

**DOCUMENTO RELATIVO ALLA DEFINIZIONE DEI COMPITI ASSEGNATI ALLA CONSOB
IN SEDE DI APPROVAZIONE DEI PROSPETTI**

3 giugno 2008

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 30 giugno 2008 al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Studi Giuridici
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

oppure all'indirizzo di posta elettronica: **consob@consob.it**.

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

1. INTRODUZIONE

Si sottopone alla consultazione del mercato il presente documento relativo alla definizione dei compiti assegnati alla Consob in sede di approvazione dei prospetti informativi dalla direttiva n. 2003/71/CE (di seguito anche “Direttiva Prospetti” o “la direttiva”) e dalle norme del Titolo II, Capo I, Sezione I del D. Lgs. n. 58/98 (di seguito anche “Testo Unico” o “TUF”), così come modificato dal D. Lgs. n. 51 del 28.03.2007¹, allo scopo di raccogliere le opinioni degli operatori in merito alle tematiche qui discusse.

A partire dal primo luglio 2005, data di entrata in vigore in tutti gli Stati membri dell’Unione europea della Direttiva Prospetti, la Consob ha maturato una significativa esperienza nelle istruttorie di approvazione dei prospetti informativi di offerta pubblica e/o quotazione, con specifico riferimento ai problemi relativi alla nuova tempistica prevista dalla direttiva per l’approvazione ed ai contenuti che la direttiva stessa assegna a tale attività.

Alla luce di tale significativa esperienza e tenuto conto dell’approccio di “massima armonizzazione” adottato dalla direttiva, la Consob ha avviato una serie di contatti con altre autorità competenti della UE al fine di conoscere le prassi seguite da dette autorità in sede di approvazione dei prospetti.

¹ Decreto Legislativo n. 51 del 28 marzo 2007 recante “Attuazione della direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2001/34/CE”, emanato sulla base della norma di delega contenuta nell’art. 12 della Legge n. 262 del 28 dicembre 2005 (Legge sul risparmio).

In data 28.12.2007, a seguito del definitivo recepimento della Direttiva prospetti anche a livello di normazione primaria, per effetto delle modifiche introdotte dal D.Lgs. n. 51 del 28.3.2007 alla disciplina sul prospetto contenuta nel TUF, la Commissione ha pubblicato il documento di consultazione concernente proposte di revisione del Regolamento Emittenti al fine di adeguarlo pienamente alla Direttiva Prospetti così come recepita nel TUF medesimo.

Tra le varie modifiche regolamentari proposte, si rammentano quelle volte a fornire al mercato certezza circa la durata *dell'iter* amministrativo di autorizzazione dei prospetti. Al riguardo, il documento di consultazione ha proposto anche l'introduzione nel Regolamento Emittenti di un nuovo art. 8 che, in tema di svolgimento dell'attività istruttoria della Consob, prevede la fissazione di un termine entro cui l'emittente o l'offerente, a pena di improcedibilità, deve completare i documenti e gli elementi di informazione eventualmente mancanti al momento della presentazione della richiesta di approvazione del prospetto, nonché fornire le informazioni supplementari da riportarsi nel prospetto che la Consob abbia ritenuto di richiedere per assicurarne la completezza, coerenza e comprensibilità.

Dalla consultazione, i cui termini sono scaduti il 15 febbraio scorso, sono pervenuti numerosi commenti proprio con riguardo alla disciplina della procedura di approvazione del prospetto; in particolare, gli operatori hanno manifestato interesse circa una migliore definizione della stessa. La questione è stata anche affrontata nei contatti diretti con gli operatori. In tale ambito, stante l'esigenza di formalizzare la procedura istruttoria compatibilmente con le funzioni assegnate alla Consob dalla direttiva e dal TUF, è emersa l'opportunità di illustrare al mercato la posizione della Consob in ordine alle proprie competenze in sede di approvazione del prospetto.

In questo contesto, con il presente documento si intende raccogliere l'opinione degli operatori sulle diverse tematiche riguardanti la materia. Per agevolare l'esame degli aspetti più rilevanti a conclusione del documento è fornito un elenco di domande specifiche, fermo restando l'invito a fornire un orientamento su tutto quanto trattato nel documento stesso.

Giova segnalare che il documento riguarda esclusivamente le verifiche svolte in sede di approvazione dei prospetti relativi a strumenti finanziari rappresentativi di capitale, in quanto quelle relative a strumenti non rappresentativi di capitale si caratterizzano per taluni tratti peculiari che ne sconsigliano la trattazione unitamente ai primi.

Innanzitutto, nelle istruttorie afferenti al cd. "*non equity*", le verifiche si concentrano prevalentemente sui profili di rischio/rendimento di ciascuno strumento finanziario offerto, stante la complessità che sovente assumono le caratteristiche di tali strumenti. Infatti, in situazioni fisiologiche e cioè ove il profilo di solvibilità dell'emittente non risulti critico, le verifiche concernenti le informazioni sulla situazione economico-patrimoniale e finanziaria dello stesso emittente presentano complessità minori rispetto a quelle relative ad un emittente capitale di rischio.

Inoltre, con specifico riferimento ai prospetti di base, ampiamente diffusi nei casi di emittenti strumenti finanziari "*non equity*", le informazioni più rilevanti per consentire agli investitori di pervenire ad un fondato giudizio sull'investimento proposto, così come richiesto dall'art. 5, paragrafo 1 della direttiva e dall'art. 94, comma 2 del TUF, non sono contenute in tale prospetto bensì nelle condizioni definitive. Queste ultime, ove non incluse nel prospetto di base o in un supplemento al prospetto, sono comunicate, come di norma avviene, agli investitori e trasmesse all'autorità competente in occasione di ciascuna offerta non appena disponibili e, se possibile, prima dell'inizio dell'offerta, mediante pubblicazione di avvisi integrativi che non sono previamente scrutinati dall'autorità di controllo.

Nell'ottica di rendere più efficienti ed efficaci i controlli che riguardano i prospetti relativi a strumenti finanziari non rappresentativi di capitale, da svolgersi nel rispetto degli stringenti termini imposti dalla direttiva, si ritiene peraltro opportuno adottare misure che, sempre in coerenza con la normativa e le finalità assegnate all'Istituto, siano atte a meglio distribuire le informazioni quantitative nell'ambito dei documenti elaborati dagli emittenti. A tal fine, si presenterà un separato documento avente ad oggetto la suddivisione degli elementi informativi tra prospetto di base e condizioni definitive.

* * *

Le considerazioni qui svolte sono articolate secondo la seguente struttura:

- fonti normative;
- confronto con altre autorità competenti della UE;
- contenuto dei controlli sul prospetto, suddivisi tra controlli di completezza, coerenza e comprensibilità;
- conclusioni;
- elenco delle domande.

Tutto ciò premesso, partendo dai principi fissati dalla direttiva e tenendo conto dell'esperienza maturata negli anni passati, nonché di quanto appreso sulle prassi seguite dalle autorità presso le quali ci si è appositamente recati², in questo documento si opera una riflessione sul significato da attribuire all'attività di approvazione individuando gli atti istruttori che in tale sede vanno posti in essere, anche al fine di dettare nel regolamento emittenti le norme più appropriate.

2. PREMESSA

La realizzazione del passaporto europeo per gli emittenti, che costituisce il nucleo centrale della direttiva 2003/71/CE, ha comportato l'adozione di un approccio di c.d. massima armonizzazione. In tal senso, le disposizioni della direttiva mirano ad armonizzare (a) le fattispecie disciplinate (mediante l'inserimento di precise definizioni delle nozioni principali, l'indicazione tassativa dei casi di esenzione e la riduzione delle fattispecie escluse dall'ambito di applicazione) e (b) le procedure di redazione, controllo e pubblicazione del prospetto.

Tale sistema viene inevitabilmente ad incidere sul ruolo e i compiti dell'autorità competente.

Infatti, la fissazione degli schemi di prospetto con regolamento europeo limita sia la potestà regolamentare delle singole autorità sia il potere di derogare o di richiedere informazioni aggiuntive in occasione delle singole istruttorie.

A ciò si aggiunga che, al fine di realizzare il passaporto europeo degli emittenti, il legislatore comunitario ha coerentemente ritenuto di dover al contempo armonizzare anche l'attività finalizzata all'approvazione del prospetto. In tale ottica, la direttiva da un lato individua le finalità del controllo preordinato all'approvazione del prospetto nella verifica della completezza del prospetto, compresa

² Sono state acquisite al riguardo informazioni dalle seguenti autorità: *Financial Service Authority* (FSA) del Regno Unito, *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) della Francia, la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BAFIN) della Germania e la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) della Spagna.

la coerenza delle informazioni e loro comprensibilità, e dall'altro fissa i tempi entro i quali detta attività deve essere effettuata.³

L'adeguatezza dei tempi istruttori è evidentemente correlata all'ampiezza dei controlli che l'autorità competente è chiamata ad effettuare. Si ritiene pertanto fondamentale, nell'attività di regolamentazione che la Consob sta svolgendo e che interessa anche le procedure di approvazione, definire, per quanto possibile, i contenuti dei suddetti controlli.

Ai fini del funzionamento del sistema del passaporto europeo, è di tutta evidenza come sia essenziale che le attività delle autorità competenti in sede di approvazione siano quanto più possibile allineate. Purtroppo la direttiva non si è spinta fino alla definizione delle responsabilità attribuite alle autorità competenti nell'approvazione dei prospetti, che pure avrebbe contribuito alla creazione di quel necessario *level playing field* atto a rendere davvero fungibili tra loro le varie autorità. La responsabilità delle autorità competenti continua, quindi, ad essere disciplinata da ciascun ordinamento a modo proprio⁴, con evidenti ricadute anche sulla natura e l'ampiezza dei controlli.

3. I PRESUPPOSTI NORMATIVI IN MATERIA DI APPROVAZIONE DEI PROSPETTI

L'articolo 2, par. 1, lett. q) della direttiva definisce l'approvazione del prospetto come: *“l'atto positivo al termine del controllo della completezza del prospetto da parte dell'autorità competente dello Stato membro d'origine, comprendente la verifica della coerenza dell'informazione fornita e della sua comprensibilità”*.

Da tale disposizione pare potersi agevolmente escludere che l'autorità competente sia chiamata a svolgere verifiche in ordine alla veridicità delle informazioni riportate nel prospetto.

Inoltre il TUF, nelle sole parti in cui fa espresso riferimento alla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto, attribuisce la responsabilità della stessa a soggetti diversi dalla Consob.

Infatti, il comma 8 dell'art. 94 del TUF, così come modificato dal D.Lgs. n. 51 del 2007, recita: *“L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni ragionevole diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso”*. Inoltre, il comma 9 dello stesso articolo stabilisce che *“La responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente”*.

³ Sempre nel perseguimento della massima armonizzazione delle attribuzioni delle autorità competenti, la direttiva indica poi quali poteri le autorità competenti devono almeno possedere.

⁴ Si tratta peraltro di un profilo che per sua natura è pure sottratto agli sforzi di armonizzazione che il CESR potrà volontariamente mettere in atto.

Ciò peraltro non impedisce che, viceversa, possano ritenersi ricomprese nelle verifiche finalizzate ad accertare la coerenza del prospetto quelle che evidenziano palesi falsità deducibili dalla lettura del prospetto medesimo⁵.

La norma della direttiva è stata recepita nell'articolo 94-*bis*, comma 1 del TUF, secondo il quale “*Ai fini dell'approvazione, la Consob verifica la completezza del prospetto nonché la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite*”.

Diversamente dal Testo Unico, che pare aver posto le suddette tre finalità del controllo sullo stesso piano, la direttiva sembra, però, affermare che l'obiettivo dell'approvazione del prospetto sia quello di accertarne la completezza, e che a tal fine vanno operate verifiche sulla coerenza e comprensibilità.

Il presente documento fa riferimento all'accezione di “approvazione del prospetto” fornita dalla direttiva, fonte normativa gerarchicamente superiore al Testo Unico, e considera, dunque, i controlli di coerenza e comprensibilità funzionali all'accertamento della completezza delle informazioni contenute nel prospetto.

Tuttavia, non si ritiene che seguendo l'approccio del Testo Unico, ossia ove si considerino autonomamente le tre finalità dei controlli costituite dalla completezza, coerenza e comprensibilità, si pervenga a risultati sostanzialmente dissimili da quelli rappresentati in questa sede. In tal caso, infatti, i controlli attinenti alla completezza del prospetto saranno volti a verificare se non vi siano lacune importanti nel documento rispetto a quanto desumibile da altre fonti informative di cui dispone l'autorità e che impongano l'inserimento in esso di informazioni supplementari; invece, i controlli di coerenza avranno la finalità di accertare la non contraddittorietà del prospetto anche rispetto ad altre informazioni disponibili. Il prodotto di tali controlli sarà che il prospetto dovrà essere integrato ove risultino omesse significative informazioni nonché modificato ove siano state riscontrate incoerenze.

Secondo l'impostazione seguita nel presente documento e come più diffusamente illustrato nel prosieguo, le verifiche di coerenza comportano pertanto anche il confronto tra i contenuti del prospetto ed il patrimonio informativo comunque a disposizione dell'autorità competente, al fine di accertare se il prospetto medesimo debba essere integrato con informazioni rilevanti per l'investitore ma in esso non presenti, ovvero modificato a causa di notizie contraddittorie. Si considera, dunque, incoerente e quindi incompleto un prospetto che non riporti, ad esempio, la notizia di sanzioni rilevanti comminate dall'autorità all'emittente.

E' evidente che nell'attività finalizzata all'accertamento della completezza non possono non tenersi presente l'obiettivo e la funzione del prospetto.

In sostanziale continuità con il passato, l'art. 5, paragrafo 1 della direttiva (recepito nell'art. 94, comma 2 del TUF) afferma il principio che il prospetto deve contenere tutte le informazioni che, a

⁵ Infatti, la stessa sentenza della Corte d'Appello del 21 ottobre 2003, emessa sulla base del pronunciamento della Corte di Cassazione n. 3132 del 2001, pur maturata in un contesto normativo molto diverso da quello attuale, in cui la Direttiva prospetti non aveva ancora identificato l'ambito dei controlli di spettanza delle autorità degli Stati membri, ha comunque precisato che soltanto “[...] ove emergano, *ictu oculi*, elementi di sospetto sulla veridicità dei dati forniti dai proponenti l'operazione finanziaria, alla luce delle evidenti falsità rilevabili dai documenti depositati [...]”, l'eventuale inerzia della Consob che non eserciti la sua attività di controllo sulla informazione resa nel prospetto può essere qualificata in termini di omissione colposa.

seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari⁶ 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 i relativi diritti.

Ora, ferma restando l'esclusione dei controlli sulla veridicità, è evidente che non può ritenersi compatibile con la predetta funzione attribuita al prospetto un controllo sulla completezza di natura meramente formale, circoscritto alla sola conformità con gli schemi di prospetto. In tal senso depone anche la tipologia dei poteri attribuiti all'autorità competente, tra cui quello di richiedere informazioni supplementari se necessarie per la protezione degli investitori (art. 21, paragrafo 3, lett. a) della direttiva) e quello, previsto dall'articolo 21, par. 3, lett. c) della Direttiva, di *“esigere che i revisori dei conti e i membri degli organi di direzione degli emittenti, degli offerenti o delle persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione, come pure gli intermediari finanziari incaricati dell'offerta al pubblico o della domanda di ammissione alla negoziazione, forniscano informazioni”*.

A ciò si aggiunga quanto disposto dall'art. 13 della direttiva. In tale norma oltre ai tempi istruttori possono individuarsi una serie di importanti ed utili principi che devono informare l'attività dell'autorità competente.

Particolarmente rilevante è quanto disposto dal quarto paragrafo di tale articolo, ove si attribuisce all'autorità competente il potere/dovere di richiedere informazioni supplementari ove lo ritenga necessario. Tale potere non sembra essere esclusivamente correlato all'incompletezza rispetto agli schemi, in quanto nella stessa norma si fa riferimento all'ulteriore ipotesi che i documenti sottoposti all'autorità siano “incompleti”. Può pertanto ritenersi che la possibilità di richiedere, su basi ragionevoli, informazioni supplementari (fermi restando i principi dell'art. 8) imponga più complesse valutazioni da parte dell'autorità competente che non sono compatibili con controlli di tipo formale.

Al riguardo è doveroso riferire che nessuna delle autorità estere con cui ci si è confrontati (vedi paragrafo 4) svolge verifiche di mera conformità dei contenuti del prospetto ai requisiti informativi prescritti dagli schemi e moduli di prospetto disposti dal Regolamento n. 809/2004/CE.

In senso favorevole ad un mero *box ticking* non può nemmeno richiamarsi il principio che la responsabilità del prospetto è comunque dei suoi redattori. Tale circostanza può semmai essere richiamata al fine di dare contenuto ai controlli che l'autorità è tenuta a compiere e fissarne i limiti.

Nell'ambito delimitato dai due sopra descritti principi in base ai quali all'autorità competente da un lato non spetta verificare la veridicità delle informazioni contenute nel prospetto e dall'altro non può limitarsi ad un controllo meramente formale, vanno pertanto inquadrati i controlli cui la Consob è tenuta.

4. IL CONFRONTO CON LE AUTORITÀ COMPETENTI DI ALTRI STATI MEMBRI DELLA UE

Come anticipato nel paragrafo 1, recentemente la Consob ha raccolto informazioni presso le autorità competenti di altri Stati della UE (Francia, Spagna, Regno Unito e Germania) in ordine alle

⁶ Ancorché la direttiva si riferisca alle sole *securities*, è evidente che il tema dei controlli sul prospetto investe anche quelli relativi a prodotti diversi da questi ma rientranti nel novero dei “prodotti finanziari” ex art. 1, comma 1, lett. u) del TUF.

procedure da esse applicate per l'approvazione dei prospetti informativi redatti ai sensi della direttiva.

Ciò allo scopo di acquisire elementi comparativi sulla cui base valutare la possibilità di realizzare un migliore bilanciamento tra l'esigenza di assicurare, da un lato, la tutela degli investitori e, dall'altro, di promuovere un efficiente sviluppo del mercato finanziario italiano, nel rispetto delle vigenti disposizioni⁷.

Nonostante che, come detto, la direttiva richieda la massima armonizzazione non soltanto dei requisiti informativi dei prospetti, ma anche di quelli relativi alla loro approvazione e diffusione, si è potuto constatare che le altre autorità UE intervistate adottano approcci di controllo diversi ai fini dell'approvazione dei prospetti.

In particolare, si è riscontrato che la FSA e la BAFIN, autorità rispettivamente del Regno Unito e della Germania, per quanto attiene alle verifiche di coerenza delle informazioni incluse nel prospetto, tendono a svolgere controlli limitati alla coerenza intrinseca del prospetto medesimo, a differenza della AMF francese e della CNMV spagnola, che estendono tali verifiche anche rispetto ad altre informazioni disponibili (*cfr.* successivo paragrafo 5. b. iii. A).

A tale riguardo, si osserva che sia nel Regno Unito sia in Germania la normativa nazionale assegna con chiarezza la responsabilità dell'intero prospetto anche ad una banca o ad un intermediario responsabile del collocamento⁸. In caso di controversie relative all'attendibilità e completezza del prospetto, in entrambi i citati Paesi non sono chiamate in causa le autorità competenti, bensì il responsabile del collocamento, che risponde sia per il risarcimento del danno sia sotto il profilo reputazionale.

Tenuto conto di quanto riepilogato nei precedenti paragrafi, le considerazioni che seguono si basano su un approccio che distingue l'attività di controllo del prospetto informativo, finalizzata all'approvazione del medesimo, dall'attività di vigilanza da svolgersi successivamente e che può condurre all'adozione, in caso di riscontrate violazioni, delle misure cautelari ed interdittive previste dall'art. 99 del TUF nonché delle sanzioni amministrative di cui agli artt.191, 192 – *ter* e 195 del TUF.

5. CONTENUTO DEI CONTROLLI SPETTANTI ALLA CONSOB SUL PROSPETTO

a) La completezza del prospetto informativo

⁷ *Cfr.* “Considerando” n.10 della Direttiva prospetti,, a norma del quale “La presente direttiva e le relative misure di esecuzione devono mirare a garantire la tutela degli investitori e l'efficienza dei mercati, conformemente ai più elevati standard regolamentari adottati nelle pertinenti sedi internazionali”.

⁸ Nel Regno Unito, nel caso di IPO finalizzate al *primary listing*, così come anche nel caso di *significant transactions* come definite dal capitolo 12 delle *FSA Listing Rules*, lo *sponsor* deve rilasciare numerose dichiarazioni al *London Stock Exchange* ed alla UKLA, tra cui quella relativa alla circostanza che l'emittente abbia soddisfatto le regole informative del prospetto (a meno che lo Stato membro di origine non sia il Regno Unito).

Come già rilevato, la verifica di completezza del prospetto include il controllo della coerenza delle informazioni fornite e della loro comprensibilità.

Il requisito di completezza può ritenersi soddisfatto quando il prospetto, in conformità con l'art. 5, paragrafo 1 della direttiva e con l'art. 94, comma 2, del TUF, contiene *“tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, sono necessarie affinché gli investitori possano valutare con cognizione di causa la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici e le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, come pure i diritti connessi agli strumenti finanziari stessi”*.

E' evidente che coloro che assumono la responsabilità del prospetto sono tenuti, in prima battuta, ad assicurare che il prospetto consegua gli obiettivi informativi sopra richiamati.

L'autorità competente, sulla base delle informazioni a sua disposizione nonché di quelle acquisite nel corso dell'istruttoria per l'approvazione del prospetto ed entro questi limiti, verifica la completezza di tale documento, al fine di consentire all'investitore di formarsi un fondato giudizio sull'investimento proposto.

L'art. 3 del Regolamento n. 809/2004/CE chiarisce, infatti, che il prospetto viene redatto utilizzando gli schemi e i moduli definiti nello stesso Regolamento e contiene gli elementi di informazione ivi previsti.

L'autorità competente non può esigere che un prospetto contenga elementi di informazione non inclusi negli allegati ma, al fine di assicurare che il prospetto risponda agli obiettivi stabiliti dall'art. 5, paragrafo 1 della Direttiva prospetti, può esigere che le informazioni fornite vengano completate, caso per caso, per ognuno degli elementi richiesti dagli schemi.

La verifica di completezza delle informazioni riportate in un prospetto si basa, quindi, innanzitutto sull'accertamento del rispetto sostanziale dei requisiti informativi prescritti dal regolamento comunitario in materia. Per quanto attiene alle regole informative sul prospetto, pertanto, si fa rinvio al Regolamento n. 809/2004/CE e ai suoi allegati, nonché all'ulteriore normativa di livello 3 emanata dal Cesr⁹. Si rammenta, in proposito, che la Consob, nel documento di consultazione relativo alle modifiche al Regolamento Emittenti per l'adeguamento alla Direttiva Prospetti (2005), ha dichiarato il proprio impegno ad applicare le interpretazioni del Cesr.

b) La coerenza

⁹ Sul punto, va ricordato che nel settore dei servizi finanziari viene adottato a livello legislativo nella UE il modello *Lamfalussy*, in base al quale il processo decisionale si articola in quattro livelli:

- il primo livello, in cui si collocano gli atti legislativi che fissano i principi generali e gli elementi essenziali della materia da disciplinare. A tale livello appartiene la direttiva n. 2003/71/CE;
- il secondo livello, a cui appartengono gli atti che pongono in essere le disposizioni di attuazione degli atti del primo livello. Al secondo livello appartiene il regolamento n. 809/2004/CE, come integrato dal regolamento n. 1787/2006/CE e dal regolamento n. 211/2007/CE;
- il terzo livello decisionale consiste nel coordinamento delle attività delle autorità nazionali di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari. A tale livello appartengono le raccomandazioni Cesr 04-054b, che hanno lo scopo di agevolare la comprensione degli obblighi di informazione rendendo più semplice l'attuazione uniforme del regolamento europeo senza imporre ulteriori obblighi agli emittenti, e il documento *Questions & Answers* del Cesr (CESR/07-852), periodicamente aggiornato, che fornisce risposte alle domande sollevate dagli operatori del mercato;
- al quarto livello si colloca il controllo della Commissione europea sull'attività di attuazione da parte degli Stati membri delle norme e degli orientamenti adottati ai tre livelli precedenti.

(i) Premessa

Tra i controlli finalizzati all'approvazione del prospetto - il cui obiettivo, come detto, è quello di accertarne la completezza - la direttiva afferma la necessità di verificare la “*coerenza con le informazioni fornite*”.

Va, quindi, innanzitutto precisata la portata del termine coerenza. Nel linguaggio comune, coerenza può assumere il significato di non contraddittorietà sul piano logico di un ragionamento, di un discorso e simili, oppure quello di stretta connessione tra le parti di un insieme¹⁰.

Per attribuire significato a tale tipo di controllo e definirne l'ampiezza, occorre procedere alla individuazione del patrimonio informativo rispetto al quale l'autorità deve valutare la coerenza delle informazioni contenute nel prospetto.

(ii) La verifica di coerenza interna al prospetto

Già dalla stessa definizione di coerenza appare evidente che deve certamente considerarsi dovuta una verifica di coerenza interna al prospetto; sembra infatti ragionevole ritenere che un prospetto nel quale vi siano conflitti tra le informazioni presenti nei diversi capitoli non possa essere approvato.

A supporto di tale interpretazione, si consideri che tutte le autorità degli altri Stati della UE con cui ci si è confrontati hanno dichiarato di condurre verifiche di coerenza intrinseca delle informazioni incluse nel prospetto.

(iii) La verifica di coerenza fra il prospetto e altra documentazione a disposizione dell'autorità di controllo

A) La coerenza con le informazioni contenute nella documentazione allegata al prospetto

Per quanto attiene, invece, alle verifiche di coerenza del prospetto rispetto ad altri documenti, si sono riscontrate differenze sostanziali tra le procedure di controllo adottate dalla AMF francese e dalla CNMV spagnola, da un lato, e quelle applicate dalla FSA inglese e dalla BAFIN tedesca, dall'altro. Queste ultime due, infatti, estendono la verifica di coerenza del prospetto soltanto ai documenti eventualmente oggetto di “*incorporation by reference*” nel prospetto. In tal caso, però, si tratta pur sempre di una verifica di coerenza interna, tenuto conto che i documenti incorporati per riferimento fanno parte integrante del prospetto. La FSA e la BAFIN non richiedono documentazione ulteriore.

Le autorità di controllo francese e spagnola, invece, verificano le informazioni contenute nel prospetto anche alla luce di ulteriori documenti che esse richiedono all'emittente e/o offerente al momento della presentazione della richiesta di approvazione (ad es. i documenti che l'emittente e/o l'offerente dichiarano di mettere a disposizione del pubblico, il verbale del competente organo sociale che ha deciso l'operazione oggetto del prospetto ecc.).

Attualmente, gli Uffici istruttori della Consob ricevono, in allegato alla comunicazione ex art. 94 TUF, o successivamente nel corso della istruttoria, una serie di documenti fra i quali rientrano i bilanci d'esercizio e, ove redatti, consolidati, dell'Emittente ed eventuali altri documenti contabili

¹⁰ Si utilizza la definizione tratta dalla versione *on line* de *Il Dizionario della lingua italiana* di Tullio De Mauro.

infraannuali, lo statuto, il verbale dell'assemblea che ha deliberato l'aumento di capitale al servizio dell'offerta, il documento di valutazione.

Ove sia avviata contestualmente la procedura di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano, inoltre, l'Allegato II al Regolamento Emittenti richiede che siano trasmessi ulteriori documenti, fra cui la delibera dell'organo competente che ha approvato la presentazione della domanda di quotazione e i documenti richiamati mediante rinvio al Regolamento di Borsa Italiana (Q-mat, piano industriale, analisi dei debiti scaduti).

Viene, quindi, svolta anche dagli uffici istruttori della Consob, analogamente a quanto accade nelle succitate autorità francese e spagnola, un'attività di verifica della coerenza fra il prospetto e gli elementi di informazione contenuti nella documentazione acquisita.

I documenti eventualmente trasmessi insieme con la bozza di prospetto, o comunque richiesti nel corso dell'istruttoria, si ritiene non rappresentino, peraltro, un autonomo oggetto di indagine, che esulerebbe dai compiti istruttori connessi all'approvazione del prospetto, e pertanto devono, in ogni caso, essere utilizzati soltanto come ausilio per le summenzionate verifiche di coerenza.

Eventuali scelte normative in materia di allegati alla comunicazione ex art. 94 TUF ovvero alla richiesta di approvazione di un prospetto di quotazione saranno trattate nel documento riportante gli esiti della citata consultazione sulle modifiche al regolamento emittenti.

B) La coerenza con ulteriori informazioni a disposizione della Consob

Sempre nell'ambito della verifica di coerenza con informazioni già disponibili dalla Consob rientrano anche le altre informazioni che l'autorità competente ha acquisito nell'ambito di istruttorie diverse da quelle aventi ad oggetto l'approvazione del prospetto.

Si tratta cioè del caso in cui l'autorità sia a conoscenza di fatti o circostanze afferenti all'emittente, appresi nel corso di istruttorie diverse da quelle di approvazione dei prospetti, che non trovino coerente riscontro nel prospetto stesso.

Tale circostanza si configura con maggiore frequenza con riferimento agli aumenti di capitale di società quotate. Tali società, infatti, sono soggette a vigilanza continua da parte della Consob per i più diversi aspetti della loro attività (valutazione della correttezza contabile dei comportamenti adottati ai fini dell'impugnativa di bilancio, verifica di conformità a legge e regolamenti delle modalità di costituzione e delle attività degli organi sociali, vigilanza sull'informazione continua prodotta dagli emittenti ecc.).

Sono riconducibili a tali casi, ad esempio, quelli relativi alla circostanza che il prospetto non dia conto, nell'apposito capitolo, in maniera coerente di sanzioni amministrative irrogate dalla stessa autorità competente in altri procedimenti (es. in qualità di intermediario), o riferisca dell'impugnativa di bilancio proposta dalla stessa Consob in termini contraddittori rispetto a quanto effettivamente statuito dall'autorità.

Si ritiene, pertanto, necessario porre a confronto il prospetto con ulteriori informazioni comunque disponibili alla Consob sull'emittente e gli strumenti finanziari oggetto del prospetto medesimo. Si è dell'avviso che tale approccio sia in armonia con il sistema della direttiva e con le procedure seguite da altre autorità della UE.

(iv) La verifica di coerenza con ogni altra informazione potenzialmente disponibile

A) *Premessa*

L'aspetto più problematico della verifica di coerenza è sicuramente quello concernente la coerenza tra il prospetto e ogni altra informazione solo potenzialmente disponibile da parte dell'autorità competente. In particolare, si fa qui riferimento alle informazioni provenienti da esposti, da fonti giornalistiche ed a quelle che gli uffici istruttori potrebbero acquisire attivando i poteri di collaborazione previsti dall'art. 4 del TUF.

Sicuramente la possibilità di disporre di un *set* informativo quanto mai ampio e completo metterebbe l'autorità di controllo nelle condizioni migliori per assicurare che il prospetto contenga tutte le informazioni necessarie agli investitori per pervenire ad un fondato giudizio, così come richiede l'art. 5, paragrafo 1, della direttiva prospetti e l'art. 94, comma 2, del TUF. Qualora si includa tale verifica nei controlli finalizzati all'approvazione del prospetto, tuttavia, emergono alcune criticità che appare opportuno analizzare nel prosieguo della trattazione.

Con specifico riferimento ad informazioni contenute in esposti, si ritiene certamente dovuta una verifica di coerenza tra il prospetto e tali informazioni qualora gli esposti pervengano prima della chiusura del procedimento di approvazione del prospetto, compatibilmente con i tempi istruttori a disposizione e fermo restando eventuali ulteriori approfondimenti che si dovessero rendere necessari anche dopo l'approvazione del prospetto. Dette verifiche di coerenza sono tese quantomeno ad acquisire le considerazioni dei soggetti interessati all'operazione in merito alla rispondenza al vero di quanto affermato nell'esposto.

B) *La coerenza con le notizie provenienti da fonti giornalistiche*

In questo sottoparagrafo si fa riferimento alle informazioni di cui gli uffici possano eventualmente disporre utilizzando fonti di tipo giornalistico (si pensi ad eventuali *rumor* di stampa, a trasmissioni televisive su argomenti relativi alla storia o all'attività dell'emittente nonché ad eventuali siti internet che informino o dibattano su temi relativi all'emittente).

In base alla vigente disciplina sono l'emittente, l'offerente, l'eventuale garante o la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, a seconda dei casi, a dover verificare la fondatezza delle notizie di fonte giornalistica ed, in caso affermativo, assicurare la veridicità, completezza e coerenza del prospetto anche rispetto a tali informazioni.

Non sembra pertanto rientrare nella filosofia e nei tempi fissati dalla direttiva che siano gli uffici istruttori a doversi attivare ogni volta per acquisire informazioni di questo tipo.

E' ragionevole tuttavia ritenere che, ove le informazioni provenienti da fonti giornalistiche siano particolarmente significative e notorie, un prospetto che non le contenga, anche soltanto nella forma di una smentita della veridicità delle stesse da parte dell'Emittente, non sembrerebbe realizzare gli obiettivi di completezza fissati dalla direttiva e sopra evidenziati (vedi lettera a) di questo paragrafo).

L'eventuale attribuzione agli uffici istruttori del compito di valutare informazioni da fonti giornalistiche al fine della verifica di coerenza pone una serie di criticità, sia di ordine giuridico che pratico, che possono così essere sintetizzate:

- 1) innanzitutto, la ricerca di coerenza del prospetto con qualsiasi, dato o notizia di fonte giornalistica si potrebbe tradurre sostanzialmente in una verifica di veridicità di ogni singola informazione contenuta nel prospetto stesso, verifica che la normativa applicabile non sembra attribuire alla competenza dell'autorità di controllo (vedi *supra*);
- 2) una verifica di tale natura avrebbe, inoltre, una durata e profondità tali da apparire in contraddizione logica con i termini istruttori fissati dalla Direttiva prospetti;
- 3) in questo caso la fonte delle informazioni non è già nella disponibilità dell'autorità di controllo (come invece lo sono il prospetto informativo o la documentazione allegata alla comunicazione iniziale) né l'autorità di controllo può ragionevolmente prevedere se e quando lo sia;
- 4) gli spunti contenuti in articoli di stampa, inchieste televisive, pagine web implicano un preliminare accertamento della loro attendibilità al fine di rendere ragionevoli e motivate le richieste da formulare all'emittente, così come prescritto dalla Direttiva prospetti.

Se si ritiene necessario includere nella verifica di coerenza anche il confronto con informazioni rilevanti e notorie provenienti da fonti giornalistiche, appare opportuno evidenziare un ulteriore aspetto di criticità, connesso alle peculiarità dei tempi e dei modi in cui in genere tali notizie vengono rese pubbliche.

La pubblicazione di notizie sui giornali o la realizzazione di trasmissioni televisive, infatti, per loro natura seguono logiche del tutto avulse dai tempi di una istruttoria di approvazione del prospetto, venendosi per lo più a concentrare nei momenti finali o in quelli immediatamente successivi all'emanazione del provvedimento di approvazione, quando l'emittente versa in una condizione di particolare visibilità.

La direttiva prospetti, tuttavia, consente (art. 13) all'autorità di controllo due tipologie di interventi, uno volto a richiedere il completamento della documentazione inizialmente trasmessa e un altro destinato ad integrare il prospetto con informazioni supplementari giustificate da motivi ragionevoli. E' sentire comune che tali richieste di informazioni supplementari, fermo restando il divieto di formularne di nuove su elementi già a disposizione degli uffici, vadano comunque limitate a quelle strettamente necessarie.

L'esigenza di acquisire chiarimenti sui contenuti del prospetto o informazioni ulteriori alla luce delle informazioni tratte da fonti giornalistiche potrebbe, quindi, determinare la necessità di effettuare ulteriori richieste di informazioni supplementari, con conseguente nuova interruzione dei termini istruttori. E' evidente, infatti, che se gli elementi forniti dalle fonti giornalistiche sono tali da richiedere un'integrazione del prospetto per realizzare quella completezza informativa imposta dall'art. 5, paragrafo 1, della direttiva e dall'art. 94, comma 2, del TUF, gli uffici istruttori dovranno utilizzare gli opportuni strumenti messi a disposizione dalla normativa comunitaria per interrompere i termini del procedimento. Un approccio di tal genere, quindi, potrebbe incidere in modo significativo sulla durata dell'istruttoria e sulla certezza dei termini.

Per quanto concerne la prassi delle altre autorità di controllo europee sul punto, si segnala che presso la FSA inglese si è riscontrato che una specifica unità – diversa da quella dedicata ai controlli relativi ai prospetti - del *Listing Transactions Department* (la struttura che si occupa delle istruttorie di *listing*) verifica le notizie stampa e le ricerche eventualmente pubblicate su una specifica offerta/quotazione nell'ambito dei controlli sugli abusi di mercato, dando informazione al *team* che segue l'istruttoria sul prospetto di eventuali profili di criticità. In ogni caso, gli uffici della FSA non svolgono verifiche sull'attendibilità e la veridicità del contenuto del prospetto.

Sembra quindi ragionevole ritenere che l'acquisizione in via sistematica di elementi informativi da fonti giornalistiche ai fini delle verifiche di coerenza del prospetto richieda la definizione di procedure rigorose, volte a garantire un'adeguata selezione delle fonti di informazione da utilizzare ai fini della verifica di coerenza.

C) La coerenza con le informazioni trasmesse da altre autorità

La questione della coerenza del prospetto con le informazioni solo potenzialmente disponibili coinvolge anche i rapporti fra Consob e le altre autorità che possono disporre di eventuali informazioni.

Ai sensi dell'art. 4, comma 1, del TUF, la Banca d'Italia, la Consob, la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP), l'Isvap e l'Ufficio Italiano Cambi (ora assorbito nella Banca d'Italia) collaborano fra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare le rispettive funzioni. Dette autorità non possono reciprocamente opporsi il segreto d'ufficio. La norma va opportunamente integrata con le previsioni dell'art. 21 della legge n. 262 del 2005, che estende anche all'Autorità garante della concorrenza e del mercato la previsione della collaborazione e il divieto di opporsi il segreto d'ufficio e chiarisce che tutti i dati, le informazioni e i documenti comunque comunicati da una ad altra Autorità restano sottoposti al segreto d'ufficio. L'art. 4, comma 13, del TUF, infine, impone alle pubbliche amministrazioni e agli enti pubblici di fornire dati, notizie e documenti e ogni ulteriore collaborazione richiesta dalla Consob, in conformità alle leggi disciplinanti i rispettivi ordinamenti.

In proposito, è opportuno distinguere fra (a) autorità che sono istituzionalmente preposte a compiti di vigilanza su determinati operatori, come ad esempio la Banca d'Italia nei confronti degli operatori bancari e dei soggetti operanti nel settore finanziario e l'ISVAP nei confronti delle imprese assicurative, e (b) tutte le altre autorità o pubbliche amministrazioni nei cui confronti la Consob può rivolgere richieste di collaborazione.

Si osserva che nel primo caso sia la Banca d'Italia sia l'ISVAP sono in possesso di informazioni che fisiologicamente sono utili ai fini della valutazione della parte del prospetto descrittiva del profilo dell'emittente. Alla luce dell'importanza di tali fonti informative ed allo scopo di rendere più ordinato ed efficiente il corso dell'istruttoria relativa al prospetto, si ritiene opportuno avanzare sempre richieste di collaborazione alle Istituzioni appena indicate.

Nel secondo caso, invece, appare ragionevole ritenere che la richiesta di collaborazione non debba essere attivata di *default*. Soltanto quando nell'ambito dell'istruttoria sul prospetto emergano, dalla ordinaria analisi delle informazioni disponibili, aspetti che meritino approfondimenti specifici in quanto attinenti ad aspetti fondamentali per le scelte degli investitori e che non possono essere rinviati alla successiva fase di vigilanza¹¹, potrà essere attivata una richiesta di collaborazione.

In tali casi, peraltro, deve essere sottolineato che la Direttiva prospetti non consente di sospendere i termini istruttori in caso di richieste di collaborazione. Assume quindi valore critico la tempestività degli scambi con le altre autorità interessate.

¹¹ Ad esempio nel prospetto è segnalata l'attivazione di un'istruttoria da parte dell'Autorità *antitrust* rispetto alla quale le informazioni appaiono non esaurienti o poco chiare oppure è indicato che l'autorità di settore potrà realizzare interventi regolamentari particolarmente significativi sull'attività e la redditività dell'emittente.

(v) I contenuti esclusi dalla verifica di coerenza

Alla luce di tutte le considerazioni sopra esposte, dalla verifica di coerenza sembra che possa essere agevolmente escluso l'esame della rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale. L'art. 155 del TUF attribuisce, infatti, tale compito alle società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob, che sono tenute appunto a verificare nel corso dell'esercizio la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili e che il bilancio di esercizio e il bilancio consolidato corrispondano alle risultanze delle scritture contabili e degli accertamenti eseguiti e che siano conformi alle norme che li disciplinano.

Ad analoghe conclusioni perviene, del resto, anche la dottrina¹², secondo la quale il controllo di attendibilità della Consob resta pur sempre, almeno in prima istanza, un "*controllo estrinseco, che dunque non solo non può garantire in assoluto la validità delle stime e delle simulazioni contenute nel prospetto, ma nemmeno attesta la verità storica dei dati di bilancio e di prospetto, giacché questa può essere assicurata solo da un sistema di verifica dall'interno, costante e capillare. E' ovvio, infatti, che se un'autorità di vigilanza esterna come la Consob dovesse davvero garantire la puntuale corrispondenza dei dati di bilancio e di prospetto con la sottostante contabilità sociale, la corretta tenuta di tale contabilità e la fedeltà con cui essa riporta i fatti storici ivi rappresentati, non potrebbe fare a meno di disporre lunghe e accurate ispezioni in occasione di qualsiasi sollecitazione all'investimento, nessuna eccettuata. Ma un simile comportamento, che non avrebbe riscontro nella prassi di alcun altro paese, renderebbe così lungo e macchinoso l'iter di ogni sollecitazione e di ogni quotazione da condurre immancabilmente ad una vera e propria paralisi del mercato*".

Appare, inoltre, escluso, alla luce delle considerazioni fin qui esposte, che nella verifica di coerenza possa rientrare il riesame puntuale della corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell'inserimento del prospetto.

Sembra da escludere, infine, che la Consob possa negare l'approvazione del prospetto nel caso in cui si convinca della illegittimità dell'operazione descritta nel prospetto da approvare o della non conformità dello statuto e degli strumenti finanziari all'ordinamento societario o, ancora, della non conformità del bilancio dell'emittente alle norme che ne disciplinano la redazione. La Consob in questi casi richiede che il documento dia un'adeguata rappresentazione dei profili di criticità rilevati, ma non ha il potere di chiedere una modifica dell'operazione, dello statuto ovvero del bilancio, a seconda dei casi. Tale conclusione è avvalorata sia dalle disposizioni comunitarie, che non includono la verifica di legittimità nel contenuto dell'attività di approvazione, sia dallo stesso TUF, che agli art. 99 e 113 attribuisce alla Consob il potere di sospendere in via cautelare o vietare, rispettivamente, l'offerta, in un caso, l'ammissione alle negoziazioni e le stesse negoziazioni, nell'altro, soltanto nel caso in cui siano violate le norme contenute nel Capo del TUF relativo alle offerte e alla quotazione, oltre che nei regolamenti di attuazione.

Qualora sussistano dubbi di legittimità, pertanto, la Consob dovrà realizzare un intervento volto a garantire la trasparenza informativa, ossia a chiarire la natura e la portata degli stessi, chiedendo all'offerente o all'emittente di darne conto in modo esauriente e completo nel prospetto (eventualmente in un fattore di rischio laddove tali profili di illegittimità possano rappresentare una criticità significativa per la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'emittente, nonché per le sue prospettive future) qualora non l'abbiano già fatto in modo autonomo, nonché di fornire adeguate spiegazioni sulle ragioni per cui tali soggetti ritengano questi profili superabili. Vanno in

¹² R. RORDORF, *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro italiano*, 2001, Parte Quinta, pagg.266-272.

questa sede evidenziate le problematiche che gli uffici istruttori sono chiamati ad affrontare sia per quanto riguarda l'accertamento della rilevanza di tali profili di illegittimità ai fini della loro evidenziazione nel prospetto, sia per quanto riguarda il modo in cui gli stessi devono essere trattati e l'ampiezza che deve essere ad essi riconosciuta nell'economia informativa del prospetto.

* * *

Alcune esemplificazioni tratte dall'esperienza degli uffici istruttori

Per meglio chiarire le criticità prima illustrate in ordine alle verifiche che gli uffici istruttori sono tenuti a compiere, si possono elencare qui alcune fattispecie concrete che gli uffici istruttori hanno dovuto affrontare, alcune relative alla presenza di profili di illegittimità concernenti l'operazione oggetto del prospetto, altre in ordine ai casi di incoerenza del prospetto rispetto ad elementi di informazione reperibili all'esterno dello stesso, ovvero fra alcune parti di esso rispetto ad altre:

- in un'operazione di sollecitazione finalizzata alla quotazione viene introdotto un meccanismo di incentivazione basato su un aumento di capitale gratuito che presenta tratti di originalità rispetto all'ordinaria prassi degli aumenti gratuiti di capitale delle società per azioni;
- lo statuto di una società che intende quotare azioni di categoria speciale prevede per tali strumenti finanziari una clausola di limite al possesso azionario che pone problemi di compatibilità con le previsioni dell'art. 2351 c.c. in tema di restrizioni alle limitazioni al diritto di voto;
- un'operazione di quotazione di azioni in Italia viene condizionata all'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti della controllante con sede in paese extra UE;
- nel capitolo rischi si segnala una forte probabilità di soccombere in una pendenza giudiziaria per la quale viene quantificato l'importo, mentre nel bilancio riportato nel prospetto stesso non è presente alcun accantonamento;
- la *governance* è descritta in contrasto con le previsioni dello statuto (documento che viene acquisito nell'istruttoria);
- si dichiara di aver redatto i conti in conformità ai principi contabili internazionali IAS, mentre nella descrizione dei criteri contabili (o dall'esame dei dati di bilancio contenuti nel prospetto stesso) appare evidente la non applicazione di tali regole;
- nel prospetto viene affermato che non sussiste alcuna stagionalità dei ricavi dell'emittente, ma tale profilo emerge da una lettura dei documenti contabili trasmessi.

In tutti i casi sopra richiamati, chiaramente l'attività della Consob in sede di approvazione del prospetto non si è tradotta in richieste comportanti modifiche dell'operazione, o dei dati di bilancio, quanto piuttosto in mere richieste di informazioni supplementari al prospetto.

c) La comprensibilità

Con riferimento alla tematica della comprensibilità, dal confronto con le autorità di altri paesi dell'Unione non sono emerse procedure particolari e fondate su riscontri oggettivi per lo svolgimento di controlli sulla comprensibilità del prospetto. In ogni caso, le autorità europee intervengono, di norma, per chiedere di riformulare il testo tutte le volte in cui lo stesso risulti non chiaro dal punto di vista di un investitore dotato di strumenti adeguati per poter operare autonomamente scelte meditate di investimento.

Dall'esame delle disposizioni comunitarie in materia, appare possibile distinguere principi diversi a seconda che si faccia riferimento alla nota di sintesi piuttosto che alle restanti parti del prospetto informativo:

- per quanto concerne la nota di sintesi, infatti, la stessa dovrebbe: (i) essere redatta in un linguaggio non tecnico, (ii) rispettare, tendenzialmente, il limite di n. 2.500 parole, come previsto dal considerando (21) della direttiva Prospetti, (iii) descrivere in breve i rischi e le caratteristiche essenziali connessi all'emittente, agli eventuali garanti e agli strumenti finanziari. Tale documento presenta profili specifici nel sistema delineato dalla direttiva prospetti: quest'ultima prevede, infatti, che, laddove venga effettuata un'offerta o richiesta l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato in uno o più Stati membri, escluso lo Stato membro d'origine, l'emittente, l'offerente o la persona che chiede l'ammissione abbiano diritto di scegliere se redigere il prospetto in una lingua accettata dalle autorità competenti di tali Stati membri oppure in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, mentre soltanto per la nota di sintesi l'autorità competente di ciascuno Stato membro ospitante può richiedere la traduzione nella o nelle sue lingue;
- le restanti parti del prospetto informativo, invece, devono: a) evitare le duplicazioni di informazioni (principio ricavabile dal considerando (4) del regolamento n. 809/2004/CE), utilizzando la tecnica del rinvio agli altri capitoli già contenenti quella data informazione; b) contenere informazioni che siano facilmente analizzabili e comprensibili. Tale ultima previsione è richiamata anche dall'art. 94, comma 2 del TUF. Non sembra, quindi, che tale principio implichi l'utilizzo di un linguaggio non tecnico, essendo tale obbligo, come sopra evidenziato, espressamente imposto per la sola nota di sintesi.

Per quanto concerne gli ambiti di intervento dell'autorità di controllo, mentre appare ovvio sollevare obiezioni relativamente ad un prospetto che, utilizzando terminologie accessibili unicamente ad una ristretta cerchia di soggetti, sia incomprendibile anche ad esperti di tematiche legali o finanziarie, più difficile è definire in via generale il limite di intervento assegnato alla Commissione in questa materia: ad esempio, potrebbe essere ragionevole ritenere che prospetti artatamente prolissi o nei quali siano riportate argomentazioni non concludenti richiedano un intervento dell'autorità di controllo.

La Consob deve quindi verificare che la nota di sintesi sia redatta in un linguaggio non tecnico e che il prospetto contenga informazioni facilmente analizzabili e comprensibili per un investitore non sofisticato e non presenti duplicazioni di informazioni.

6. CONCLUSIONI

Si riportano di seguito in forma schematica le considerazioni esposte nei precedenti paragrafi:

1. la Direttiva prospetti individua esplicitamente gli obiettivi del controllo che la Consob deve svolgere in sede di approvazione del prospetto informativo;
2. il controllo ha per oggetto la completezza del prospetto, che comprende la verifica della coerenza dell'informazione fornita e la sua comprensibilità;
3. è escluso sia il controllo sistematico sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto che il controllo meramente formale. La responsabilità della veridicità delle informazioni compete espressamente ai soggetti responsabili della redazione del prospetto e al responsabile del collocamento;
4. la completezza va valutata alla luce dei requisiti informativi prescritti dalla normativa comunitaria di riferimento, comprensiva della Direttiva prospetti, del Regolamento n. 809/2004/CE e degli allegati schemi nonché degli atti del Cesr;
5. la coerenza va innanzitutto verificata all'interno del prospetto;
6. qualora sia prevista a livello regolamentare la trasmissione di ulteriori documenti oltre al prospetto, la verifica di coerenza si estende anche a tali documenti;
7. la coerenza deve, inoltre essere estesa anche alle informazioni comunque già a disposizione della Consob anche se da strutture diverse da quelle che si occupano dell'istruttoria di approvazione del prospetto;
8. è particolarmente problematica l'eventuale verifica di coerenza tra il prospetto e ogni altra informazione solo potenzialmente disponibile da parte dell'autorità competente;
9. tale ultima verifica può riguardare elementi di informazione tratti da fonti giornalistiche o acquisibili mediante l'attivazione di richieste di collaborazione con altre autorità e pubbliche amministrazioni;
10. nel primo caso, vale il principio per cui l'emittente, l'offerente, l'eventuale garante o la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, a seconda dei casi, devono verificare la fondatezza delle notizie di fonte giornalistica ed, in caso affermativo, assicurare la veridicità, completezza e coerenza del prospetto anche rispetto a tali informazioni;
11. qualora le informazioni tratte da fonti giornalistiche siano rilevanti e notorie, la Consob valuta le medesime nell'ambito delle verifiche di coerenza del prospetto. Tale attività comporta seri impatti sulla durata dell'istruttoria e sulla certezza dei termini e presuppone la definizione di rigorose procedure per la individuazione e selezione delle fonti di informazione da utilizzare;
12. si ritiene certamente dovuta una verifica di coerenza tra il prospetto ed informazioni rese in esposti pervenuti alla Consob prima della chiusura del procedimento di approvazione del prospetto, compatibilmente con i tempi istruttori a disposizione e fermi restando eventuali ulteriori approfondimenti che si dovessero rendere necessari anche dopo l'approvazione del prospetto;

13. per quanto concerne, invece, le richieste di collaborazione, sembra opportuno distinguere fra richieste ad autorità istituzionalmente preposte alla vigilanza di determinati operatori (Banca d'Italia, Isvap) e richieste ad altre autorità;
14. nel primo caso sembra opportuno attivare la collaborazione di *default*, nel secondo caso, invece, soltanto quando l'analisi del prospetto già evidenzia profili di criticità che impongano ulteriori approfondimenti anche attraverso le informazioni eventualmente acquisite da altre amministrazioni;
15. in tutti e due i casi, si segnala la criticità legata alla circostanza che eventuali ritardi nelle risposte possono incidere sulla capacità di rispettare i termini istruttori laddove si ritenga essenziale acquisire gli elementi informativi che tali autorità possono fornire con le loro risposte;
16. nella verifica di coerenza non rientra né la verifica della rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale dell'emittente né il riesame puntuale della corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell'inserimento del prospetto e tanto meno l'accertamento di conformità delle informazioni riportate nel prospetto ai fatti e di assenza di omissioni tali da alterarne il senso;
17. la Consob non può negare l'approvazione del prospetto nel caso in cui si convinca della presenza di profili di illegittimità dell'operazione descritta o della non conformità dello statuto e degli strumenti finanziari all'ordinamento societario o del bilancio dell'emittente alle norme che ne disciplinano la redazione. Spetta invece alla Consob verificare l'adeguata *disclosure* nel prospetto di questi elementi di illegittimità;
18. la Consob deve verificare che la nota di sintesi sia redatta in un linguaggio non tecnico e che il prospetto contenga informazioni facilmente analizzabili e comprensibili per un investitore non sofisticato e non presenti duplicazioni di informazioni.

ELENCO DELLE DOMANDE

Ferma restando l'opportunità di acquisire osservazioni in ordine a tutte le considerazioni sin qui svolte, si sintetizzano, per agevolare l'analisi del documento, le domande concernenti gli aspetti più rilevanti.

- A) Concordate con la individuazione degli obiettivi del controllo della Consob in sede di approvazione del prospetto?
- B) Concordate sul fatto che la completezza del prospetto vada accertata innanzitutto alla luce degli schemi di informazione delineati dalla normativa comunitaria, ai sensi dell'art. 3 del Regolamento n. 809/2004/CE?
- C) Siete d'accordo sulla impossibilità di accogliere un approccio *box ticking* nell'istruttoria di approvazione del prospetto?
- D) Concordate che il nucleo essenziale della verifica di coerenza consista nell'accertamento della non contraddittorietà logica dell'informazione contenuta nel prospetto rispetto a quella che sia nella disponibilità dell'autorità di controllo?
- E) Concordate che la verifica di coerenza debba essere fatta con riferimento (i) alle informazioni contenute nelle diverse parti del prospetto; (ii) alle informazioni contenute nella documentazione eventualmente trasmessa agli uffici istruttori o comunque a disposizione della Consob presso uffici diversi da quelli che istruiscono la procedura di approvazione del prospetto?
- F) Ritenete che sia necessario operare la verifica anche delle fonti giornalistiche (notizie stampa, trasmissioni televisive, pagine web) ove le notizie rese siano rilevanti e di ampia diffusione; ritenete pertanto che i vantaggi, in termini di completezza del set informativo a disposizione degli investitori, derivanti da tale verifica, siano maggiori rispetto alle ricadute negative in termini di durata e certezza dei termini istruttori?
- G) Nel caso in cui concordiate con quanto affermato nella precedente domanda, ritenete che tale verifica debba essere necessariamente preceduta dalla predisposizione di rigorose procedure per la selezione delle fonti giornalistiche?
- H) Concordate con l'opportunità di attivare la richiesta di collaborazione alle autorità istituzionalmente preposte alla vigilanza su determinati operatori (quali Banca d'Italia e Isvap) di *default*, e in tutti gli altri casi soltanto ove emergano, dall'analisi del prospetto, elementi di criticità?
- I) Ritenete coerente con le previsioni della Direttiva prospetti che la Consob non verifichi sistematicamente e in alternativa ai soggetti responsabili della redazione del prospetto la veridicità delle informazioni contenute nello stesso?
- L) Concordate con l'affermazione secondo la quale non rientra tra i poteri della Consob di richiedere all'emittente di assumere comportamenti conformi alla legge, ai fini dell'approvazione del prospetto, ove si riscontrino profili di illegittimità dell'operazione descritta non costituiti da violazioni di norme del TUF e dei regolamenti di attuazione relative alle offerte e/o alla quotazione di strumenti finanziari?

M) Concordate con la conclusione secondo la quale l'utilizzo di un linguaggio non tecnico può essere imposto esclusivamente in sede di redazione della nota di sintesi?