economia italiana all'inizio del secolo (165). La genesi della previsione si rinviene, infatti, nell'art. 11, 2° co., lett. c), d.lgs. 262/2005 (c.d. «legge a tutela del risparmio») (166), la cui finalità era il contrasto della pratica del ricollocamento nelle mani di investitori non professionali di *bond* emessi in via riservata da società controllate estere di gruppi italiani a favore di investitori qualificati (167).

(164) Sulla estensione della disciplina del T.u.f. ai prodotti bancari e assicurativi ad opera della l. 262/2005 e sul successivo intervento correttivo contenuto nel d.lgs. 303/2006, cfr. GRECO, sub art. 11, in NIGRO e SANTORO (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, 2007, 154 ss.; COSTI, *I prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione*, in AA.VV., *I prodotti finanziari bancari*, cit., 16 ss.; AMOROSINO, *Funzioni e poteri*, cit., 150; ANTONUCCI e PARACAMPO, *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo secondo della legge risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca borsa*, 2007, I, 297 ss.; NIUTTA, *L'abrogazione dell'art. 100, 1° comma, lett. f) e le previsioni del nuovo art. 100 bis T.u.f. 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. banc.*, 2007, I, 11 ss.; SIRI, *I prodotti finanziari assicurativi nella prospettiva del testo unico della finanza*, in AA.VV., *I prodotti finanziari bancari*, cit., 192 ss.; POLI, *L'offerta al pubblico di sottoscrizione*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, 2ª ed., cit., 894 ss.; GOBIO CASALI, *Prodotti assicurativi finanziari: disciplina normativa qualificazione giuridica e tutela del risparmiatore*, in *Giust. civ.*, 2010, II, 303 ss.

(165) Un'altra norma che non trova fondamento nella disciplina europea è l'art. 100 ter T.u.f., per la cui analisi si rinvia al Capitolo XXIV, DE STASIO, in questo volume.

(166) Che sarebbe ispirato, a sua volta, dalle *Rule 144* e *144A* della SEC, che impone un *holding period* al sottoscrittore di strumenti finanziari che siano stati acquisiti senza la pubblicazione di un prospetto: sul punto cfr. GRECO, sub art. 11, in NIGRO e SANTORO (a cura di), *op. cit.*, 151; ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, cit., 36 s.; DALMARTELLO, *Private placement*, cit., 98 ss.

(167) Il testo originariamente inserito dall'art. 11, 2° co., lett. c), d.lgs. 262/2005 si riferiva al fenomeno dell'insolvenza dell'emittente, tradendo l'intento di fornire una tutela ai possessori di obbligazioni estere riferibili a gruppi italiani. Sul punto cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11ª ed., cit., 67. Per un'analisi del fenomeno citato v., *supra*, nota 6. La modifica citata è solo una di quelle che ha subito l'originaria formulazione dell'articolo nel corso degli anni al fine di correggere alcuni dubbi applicativi, nonché per attuare un miglior coordinamento con la normativa

Pur a
no, tuttar
Il dubbic
no vita a
previsto
infatti, d
che hann
di pubbli
roma off
nella defi
dei casi d
invece, d
i prodott
di un col
si succes
qualifica
previsti d

Come
una rispe
senza l'a
perseguit
za fra le
dotti sen
specifica
che si avv
secundis,
ma deve,

nel frattem
co., d.lgs. 3
dell'art. 3,
in tertius l'a
regolate ai

(168) C
la norma fa

(169) I
hanno cost
spetto», op
la seconda
qualificati
nel corso d
deve rientri

Pur a fronte di emendamenti successivamente intervenuti, permangono, tuttavia, degli interrogativi in merito alla coerenza della disposizione. Il dubbio principale risiede nella portata dei primi due commi, che danno vita a una sovrapposizione delle tutele offerte. Ricalcando quanto già previsto dall'art. 2, 3° par., Dir. CE 2003/71 (168), il 1° comma dispone, infatti, da una parte, che «La successiva rivendita di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di un'offerta al pubblico esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto costituisce ad ogni effetto una distinta e autonoma offerta al pubblico nel caso in cui ricorrano le condizioni indicate nella definizione prevista all'articolo 1, 1° co., lett. t), e non ricorra alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100»; il 2° comma sancisce, invece, dall'altra, che «Si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100».

Come è facile cogliere, entrambe le disposizioni sono volte a fornire una risposta al fenomeno del ricollocamento di prodotti finanziari offerti senza l'ausilio di un prospetto informativo (169). L'identità dell'obiettivo perseguito dalle norme si traduce, in particolare, in due punti di interferenza fra le stesse: *in primis*, il presupposto fattuale, ovvero l'offerta dei prodotti senza la previa pubblicazione di un prospetto, in cui rientra anche la specifica ipotesi del *private placement* a favore di «investitori qualificati», che si avvale della esenzione prevista dall'art. 100, 1° co., lett. a), T.u.f.; *in secundis*, la condotta, ossia l'atto della rivendita, che nel caso del 2° comma deve, però, avvenire «sistematicamente».

nel frattempo modificatasi. In particolare l'articolo è stato emendato, *in primis*, dall'art. 3, 8° co., d.lgs. 303/2006, a cui ha fatto seguito la sostituzione dell'intero Capo I del Tit. 2 ad opera dell'art. 3, d.lgs. 51/2007; *in secundis* l'art. 15, d.lgs. 164/2007, ha operato ulteriori modifiche; *in tertius* l'art. 1, d.lgs. 184/2012, ha precisato il riferimento alle agenzie di *rating* del credito, regolate ai sensi del Reg. CE n. 1060/2009 di cui al 4° comma, e ha introdotto il comma 2° bis.

(168) Cfr. GRECO, *op. ult. cit.*, 150, che evidenzia comunque la maggior ampiezza, dato che la norma fa riferimento alla categoria dei prodotti finanziari e non dei soli strumenti.

(169) La prima previsione tratta, in particolare, della «rivendita di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di un'offerta al pubblico esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto», operazione che realizza un'offerta al pubblico ai sensi dell'art. 1, 1° co., lett. t), T.u.f.; la seconda si occupa della particolare fattispecie di «un collocamento riservato a investitori qualificati», a cui segua una rivendita sistematica «a soggetti diversi da investitori qualificati» nel corso di un anno dal *private placement*. In entrambi i casi il successivo ricollocamento non deve rientrare nei «casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100».

Le conseguenze della violazione delle previsioni non appaiono però identiche: il 3° comma dispone, infatti, che quando a un *private placement* consegue una rivendita sistematica a favore di un «acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale» (170), quest'ultimo possa far valere la nullità del contratto e i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato, ferma restando, in ogni caso, l'applicazione delle sanzioni previste dall'art. 191 T.u.f., nonché di quanto stabilito dagli artt. 2412, 2° co., 2483, 2° co., e 2526, 4° co., c.c. (171). Inoltre, il 2° comma non trova applicazione alle rivendite di titoli di debito emessi da Stati membri dell'OCSE con classamento creditizio di qualità bancaria (c.d. *rating investment grade*) (172) assegnato da almeno due agenzie di *rating* registrate ai sensi del Reg. CE 1060/2009, o i cui giudizi sulla solidità finanziaria siano avallati da delle agenzie di analoga credibilità, fatta salva, in ogni caso, la possibilità di esperire le ulteriori azioni civili, penali e amministrative previste a tutela del «risparmiatore» (173).

Sul punto parte della dottrina ha escluso il rischio di un contrasto fra le disposizioni (174); altra, invece, pur rilevando una sovrapposizione, ha ri-

(170) Ci si può domandare, peraltro, se la sanzione della nullità di protezione così prevista possa essere applicata anche alla successiva cessione di obbligazioni e titoli di debito sottoscritti tramite portali per la raccolta di capitali, ai sensi dell'art. 100 ter, 1° ter co., T.u.f. (norma inserita dall'art. 1, 238° co., l. 30 dicembre 2018, n. 145), a favore di investitori non professionali o non appartenenti alle particolari categorie di investitori individuate dalla Consob, in particolare nei confronti delle offerte di strumenti finanziari emessi da PMI aventi un corrispettivo totale inferiore al limite determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, 1° co., lett. c), T.u.f.

(171) Ossia in merito, rispettivamente, alla responsabilità dell'intermediario professionale sottoposto a vigilanza prudenziale per la solvenza delle obbligazioni emesse *ultra limitem* da una s.p.a. e cedute a favore di investitori non professionali, agli analoghi obblighi di garanzia dell'intermediario professionale per i titoli di debito emessi dalla s.r.l. o dalla cooperativa che abbia adottato identica forma societaria.

(172) Per un'analisi del significato di *rating investment grade* e della sua contrapposizione rispetto a quello di *speculative investment grade*, in particolare con riferimento alle tre maggiori agenzie di valutazione mondiali, cfr., *ex multis*, PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Milano, 2009, 75 s. e nota 1; per un profilo storico delle stesse e delle loro analisi cfr. GIO. FERRI e LATICIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, 27 ss.

(173) Si noti che la figura del risparmiatore, pur essendo di uso comune, non è definita dal T.u.f. e deve intendersi quale investitore «al dettaglio». Per un'analisi del Reg. CE 1060/2009 e del successivo Reg. UE 462/2013, TROISI, *Le agenzie di rating. Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, 2013, 129 ss.

(174) Cfr. SANGIOVANNI, *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100 bis T.u.f.*, in *Danno e resp.*, 2008, 966 s.; ID., *L'art. 100 bis t.u.f. sulla circolazione dei prodotti finanziari*, in GABRIELLI e LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 1, 2ª ed., Torino, 2011, 1318 ss., sulla base dell'idea della «offerta indiretta».

tenuto
«di pro
«al det
matico
dato no
Nel
renti le
stato n
ferta, j
rivolto
maticit
posson
titoli s
T.u.f. (c
frammi
parte c
applicaz
mento

(17
denza, f
di pubbl
titoli all
pubblica
(17
La disci
(17
in Scritt
di strum
del merc
effettivi
(17
e finanz
verifica
Secondo
di BERT
le citazi
fatto riv
uniform
disciplina
di una r
del proc
1322; E

tenuto di individuare una differenza sulla base della previsione della nullità «di protezione», invalidità che può essere fatta valere solo dall'investitore «al dettaglio» (175) e che potrebbe trovare fondamento nel carattere sistematico della rivendita che caratterizza il 2° comma (oltre che – anche se il dato non sembra dirimente – nel differente periodo di applicazione) (176).

Nell'alveo di questa seconda corrente interpretativa si registrano differenti letture in merito alla definizione di sistematicità. Condivisibilmente è stato messo in luce come la rivendita costituisca nei fatti anch'essa un'offerta, pur se non realizzata, verosimilmente, come un unico messaggio rivolto *ad incertam personam* (177). Si è suggerito, dunque, che la sistematicità possa risiedere nel contenuto seriale delle singole cessioni, che possono essere intese realizzare un'operazione unitaria di dismissione dei titoli sottoscritti avvalendosi delle esenzioni *ex art.* 100, co. 1°, lett. a), T.u.f. (178), sebbene le stesse cessioni possano risultare temporalmente frammentate o intervallate dalla riacquisizione temporanea dei titoli da parte degli offerenti. Da ciò consegue che rientrerebbero nell'ambito di applicazione del 1° comma le rivendite in blocco attuate in qualsiasi momento successivo alla sottoscrizione a mezzo di una comunicazione «uni-

(175) A differenza della nullità *ex art.* 1418 c.c., che, secondo la dottrina e la giurisprudenza, può essere invocata da chiunque vi abbia interesse nel caso sia stato violato l'obbligo di pubblicazione del prospetto e, quindi, anche dallo stesso emittente il quale abbia affidato i titoli all'intermediario per il loro collocamento nel caso in cui quest'ultimo non abbia atteso la pubblicazione del prospetto per offrirli al pubblico: cfr., *supra*, par. 2.2.

(176) Per una critica alla differente tutela temporale offerta dalla norma cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7° ed., cit., 344 s.

(177) In tal senso cfr. DI BRINA, *Considerazioni sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, I, Assago, 2010, 646 ss.; DE SANTIS, *Collocamento di strumenti finanziari in periodo di grey market*, in GABRIELLI e LENER (a cura di), *I contratti del mercato*, 1, 2° ed., cit., 1308 s.; BOCHICCHIO, *La nuova norma sui titoli in selling restriction: effettività e limiti*, in *Contr. e Impr.*, 2008, 529 s.

(178) Sulla definizione di sistematicità cfr. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007, 288 s., che suggerisce come tale criterio si debba verificare alla luce del numero di clienti coinvolti rapportato alle dimensioni dell'intermediario. Secondo Trib. Milano, sez. VI, 3 giugno 2008, n. 7194, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2092, con nota di BERTOLINI, *Negoziare degli strumenti in grey market e violazione della disciplina sulla sollecitazione all'investimento*, ricade sull'investitore attore «la prova che vi sia stata un'offerta di titoli rivolta ad un numero indeterminato e indistinto degli investitori non istituzionali in modo uniforme e standardizzato»; ciò implica che, qualora la Consob non rilevi la violazione della disciplina, risulterà particolarmente difficile per l'investitore dare dimostrazione del compimento di una rivendita sistematica: sul punto cfr. SANGIOVANNI, *L'art. 100 bis t.u.f. sulla circolazione dei prodotti finanziari*, in GABRIELLI e LENER (a cura di), *I contratti del mercato*, 1, 2° ed., cit., 1322; DALMARTELLO, *Private placement*, cit., 116 s.

taria», anche oltre il limite temporale fissato dal 2° comma (179); sotto quest'ultima norma ricadrebbero, invece, le cessioni che, seppure frazionate in molteplici proposte di vendita, sono volte a realizzare una sostanziale dismissione dei prodotti entro l'anno dalla loro sottoscrizione (180). In ogni caso non potrebbero essere considerate quali offerte pubbliche le operazioni sporadiche, che non risultino costituire una cessione in massa dei titoli sottoscritti nel corso di un *private placement* alla scadenza di un anno dall'emissione (181).

A sostegno di questa tesi sembra porsi l'art. 100 bis, 2° bis co., T.u.f.: la possibilità per il rivenditore di ottemperare l'obbligo di pubblicazione di un prospetto a mezzo di un documento «già disponibile e ancora valido, purché l'emittente o la persona responsabile della redazione del prospetto abbiano dato il loro consenso a tale utilizzo mediante accordo scritto», sembra prendere, infatti, in considerazione non solo il caso della rivendita conseguente a un collocamento non pienamente riuscito e svolto sulla base di un impegno irrevocabile assunto dall'intermediario nei confronti dell'emittente *ex art. 1, 5° co., lett. c), T.u.f.* (182), ma anche quei collocamenti di prodotti finanziari che presentano una frazione degli stessi destinata *ab origine* a investitori professionali, i quali potrebbero così decidere di cedere gli strumenti sottoscritti entro il loro primo anno «di vita» a un pubblico di investitori indistinto senza incorrere nel rischio che la rivendita

(179) Sul punto cfr. CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca borsa*, 2008, I, 45 s.

(180) Il problema di una migliore definizione dei confini dell'operazione si ritrova anche nell'art. 2 bis, 2° co., Reg. Emittenti – così come modificato dalla delibera Consob 20621 del 10 ottobre 2018 – che si occupa di definire gli strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante: la norma equipara, infatti, la pubblicazione del prospetto ai sensi dell'art. 94 T.u.f., o di analogo documento previsto dall'art. 34 ter, 1° co., T.u.f., a «un collocamento in qualsiasi forma realizzato e a prescindere dal relativo esito». Per la tesi del coinvolgimento degli investitori professionali che abbiano ceduto gli strumenti ad altri investitori professionali che, in seguito, riversino gli stessi strumenti sui risparmiatori, cfr. R. VIGLIONE, *Circolazione di prodotti finanziari*, cit., 63 s.; *contra* GRECO, sub art. 11, in NIGRO e SANTORO (a cura di), *op. cit.*, 146 e nota 40; E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto*, cit., 892 s.; SANGIOVANNI, *L'art. 100 bis T.u.f. sulla circolazione dei prodotti finanziari*, in GABRIELLI e LENER (a cura di), *I contratti del mercato*, 1, 2ª ed., cit., 1333.

(181) Una conferma a tale interpretazione sembra ottenersi guardando alle negoziazioni realizzate dagli internalizzatori sistematici: l'art. 2, 7° co., Reg. Emittenti dispone, infatti, che l'art. 100 bis, 2° e 3° co., T.u.f. si applichi alle quotazioni di prezzi effettuate da internalizzatori sistematici che non rientrino nelle eccezioni previste dall'art. 2, 4° e 6° co., Reg. Emittenti: per un esame di queste ultime previsioni v. *supra*, nota 137.

(182) Oppure a fronte di un collocamento «gerarchico», effettuato fra un collocatore principale e più *sub*-collocatori: cfr. in tal senso ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, cit., 46 ss. Sul punto cfr. anche DALMARTELLO, *Private placement*, cit., 177 s., che parla di ruolo di *gatekeeping* assegnato dalla norma al primo sottoscrittore.

sia conside
comma (18

Anche
mato a int
di diretta
11/7/2019.

ca discipli
zialmente

come viste

la norma

di titoli ch
te dall'obb

lett. da a)

ficati; le of

membro, c

titoli di va

di titoli ri

almeno eu

sere consi

per determ

li, si debbi

tre il succo

intermedia

(183) Il
gislatore con
che, ricalcan
ogni successi
di prospetto
detta rivendi
non ricada n
previsto dall
spetto aggiu
intermediari
responsabile
to). Conferm
cui portata i
COSTI. *Il me*
caratteri dell
pubblica (ov
spetti», una
che presenti
così da mette

sia considerata, per i volumi coinvolti, un'offerta pubblica ai sensi del 2° comma (183).

Anche in merito all'art. 100 bis T.u.f. il legislatore nazionale sarà chiamato a intervenire per raccordare la normativa nazionale a quella europea di diretta applicazione, in forza della delega ricevuta ai sensi dell'art. 9 l. 117/2019. Il Reg. UE 2017/1129, al suo art. 5, prevede, infatti, una specifica disciplina in merito alla rivendita successiva dei titoli, che riprende parzialmente quella già contenuta nell'art. 2, 3° par., Dir. CE 2003/71, su cui, come visto, si basa la frazione iniziale dell'art. 100 bis T.u.f. In particolare la norma europea, al 1° paragrafo, dispone, che ogni successiva rivendita di titoli che siano stati oggetto di uno o più tipi di offerta al pubblico esente dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto ai sensi dell'art. 1, 4° par., lett. da a) a d) (i.e. le offerte di titoli rivolte unicamente a investitori qualificati; le offerte rivolte a meno di 150 persone fisiche o giuridiche per Stato membro, diverse dagli investitori qualificati; le offerte aventi ad oggetto titoli di valore nominale unitario pari ad almeno euro centomila; le offerte di titoli rivolte a investitori che aderiscono per un corrispettivo totale di almeno euro centomila per investitore, per ogni singola offerta), debba essere considerata quale un'offerta separata. Lo stesso inciso aggiunge che, per determinare se tale rivendita costituisca un'offerta al pubblico di titoli, si debba applicare la relativa definizione di cui all'art. 2, lett. d), mentre il successivo alinea precisa che anche il collocamento di titoli tramite intermediari finanziari sia soggetto alla pubblicazione di un prospetto, a

(183) Il problema della successiva rivendita è stato parzialmente affrontato anche dal legislatore comunitario, che nel Reg. UE 1129/2017 ha previsto, all'art. 5, un'apposita disciplina che ricalcando quanto già fissato dall'art. 3, par. 2, Dir. 2003/71/CE, si occupa di imporre che ogni successiva rivendita di titoli precedentemente oggetto di un'offerta esentata dall'obbligo di prospetto ai sensi dell'art. 1, 4° par., lett. da a a d, venga considerata un'offerta separata, se detta rivendita costituisce un'offerta al pubblico ai sensi dell'art. 2, lett. d, dello stesso Reg. e non ricada nelle eccezioni succitate (la stessa norma specifica, inoltre, ricalcando quanto già previsto dall'art. 100 bis, 2° bis co., T.u.f. che non è obbligatoria la pubblicazione di un prospetto aggiuntivo nelle rivendite successive di titoli o nei collocamenti finali di titoli tramite intermediari finanziari qualora sia disponibile un prospetto valido e l'emittente o il soggetto responsabile della redazione del prospetto acconsentano al suo utilizzo mediante accordo scritto). Confermando quanto sostanzialmente previsto dal 1° comma dell'art. 100 bis T.u.f. - la cui portata tautologica è stata evidenziata da BOCHICCHIO, *La nuova norma*, cit., 529, nonché COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11ª ed., cit., 67 - la normativa europea non aiuta a comprendere i caratteri della rivendita sistematica, ossia una rivendita che non assuma le forme di un'offerta pubblica (ovvero, ai sensi della definizione resa dall'art. 2, par. 1, lett. d), del nuovo «Reg. prospetti», una comunicazione rivolta a persone attuata in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei titoli oggetto della stessa, così da mettere un investitore in grado di decidere se acquistare o sottoscrivere i titoli).

meno che non si applichi una delle esenzioni già esaminate anche in relazione al collocamento finale. La parte conclusiva del 1° paragrafo esenta, poi, dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto aggiuntivo le rivendite successive di titoli o i collocamenti definitivi di titoli tramite intermediari finanziari qualora sia disponibile un prospetto valido ai sensi dell'art. 12 Reg. UE 2017/1129 e l'emittente, oppure il soggetto responsabile della redazione del prospetto, dia il proprio assenso all'utilizzo mediante accordo scritto. Infine, il 2° paragrafo dell'art. 5 sancisce che qualora un prospetto riguardi l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di titoli diversi dai titoli di capitale da negoziare esclusivamente in un mercato regolamentato, o in un suo segmento specifico a cui solo gli investitori qualificati possano avere accesso al fine del loro scambio, i titoli non possano essere rivenduti a investitori non qualificati, a meno che non venga redatto un idoneo prospetto.

■ Alla luce del maggior dettaglio dell'attuale normativa europea rispetto a quella contenuta nella Dir. CE 2003/71, non sembra fuori luogo immaginare che il legislatore delegato possa essere portato a rimodellare l'art. 100 bis T.u.f. nel senso di un suo deciso ridimensionamento, che elimini la sovrapposizione fattuale esistente fra i commi 1° e 2°, data una migliore definizione della rivendita conseguente a un collocamento esente da obbligo di pubblicazione del prospetto, e che si concentri sugli aspetti su cui la normativa comunitaria non prende correttamente posizione, ossia le conseguenze della violazione dell'obbligo di pubblicazione nel caso di successiva rivendita dei titoli che non ne sia esente, che dovranno essere declinate in forza dell'ordinamento nazionale. Su quest'ultimo aspetto sarà interessante verificare se il legislatore italiano vorrà ancora prevedere delle forme di nullità «di protezione», oppure vorrà ricondurre il regime sanzionatorio alla responsabilità contrattuale dell'emittente e/o degli intermediari coinvolti.

1. L'OPA
cato del c
-5. Il pro
dell'offer
giurispru
regime d
11. (Segn

1. L'OC

Il Cap
discip
ne pai
strum
Q
zione
no ac

(1
diversi
via via
Dirett
distan
con i s
2008,
n. 146
n. 116
inqua
Offer
voce
pubbl
(offer
«Offe
e le p