

# ERRATA CORRIGE

A causa di un errore tecnico al momento della stampa, si segnala che il paragrafo 1.2., Lezione X, a pagina 171 del Volume I e del Volume unico e il paragrafo 1.2., Lezione XXXIII, a pagina 613 del Volume II e del Volume unico devono essere sostituiti con i seguenti.

## LEZIONE X

### 1.2. L'offerta al pubblico di prodotti finanziari

La disciplina dell'offerta pubblica di titoli è, proprio mentre si licenzia questa edizione, in pieno mutamento. E' infatti entrato in vigore alla fine di luglio 2019 il Regolamento UE 1129/2017 (d'ora in poi reg. prospetto), insieme ai due regolamenti delegati 2019/979 e 2019/980, di immediata applicazione e che è destinato a sostituire buona parte delle regole del TUF in materia. Il legislatore italiano non ha ancora adattato il TUF né ha fatto rinvio al reg. prospetto: al contrario la Consob ha adattato al reg. prospetto la normativa secondaria (regolamento Consob 14 maggio 1999, n. 11971, modificato con delibera del 24 luglio 2019 d'ora in poi reg. emittenti): insomma un quadro ancora confuso. Quando le regole saranno coordinate si avrà una disciplina delle offerte pubbliche di strumenti finanziari comunitari ("titoli" del linguaggio del reg. prospetto) e, in particolare, del prospetto, in cui il diritto comunitario lascerà pochi spazi alla normativa nazionale (p.e. una maggior latitudine in quanto riferita a tutti i prodotti finanziari, nozione sconosciuta al diritto europeo). Ai fini dell'esposizione si farà riferimento alle norme del reg. prospetto, attesa la sua immediata applicazione alle nuove offerte pubbliche.

In materia bisogna distinguere:

- l'offerta al pubblico di prodotti finanziari, che consiste in ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma effettuata, che presenti informazioni sufficienti a porre un investitore in grado di decidere se acquistare o sottoscrivere prodotti finanziari (art. 2 reg. prospetto e art. 1, comma 1, lett. t), TUF), e che trova la sua compiuta disciplina nelle norme sull'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita (o.p.s. e o.p.v.) che regolano il comportamento di chi offre titoli in cambio di denaro;
- l'offerta pubblica di acquisto o di scambio (o.p.a. e o.p.sc.) che, invece, consiste nell'offerta di denaro o prodotti finanziari in cambio di prodotti finanziari ed è soggetta a regole, in parte analoghe e in parte differenziate, rispetto a quelle delle o. p.v. e delle o.p.s. Di offerte pubbliche di acquisto o di scambio si parlerà v. infra, XXXIII.3.; qui il discorso è limitato all'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita.

**L'appello  
al pubblico  
risparmio**

Le regole per procedere a un'offerta al pubblico sono finalizzate all'unificazione del mercato comunitario e, per tale ragione, si diversificano a seconda che oggetto ne siano: a) strumenti finanziari comunitari (cioè valori mobiliari o quote di fondi chiusi); b) quote o azioni di OICR aperti (alle quali non si applica il

reg. prospetto: v. *infra*, X.4.); c) altri prodotti finanziari diversi (estranei al reg. prospetto).

#### Il prospetto

In ogni caso per procedere all'offerta è necessaria la preventiva pubblicazione di un prospetto (artt. 4, comma 1, reg. prospetto e 98-ter TUF). Per la pubblicazione del prospetto è necessaria:

- per gli strumenti finanziari comunitari, l'approvazione dell'Autorità competente dello Stato d'origine (normalmente coincidente con quello in cui l'emittente ha la sede sociale) che in Italia è la Consob (art. 20, comma 1, reg. prospetto);
- per le quote o azioni di fondi aperti, di regola, la preventiva comunicazione alla Consob (art. 98-ter TUF);
- per gli altri prodotti finanziari l'approvazione della Consob (art. 94, comma 1, TUF).

Qualora il prospetto sia soggetto ad approvazione è espressamente escluso il meccanismo del silenzio-assenso (art. 20, comma 2, reg. prospetto) e la Consob è tenuta a verificare la completezza delle informazioni fornite, ivi incluse la coerenza e la comprensibilità (art. 20, comma 4, reg. prospetto).

Il prospetto autorizza all'offerta in tutti i Paesi della UE (art. 24, reg. prospetto); per i prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari è richiesto il requisito supplementare del giudizio positivo del revisore contabile (art. 96, comma 1, TUF). Peraltro nel prospetto degli strumenti finanziari comunitari si deve dar conto degli esiti della revisione contabile (v. *infra*, XXVII.3.3.).

Il prospetto deve contenere "le indicazioni necessarie che siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere a una valutazione con cognizione di causa" della situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente, dei suoi risultati economici e delle sue prospettive, nonché dei garanti dell'offerta. Deve altresì contenere le informazioni sui diritti connessi agli strumenti finanziari comunitari e sull'impatto dell'offerta sull'emittente (art. 6, comma 1, reg. prospetto). Le informazioni devono essere esposte in una forma facilmente analizzabile, succinta e comprensibile (art. 6, comma 2, reg. prospetto). Il prospetto può esser costituito da un unico documento o da documenti distinti: nel caso in cui si adotti quest'ultima forma esso sarà costituito da un documento di registrazione da aggiornare periodicamente, una nota informativa sugli strumenti finanziari comunitari e una nota di sintesi. Il documento di registrazione contiene le informazioni sull'emittente. La nota informativa contiene informazioni concernenti gli strumenti finanziari offerti al pubblico o destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (art. 6, comma 3, reg. prospetto).

La nota di sintesi (per le quote o azioni di OICR aperti è previsto un documento contenente le indicazioni chiave: c.d. KIID), concisamente – al massimo sette cartelle formato A4 – e con linguaggio non tecnico, chiaro e comprensibile, fornisce in modo adeguato all'investitore le informazioni chiave sulle caratteristiche essenziali dell'offerta e lo aiuta nell'analisi del prospetto: ciò al fine di agevolare la comprensione degli elementi basilari di valutazione, altrimenti difficilmente rinvenibili con immediatezza nei prospetti, normalmente assai voluminosi, e di aiutare l'investitore nella scelta di adesione all'offerta (v. art. 7 reg. prospetto ove una estesa disciplina delle caratteristiche, anche formali, della nota di sintesi).

Il reg. prospetto e il reg. emittenti contengono la disciplina specifica (nonché una serie di allegati modelli standard) del contenuto del prospetto, delle modalità di comunicazione e pubblicazione, dell'attività istruttoria della Consob e degli adempimenti volti ad assicurare la parità di trattamento dei destinatari dell'offerta.

L'art. 32 reg. prospetto, elenca altresì la lunga serie di poteri della Consob sia di acquisizione di informazioni da parte dell'emittente e di altri soggetti, sia

di adozione di provvedimenti di tipo cautelare (sospensione o divieto di offerta) in caso di fondato sospetto o accertata violazione delle norme di legge o regolamentari. I fatti nuovi significativi sopravvenuti e gli errori rilevati fra l'approvazione del prospetto e la chiusura dell'offerta devono essere menzionati in un supplemento al prospetto (art. 23 reg. prospetto); le adesioni all'offerta effettuate prima della pubblicazione del supplemento possono essere revocate (art. 24, comma 2, reg. prospetto).

Per quanto nel reg. prospetto non vi siano previsioni espresse in tal senso la pubblicazione del prospetto dovrebbe continuare a comportare la soggezione degli emittenti e degli altri soggetti ai doveri indicati nell'art. 97 TUF (fermi restando quelli eventualmente su di loro già gravanti in quanto, p.e., emittenti di strumenti finanziari quotati: v. infra, XXXIII.2.). Uno di essi – quello di dover adempiere a richieste di informazioni Consob – è ricompreso nei poteri della Consob di chiedere informazioni (art. 32 reg. prospetto); gli altri riguardano: (i) per la durata dell'offerta, obblighi di comunicazione alla Consob e di informazione al mercato, su richiesta della Commissione, analoghi a quelli previsti per gli emittenti di strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati per l'anno successivo all'acquisto o alla sottoscrizione; (ii) la sottoposizione al giudizio di un revisore contabile dei bilanci approvati o redatti durante l'offerta (art. 97 TUF). Disciplina analoga vale per gli offerenti quote o azioni di OICR aperti (art. 98-*quinquies* TUF).

Il reg. prospetto, infine, sottopone a regole particolari di correttezza e coerenza la pubblicità concernente le offerte (art. 22 reg. prospetto).

La tutela dell'investitore viene, dunque, perseguita tramite una normativa volta ad assicurare trasparenza e completezza delle informazioni al mercato, con la supervisione e il controllo della Consob. Se le informazioni contenute nel prospetto si rivelano false o incomplete, l'investitore che vi abbia fatto ragionevole affidamento può agire in giudizio per il risarcimento dei danni subiti sulla base della c.d. responsabilità da prospetto, dalla discussa natura ma probabilmente di tipo pre-contrattuale (l'art. 12 reg. prospetto fissa a carico degli Stati membri l'obbligo di adottare uno standard minimo di disciplina, ampiamente rispettato dalle regole fissate dal TUF all'art. 94). Tale responsabilità può esser fatta valere contro l'emittente, l'offerente, l'eventuale garante e le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, nonché contro l'intermediario responsabile del collocamento per le false informazioni e le omissioni idonee a influenzare le decisioni di un investitore ragionevole. La responsabilità non sussiste se tali soggetti provino di aver adottato ogni diligenza per assicurare veridicità e completezza delle informazioni (art. 94, commi 8 e 9, TUF). La responsabilità non può essere, invece, affermata sulla base di carenze o inesattezze della sola nota di sintesi: tuttavia sussiste responsabilità se, nella lettura congiunta di prospetto e nota di sintesi, quest'ultima risulti fuorviante o priva di informazioni chiave per la valutazione dei prodotti finanziari offerti (art. 12, comma 2, reg. prospetto). In materia si è, inoltre, affermata la responsabilità della Consob verso gli investitori per la negligenza nell'espletamento dei suoi compiti, oggi espressamente identificati nel controllo su completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto.

E', infine, prevista una lunga serie di esenzioni dall'obbligo del prospetto e dall'applicazione delle disposizioni sull'offerta al pubblico (art. 1, commi 3-5, e art. 3 reg. prospetto). P.e. si applicano le disposizioni sull'offerta al pubblico di titoli, solo quando si supera una certa soglia di rilevanza sia per numero di soggetti sollecitati sia per ammontare complessivo dell'operazione; le soglie quantitative predette sono fissate attualmente in centocinquanta persone e 8.000.000 Euro

**Prospetto e  
responsabilità**

**Esenzione.  
Le soglie  
di rilevanza**

nell'arco di dodici mesi (art. 34-ter reg. emittenti nel quale sono elencati anche altri casi particolari di esenzione per particolari tipi di operazioni). Anche al di là di tali tetti, le regole in questione non trovano comunque applicazione quando gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta abbiano particolari caratteristiche di affidabilità (p.e. strumenti finanziari non di capitale assistiti dalla garanzia di uno Stato membro della UE, obbligazioni bancarie c.d. semplici emesse in modo continuo o ripetuto, ecc.) oppure quando i destinatari dell'offerta appartengano alla categoria dei c.d. investitori qualificati (art. 1, comma 4, lett. a), reg. prospetto); in quest'ultimo caso, tuttavia, l'obbligo di prospetto sorge in caso di rivendita dei titoli, qualora sussistano i presupposti di cui all'art. 2, lett. d), reg. prospetto.

#### **Il crowdfunding**

Regole speciali sono previste per le offerte al pubblico di sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese (definite all'art. 1, comma 1 w-*quater*.1, TUF), dalle imprese sociali (v. supra, I.2.2.) da OICR o società di capitali che investono prevalentemente in piccole o medie imprese: esse non possono eccedere l'ammontare di 8.000.000 Euro in dodici mesi e possono essere effettuate tramite i portali Internet per la raccolta di capitali, la cui gestione è attività riservata ai soggetti indicati all'art. 50-*quinquies* TUF (art. 100-ter TUF). La norma, con scelta di rilevante portata sistematica, apre la possibilità di offrire al pubblico prodotti finanziari emessi da società a responsabilità limitata derogando all'art. 2468, comma 1 (v. *infra*, XXX.4.1.): in tal modo nel nostro ordinamento si introduce una disciplina del fenomeno del c.d. *crowdfunding*, attraverso il quale si cerca di far affluire il risparmio diffuso a società di piccole dimensioni, in genere nella fase di avvio dell'attività. La naturale alta rischiosità di questo tipo di investimenti pone il problema della tutela del cliente non professionale: la Consob ha emanato al riguardo il *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio su portali on line*, nel quale si mira ad assicurare una adeguata informazione sui rischi dell'investimento e si pongono limiti quantitativi alla raccolta da parte dell'emittente e all'investimento da parte del cliente.

# LEZIONE XXXIII

## 1.2. I poteri della Consob e la parità di trattamento

Il TUF spesso, con scelta che sebbene conforme alle esperienze straniere ha suscitato non poche polemiche, si limita a individuare le scelte generali di politica del diritto, delegando poi alla Consob il compito di dettare la regolamentazione specifica. Alla Commissione spetta poi la funzione di vigilare su molteplici aspetti dell'attività degli emittenti, in via talvolta diretta (p.e. in materia di informazioni al mercato o di rispetto dei propri doveri da parte dell'organo di controllo interno), talvolta indiretta (p.e. la sorveglianza svolta sulle società di revisione iscritte nell'albo speciale).

Tutti questi poteri devono essere esercitati dalla Consob «avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali» (art. 91 TUF). In ogni sua scelta, quindi, la Commissione deve coniugare il fine di agevolare la migliore allocazione delle risorse con quello di assicurare protezione ai soggetti che al mercato affidano i loro risparmi.

Ulteriore regola generale è quella per cui «gli emittenti quotati assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari che si trovino in identiche condizioni» (art. 92 TUF). Si tratta di un principio che caratterizza la stessa legislazione e deve informare, al pari di quelli appena visti, anche l'attività della Consob.

**Tutela degli  
investitori,  
efficienza e  
trasparenza  
del mercato**

**Parità di  
trattamento**

