

DOCUMENTO RELATIVO ALLA DEFINIZIONE DEI COMPITI ASSEGNATI ALLA CONSOB IN SEDE DI APPROVAZIONE DEI PROSPETTI RELATIVI A STRUMENTI FINANZIARI RAPPRESENTATIVI DI CAPITALE

ESITI DELLA CONSULTAZIONE

30 marzo 2009

Il 3 giugno 2008 la Consob ha pubblicato un documento di consultazione relativo alla definizione dei compiti assegnati alla stessa in sede di approvazione dei prospetti dalla direttiva n. 2003/71/CE (di seguito anche “Direttiva Prospetto”, “DP” o “la direttiva”) e dalle norme contenute nel Titolo II, Capo I, Sezione I del D.lgs. n. 58/1998 (di seguito “Testo Unico” o “TUF”), allo scopo di raccogliere le opinioni degli operatori in merito alle tematiche ivi discusse.

Per agevolare l’esame degli aspetti più rilevanti, a conclusione del documento è stato fornito un elenco di domande specifiche, fermo restando l’invito a contribuire su tutto quanto trattato nel documento stesso.

Con riferimento al suddetto documento di consultazione sono pervenute osservazioni da: ABI – Associazione Bancaria Italiana; ASSIREVI – Associazione Italiana Revisori Contabili; ASSONIME – Associazione fra le Società per Azioni; Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP; Studio Legale Associato Clifford Chance; Gianni, Origoni, Grippo & Partners Studio Legale; Studio Ghidini, Girino e Associati; TLX S.p.A..

Nella trattazione che segue si dà conto delle osservazioni e delle conseguenti determinazioni assunte dalla Consob, riprendendo: a) le parti del testo del precedente documento rese note per la consultazione (in riquadro e in corsivo); b) le osservazioni stesse; c) le considerazioni al riguardo svolte dalla Consob. Il resoconto delle osservazioni pervenute dai su citati operatori è distinto a seconda che si tratti di commenti relativi ad aspetti di carattere generale ovvero concernenti i quesiti specifici contenuti nel riferito documento di consultazione.

OSSERVAZIONI DI CARATTERE GENERALE

L’Abi, relativamente alle verifiche di completezza svolte dalla Consob nell’ambito della procedura di approvazione dei prospetti, a seguito delle quali l’autorità può richiedere documenti ed elementi mancanti nella comunicazione iniziale ad essa inviata *ex art. 94 del TUF*, sottolinea quanto segue:

- in base alla Direttiva Prospetto l’autorità può richiedere la documentazione mancante, ma non gli altri “*elementi mancanti*”, come, invece, è previsto nella bozza di articolato contenuta nel documento di consultazione sulle modifiche da apportare al Regolamento Emittenti in attuazione della direttiva stessa (art. 8), pubblicato il 28 dicembre 2007;
- inoltre, la citata bozza di articolato, contrariamente alle disposizioni comunitarie, non subordina la richiesta di documenti mancanti da parte dell’autorità alla sussistenza di motivi ragionevoli; tale richiesta dovrebbe essere effettuata una sola volta, al fine di evitare un eccessivo allungamento dei termini previsti per l’approvazione del prospetto;

- la richiesta di informazioni supplementari, a cui, in base alla disciplina comunitaria, l'autorità dovrebbe ricorrere soltanto eccezionalmente e in presenza di motivi ragionevoli, viene inoltrata da parte della Consob all'emittente più volte nel corso dell'istruttoria; ciò costituisce un'ulteriore dilatazione del procedimento di approvazione del prospetto, poiché i termini iniziano a decorrere solo dal momento in cui l'emittente fornisce le informazioni supplementari richieste.

Assonime ritiene l'attività istruttoria finalizzata all'approvazione del prospetto, quale delineata dalla Consob nel documento di consultazione, incompatibile con le tempistiche previste dalla direttiva (dieci o venti giorni a seconda che l'emittente abbia o meno strumenti finanziari già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato ovvero diffusi). Secondo l'associazione di categoria, nonostante quanto previsto dall'art. 94-bis, comma 1 del TUF (*"Ai fini dell'approvazione, la Consob verifica la completezza del prospetto nonché la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite"*), l'autorità, in armonia con la disciplina comunitaria, dovrebbe accertare esclusivamente la completezza delle informazioni contenute nel prospetto: soltanto in funzione di tale accertamento sono ammissibili verifiche sulla comprensibilità e sulla coerenza di tali informazioni. Assonime ritiene, dunque, che *"l'eventuale richiesta di informazioni mancanti nel prospetto dovrebbe essere effettuata una sola volta, a seguito della comparazione tra informazioni fornite e informazioni necessarie da rendersi ai sensi della disciplina comunitaria"*. Diversamente, qualora si ritenessero ammissibili reiterate richieste di informazioni, si renderebbero incerti i tempi di accesso al mercato da parte degli emittenti, provocando un aumento dei costi di raccolta del capitale.

L'associazione di categoria evidenzia, inoltre, che l'adozione da parte della Consob di una procedura diversa da quella prevista in ambito comunitario, può creare, a danno degli emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine, uno svantaggio concorrenziale rispetto ad emittenti esteri le cui autorità di vigilanza prevedono istruttorie "più snelle", soprattutto in termini di durata del procedimento.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners osserva che gli obiettivi, il contenuto e la durata dell'attività istruttoria sono puntualmente definiti dal legislatore comunitario, nella DP, nel regolamento n. 809/2004/CE e nei pareri e negli orientamenti espressi dal CESR; eventuali scostamenti dalle disposizioni comunitarie, anche se consentiti, dovrebbero limitarsi a casi eccezionali nei quali sia compromessa la tutela degli investitori.

Inoltre, il partecipante alla consultazione non concorda sul fatto che l'esistenza di sostanziali divergenze fra gli Stati membri circa la natura e l'ampiezza dei controlli sia giustificata dalla mancata armonizzazione a livello comunitario del regime di responsabilità delle autorità nazionali competenti nell'approvazione dei prospetti.

Al riguardo, l'osservatore ritiene che le differenze riscontrate nel documento di consultazione fra le istruttorie svolte in Italia e quelle svolte in Germania e nel Regno Unito non possono giustificarsi sulla base della circostanza che in tali paesi *"la normativa nazionale assegna con chiarezza la responsabilità del prospetto anche ad una banca o ad un intermediario responsabile del collocamento"*. Anche l'art. 94, comma 9 del TUF prevede una regola del genere. Del resto, sottolinea il partecipante alla consultazione, il possibile riconoscimento di una responsabilità in capo alla Consob non giustifica un ampliamento generalizzato delle attività di controllo oltre i limiti fissati sia dal legislatore comunitario che da quello nazionale; anzi l'eccessiva ingerenza dell'autorità di vigilanza sui contenuti di merito del prospetto potrebbe costituire causa di

responsabilità per la stessa, in ipotesi considerata alla stregua di una delle parti che redige il prospetto.

Per lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners è evidente che la Consob non debba effettuare un controllo di legittimità e convenienza delle operazioni prospettate, né tantomeno un controllo circa la veridicità di tutte le informazioni contenute nel prospetto. Invero, un controllo di veridicità, pur non previsto dalla DP né dal TUF, potrebbe essere esercitato dalla Consob alla luce dei principi generali di tutela e di buon funzionamento dell'autorità amministrativa, in base ai quali l'autorità di vigilanza è chiamata ad effettuare una valutazione di completezza e di esattezza delle informazioni per consentire ai risparmiatori di assumere scelte di investimento consapevoli; più in particolare, il principio di buon andamento impone alla Consob *“di procedere ad una valutazione (...) di non palese falsità o incompletezza del prospetto, da condurre alla luce delle informazioni già raccolte nell'espletamento di altre attività o di dominio pubblico o di agevole verificabilità, pur tenendo conto dei tempi ristretti cui è costretta ad agire.”*

Infine, il partecipante alla consultazione considera opportuno che la Consob predisponga e renda pubblica la procedura istruttoria che gli uffici e la stessa Commissione, in sede collegiale, seguono ai fini dell'approvazione del prospetto, ivi incluse le procedure da seguire per il ricorso a fonti giornalistiche e alla collaborazione di altre autorità.

Tali procedure, sempre secondo l'osservatore, dovrebbero avvicinarsi a quelle previste nel Regno Unito, al fine di creare un vantaggio competitivo per i mercati italiani e per le imprese che vi accedono. Potrebbero prevedersi anche procedure semplificate per casi particolari; si pensi, ad esempio, alla procedura inglese per l'approvazione dei supplementi al prospetto.

Valutazioni

Si evidenzia, innanzitutto, che nessuno degli operatori che ha partecipato alla consultazione ha ritenuto che il controllo della Consob sul prospetto possa esaurirsi in un controllo meramente formale, circoscritto alla sola conformità con gli schemi di prospetto (cd. *box ticking*). La stessa Assonime, che pure ha ritenuto che l'obiettivo dell'approvazione del prospetto sia esclusivamente l'accertamento della completezza delle informazioni contenute nello stesso, e che a tal fine sono operate le verifiche sulla coerenza e comprensibilità, ha in ogni caso riconosciuto alla Consob il potere di fare almeno una richiesta di informazioni mancanti.

Quale comune denominatore, i commenti pervenuti rilevano l'esigenza di una migliore definizione dei limiti dell'attività di controllo della Consob volta all'approvazione del prospetto.

Al riguardo, tenuto anche conto delle osservazioni pervenute dalla consultazione, si ritiene, innanzitutto, che nell'attività finalizzata all'accertamento della completezza, coerenza e comprensibilità del prospetto siano da tenere presenti l'obiettivo e la funzione del prospetto stesso. La DP stabilisce, infatti, il principio secondo cui il prospetto deve contenere 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 i relativi diritti (art. 5, paragrafo 1¹).

¹ Norma recepita nell'art. 94, comma 2 del TUF.

Le persone che assumono la responsabilità del prospetto ai sensi dell'art. 6 della DP e dell'art. 94, comma 8, del TUF sono, quindi, tenute ad assicurare che tale documento abbia contenuti idonei al conseguimento delle finalità informative sopra precisate e di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione siano conformi ai fatti e non presentino omissioni tali da alterarne il senso.

Alla luce delle richiamate norme, si ritiene che, ai fini della definizione dell'ampiezza dei controlli della Consob sul prospetto, sia fondamentale distinguere l'attività di verifica diretta all'approvazione del prospetto stesso, dall'attività di vigilanza da svolgersi, ove necessario, successivamente e che può condurre all'adozione, in caso di riscontrate violazioni, delle misure cautelari ed interdittive previste dall'art. 99 del TUF e dei provvedimenti sanzionatori di cui agli artt. 191, 192-ter e 195 del TUF.

Come anche rilevato dai commentatori, merita a tal proposito tenere in debita considerazione la brevità dei termini fissati dalla legge per l'approvazione del prospetto, brevità che non appare compatibile con i tempi normalmente richiesti da verifiche più approfondite, quali quelle ispettive.

Con specifico riferimento ai procedimenti di approvazione dei prospetti, l'art. 13 della DP stabilisce, infatti, stringenti termini (10 giorni lavorativi per i prospetti relativi ad emittenti con strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato ovvero che abbiano comunque in precedenza eseguito offerte al pubblico; 20 giorni lavorativi negli altri casi). La medesima norma, poi, al quarto paragrafo attribuisce all'autorità competente il potere/dovere di richiedere "*per motivi ragionevoli*" informazioni supplementari, ovvero documenti necessari ai fini della completezza. Analoga previsione è contenuta nell'art. 94, comma 5, del TUF. Ove l'autorità competente avanzi richieste di informazioni e/o documenti, i termini per l'approvazione del prospetto si interrompono e ricominciano a decorrere dalla data in cui dette informazioni e/o documenti sono forniti dall'emittente, dall'offerente o dalla persona che domanda l'ammissione².

Gli ulteriori poteri riconosciuti all'autorità competente dalla stessa DP [art. 21, paragrafo 3, lettere *b*) e *c*)], come chiarito dal "considerando n. 38", sono, più in generale, volti a garantire l'efficacia della vigilanza da essa esercitata³, non soltanto dunque nella fase di approvazione del prospetto, ma anche successivamente. Nella stessa ottica si muove anche la disciplina nazionale⁴.

Il riconoscimento di tali poteri, da un lato, appare implicare che l'autorità di vigilanza sia tenuta ad effettuare controlli più ampi della semplice verifica di completezza intrinseca del documento

² Visti gli obiettivi della DP di armonizzazione massima non soltanto dei requisiti informativi del prospetto, ma anche delle modalità e durata del controllo del prospetto (cfr. Considerando n. 30), è da escludere che per effetto del meccanismo di interruzione dei termini richiamato nel testo un procedimento di approvazione del prospetto possa protrarsi a tempo indeterminato. Proprio al fine di attribuire certezza alla durata massima dei procedimenti di approvazione del prospetto, il nuovo testo dell'art. 8 del Regolamento Emittenti stabilisce anche un limite temporale entro il quale i soggetti interessati devono provvedere, a pena di improcedibilità, ad inoltrare alla Consob le informazioni supplementari (entro dieci giorni lavorativi per i prospetti il cui termine di approvazione è di dieci giorni lavorativi, o entro venti giorni lavorativi negli altri casi); esso fissa inoltre un termine massimo entro il quale il procedimento istruttorio deve comunque chiudersi (entro quaranta o settanta giorni lavorativi, a seconda che i termini di approvazione siano, rispettivamente, di dieci ovvero venti giorni lavorativi).

³ Si tratta del potere di richiedere informazioni all'emittente, all'offerente e alla persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni, a seconda dei casi, nonché ai revisori dei conti ed ai membri degli organi di direzione dell'emittente, dell'offerente, della persona che richiede l'ammissione ed agli intermediari incaricati dell'offerta o della quotazione.

⁴ L'art. 97 del TUF, infatti, attribuisce "*in relazione all'offerta*" alla Consob i poteri previsti dall'art. 115 dello stesso TUF, che spaziano dalla richiesta di documenti ed informazioni, alla convocazione di soggetti partecipanti all'operazione, fino al ben più pervasivo potere di eseguire ispezioni.

rispetto ai requisiti informativi prescritti dagli applicabili schemi e moduli di prospetto, dall'altro, non presuppone necessariamente che i medesimi poteri debbano essere esercitati dall'autorità competente nel corso dell'attività istruttoria finalizzata all'approvazione del prospetto.

Sulla base delle considerazioni sopra riportate, anche al fine di evitare effetti paralizzanti sull'attività della Consob e sul sistema delle offerte pubbliche e delle quotazioni, si ritiene che l'autorità di controllo non sia chiamata a svolgere verifiche in ordine alla veridicità delle informazioni fornite nel prospetto⁵.

Rientra, invece, sicuramente nelle attribuzioni della Consob la verifica di coerenza del contenuto del prospetto con gli elementi informativi già a disposizione della stessa autorità di controllo in pendenza dell'istruttoria per l'approvazione del prospetto.

Come già rilevato nel documento di risposta alla consultazione in ordine alle modifiche al Regolamento Emittenti in materia di prospetto, si coglie l'occasione per sottolineare anche in questa sede che la Consob avanza una sola richiesta di informazioni supplementari a seguito dell'esame dell'intero prospetto. Ove, peraltro, le nuove informazioni fornite in risposta non risultino complete, coerenti e comprensibili, l'autorità, sempre che non ricorrano i termini di decadenza di cui al citato art. 8 del Regolamento Emittenti, avanza un'ulteriore richiesta atta a sanare i profili di criticità riscontrati nelle nuove informazioni rese nella bozza di prospetto.

Per quanto concerne la richiesta di predisporre e rendere pubblica la procedura da seguire per le istruttorie di approvazione dei prospetti, si precisa che la consultazione in merito alle competenze della Consob relativamente all'approvazione del prospetto ha avuto anche la finalità di definire i compiti assegnati alla stessa in sede di approvazione dei prospetti informativi. Si fa, in proposito, rinvio all'apposito documento pubblicato per la definizione di tali compiti⁶.

Con riguardo, poi, alle osservazioni che rilevano un'esigenza di semplificare la procedura di approvazione del prospetto e di concentrare i controlli esclusivamente sulle informazioni in tale documento contenute, si coglie l'occasione per sottolineare che la documentazione da trasmettersi in allegato alla comunicazione iniziale è individuata in via generale e preventiva negli Allegati al Regolamento Emittenti e non è soggetta ad alcuna valutazione discrezionale da parte degli uffici istruttori. L'assenza di anche uno dei documenti richiesti in allegato alla comunicazione ne determina, pertanto, l'incompletezza. Per quanto concerne, invece, le richieste di documentazioni ulteriori o di informazioni supplementari, le stesse mirano esclusivamente a consentire agli uffici istruttori di esprimere le proprie valutazioni circa la completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto.

⁵ D'altro canto anche il TUF, nelle parti in cui fa espresso riferimento a tale veridicità, 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”*.

⁶ Cfr. documento in materia di *“Definizione dei compiti assegnati alla Consob in sede di approvazione dei prospetti informativi, concernenti titoli azionari, redatti ai sensi della direttiva n. 2003/71/CE”* pubblicato sul sito internet della Consob.

Con riferimento alla documentazione iniziale, si ritengono condivisibili le esigenze di snellimento della procedura di approvazione del prospetto da più parti manifestate, anche nel corso della consultazione sulle modifiche regolamentari. A tal fine si è proceduto a modificare gli Allegati 1A ed 1I al Regolamento Emittenti, riducendo sensibilmente il numero dei documenti da fornirsi alla Consob in sede di presentazione della richiesta di approvazione del prospetto. Si rinvia in proposito al documento di risposta alla consultazione sulle modifiche alle norme del Regolamento Emittenti in materia di prospetto.

* * * *

“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 corrispondono alle risultanze delle scritture contabili e degli accertamenti eseguiti e che siano conformi alle norme che li disciplinano.”

Assirevi, relativamente a quanto detto nel documento di consultazione, riportato nel riquadro di cui sopra, sottolinea che, ai sensi dell’art. 155 del TUF, non rientra nei compiti della società di revisione l’accertamento della rispondenza dei dati di bilancio o dei dati contabili contenuti nel prospetto con i dati dei bilanci assoggettati a revisione o con i dati della contabilità sociale assoggettata alle verifiche di legge.

La responsabilità per l’inserimento di tali informazioni nel prospetto e per la loro veridicità è, infatti, dei soggetti che redigono il prospetto e del responsabile del collocamento, per le parti di rispettiva di competenza.

Valutazioni

Si conferma, in questa sede, che non rientra nella competenza dell’autorità di controllo l’esame della rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale.

Appare, altresì, escluso il riesame puntuale da parte della Consob della corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell’inserimento nel prospetto. Un’attività del genere, infatti, verrebbe a coincidere con una verifica della veridicità di tutti i dati e le informazioni contenuti nel prospetto, del tutto incompatibile con i tempi istruttori fissati dalla direttiva e con la sua filosofia.

Per quanto concerne poi la conformità dei bilanci alle norme che ne disciplinano la redazione, gli interventi della Consob non possono che rientrare nella normale valutazione di conformità del prospetto ai requisiti di completezza, coerenza e comprensibilità.

Ciò premesso, si osserva che il richiamo nel documento di consultazione all'art. 155 del TUF si riferisce all'attività che le società di revisione ovvero altri revisori dei conti, ove consentito dalla legge applicabile, svolgono con riferimento alla verifica della rispondenza dei dati di bilancio alla contabilità sociale. La responsabilità per l'inserimento in un prospetto di tali dati, in relazione ai quali la società di revisione ha svolto la propria attività di controllo regolamentata dal TUF, resta, invece, disciplinata dall'art. 94 del TUF.

OSSERVAZIONI RELATIVE AI SINGOLI QUESITI

“A) Concordate con la individuazione degli obiettivi del controllo della Consob in sede di approvazione del prospetto?”

L'Abi e lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP dichiarano di condividere l'impostazione adottata dalla Consob secondo cui il controllo dell'autorità comprende verifiche sulla completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners concorda nei limiti e con le precisazioni riportate nel paragrafo precedente.

“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?”

Assonime e lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP si dichiarano concordi.

L'Abi, concordando sul fatto che la completezza del prospetto debba basarsi sull'accertamento del rispetto degli schemi comunitari, sottolinea la necessità di effettuare tale accertamento con una certa elasticità, al fine di tener conto delle diverse caratteristiche degli emittenti.

Infine, l'associazione di categoria chiede di chiarire come la Consob possa effettuare un controllo sostanziale sui dati e le informazioni forniti nel prospetto, non potendo effettuare “*due diligence*” sugli stessi.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners concorda nei limiti e con le precisazioni riportate nel paragrafo precedente.

Valutazioni

Tenuto anche conto dei positivi esiti della consultazione, si conferma quanto indicato nel documento per la consultazione in merito alla necessità di accertare la completezza del prospetto innanzitutto alla luce degli applicabili schemi che ne disciplinano i requisiti informativi, delineati nella normativa comunitaria, ai sensi dell'art. 3 del Regolamento n. 809/2004/CE.

Come anche esplicitamente rilevato dall'Abi, non rientra, invece, nei compiti della Consob effettuare una attività di *due diligence* sui singoli dati e su tutte le informazioni fornite nel prospetto. Rientra però nei poteri della Consob, in presenza di elementi di incoerenza fra tali informazioni e i documenti in suo possesso, ivi incluse le informazioni già raccolte nell'espletamento di altre attività, attivare gli strumenti previsti dalla disciplina di settore al fine di garantire che il prospetto contenga tutte le informazioni necessarie per un fondato giudizio dell'investitore.

“C) Siete d'accordo sulla impossibilità di accogliere un approccio box ticking nell'istruttoria di approvazione del prospetto?”

L'Abi, lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP e lo Studio Legale Associato Clifford Chance al riguardo si dichiarano concordi.

Più in particolare, l'ultimo dei partecipanti alla consultazione sopra citati ritiene che molte delle previsioni contenute negli schemi previsti dal regolamento comunitario sono formulate in modo volutamente generico e comportano, pertanto, la necessità di un controllo finalizzato ad accertare l'effettivo rispetto dei requisiti imposti dalla disciplina comunitaria, inconciliabile con un approccio di *box ticking*. Tuttavia, secondo l'osservatore, la richiesta di integrare la documentazione presentata e le informazioni contenute nel prospetto deve ispirarsi a un criterio di ragionevolezza, nella consapevolezza che l'emittente è il miglior soggetto deputato a dare concretezza sostanziale alle previsioni informative richieste dagli schemi comunitari e a valutarne la rilevanza.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners concorda nei limiti e con le precisazioni riportate nel paragrafo precedente.

Valutazioni

Sulla scorta delle osservazioni pervenute, si conferma l'orientamento secondo cui si esclude che si possa accogliere nell'istruttoria di approvazione del prospetto di competenza della Consob un approccio *box ticking*, ossia di mero riscontro formale dell'esistenza nel prospetto delle informazioni richieste dagli applicabili schemi e moduli di prospetto disposti dalla citata normativa comunitaria.

“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?”

L'Abi e lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP al riguardo si dichiarano concordi.

Assonime non concorda sul fatto che la verifica di coerenza debba essere estesa alle altre informazioni a disposizione dell'autorità di controllo, una volta che il prospetto sia completo ai sensi della disciplina comunitaria. Conseguentemente, l'associazione di categoria non concorda con le domande da E a H.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners concorda nei limiti e con le precisazioni riportate nel paragrafo precedente.

Valutazioni

Si rimanda in proposito alle valutazioni effettuate con riferimento alle Osservazioni di carattere generale.

“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?”

Lo Studio Legale Associato Clifford Chance si dichiara al riguardo concorde.

L'Abi ritiene che la coerenza debba essere accertata principalmente con riferimento alle informazioni contenute nelle diverse parti del prospetto e alla documentazione già a disposizione degli uffici della Consob. Secondo l'associazione di categoria le verifiche sulle informazioni contenute nella documentazione trasmessa alla Consob nel corso dell'istruttoria dovrebbero effettuarsi solamente nel caso in cui dette informazioni siano effettivamente rilevanti ai fini dell'operazione.

Lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP in linea generale si dichiara concorde, ma precisa che, qualora sia richiesta all'emittente dall'autorità di controllo documentazione non prevista dalla disciplina comunitaria, tale circostanza non deve frustrare i tempi e le finalità indicati nei primi 4 paragrafi dell'art. 13 della DP.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners concorda nei limiti e con le precisazioni riportate nel paragrafo precedente.

Valutazioni

Gli esiti della consultazione appaiono confermare quanto affermato nel documento di consultazione in merito alla necessità che la verifica di coerenza debba essere svolta con riferimento alle informazioni contenute nelle diverse parti del prospetto ed a quelle ulteriori eventualmente acquisite dalla Consob nel corso di istruttorie diverse da quelle di approvazione dei prospetti.

Con riguardo alle osservazioni appena riepilogate, merita rilevare che il controllo della Consob sui prospetti da pubblicarsi ai sensi della DP è svolto nel rispetto degli obiettivi propri della

direttiva. Tra questi, come anche richiamato da un osservatore, vi è quello del bilanciamento tra i costi ed i benefici dell'accesso al mercato del capitale di rischio.

Si è dell'avviso che nei casi, che si auspica costituiscano eccezioni, in cui, nonostante l'attivazione del potere di richiesta di informazioni supplementari disciplinato dall'art. 13 della DP, il prospetto ancora non risulti completo, coerente e comprensibile, consentirne la pubblicazione sia decisamente in contrasto, non solo con il *need of protection* che la medesima direttiva riconosce all'investitore *retail*, ma anche con l'obiettivo appena richiamato.

Si precisa, con riferimento alle osservazioni dello Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, che l'eventuale richiesta di documentazione ulteriore rispetto a quella prevista dagli allegati al Regolamento Emittenti è sempre finalizzata a consentire agli uffici istruttori di svolgere le proprie valutazioni in merito alla completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto, quindi è orientata a perseguire le finalità individuate dalla DP. Quest'ultima, peraltro, prevede espressamente, come già evidenziato sopra, che le autorità di controllo abbiano il potere di chiedere informazioni e documenti [art. 21, paragrafo 3, lettera a)]. Ciò, ad esempio, può risultare necessario ove la documentazione in atti evidenzia incoerenze rispetto a quanto dichiarato nel prospetto. In ogni caso, come rilevato in premessa, sono state introdotte modifiche all'art. 8 del Regolamento Emittenti volte ad assicurare certezza circa la durata massima del procedimento 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?”

Lo Studio Legale Associato Clifford Chance ritiene che la verifica sistematica delle fonti giornalistiche non rientra tra gli accertamenti *standard* previsti nell'istruttoria per l'approvazione del prospetto, in quanto causerebbe un allungamento dei termini istruttori con conseguente relativa incertezza circa la loro durata. Secondo l'osservatore, inoltre, dalla mera pubblicazione di una notizia non può scaturire per l'emittente l'obbligo di inserire nel prospetto una smentita della stessa.

Nello stesso senso TLX che dichiara di non ritenere opportuno che la Consob verifichi le fonti giornalistiche.

L'Abi, al riguardo, sollecita la Consob ad intervenire con la massima attenzione, considerato che l'allungamento dei tempi istruttori rappresenta per l'emittente un costo ingente.

Secondo lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP la verifica in questione non è estranea ai compiti e al ruolo spettante alla Consob nell'accertamento della completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto; ovviamente, secondo il partecipante alla consultazione, tale verifica dovrà avvenire nel rispetto del contenuto, delle finalità e dello spirito sanciti nei primi 4 paragrafi dell'art. 13 della DP.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners concorda nei limiti e con le precisazioni riportate nel paragrafo precedente.

Valutazioni

Alla luce delle osservazioni pervenute dalla consultazione, si ritiene che debba considerarsi di norma esclusa dalla verifica di coerenza del prospetto quella relativa a notizie comunque diffuse tra il pubblico anche tramite strumenti di comunicazione di massa. Tale impostazione, in linea con quanto fin qui esposto, tiene conto sia della tempistica, ristretta, relativa all'approvazione del prospetto, sia della circostanza che verifiche del tipo in argomento rientrano più propriamente nell'attività di vigilanza da effettuare in un momento successivo all'approvazione.

Va peraltro segnalato che per alcuni emittenti, ossia per quelli quotati e per quelli che hanno richiesto o approvato l'ammissione dei loro strumenti finanziari alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani, trovano applicazione le norme in tema di vigilanza sull'informazione continua. Si consideri, infatti, che, in base all'art. 66 del Regolamento Emittenti, tali emittenti sono tenuti a pubblicare senza indugio un comunicato con il quale confermare o smentire la veridicità delle notizie eventualmente diffuse al pubblico, concernenti la propria situazione patrimoniale, economica o finanziaria, operazioni di finanza straordinaria ad essi relative, ovvero l'andamento dei loro affari, qualora in presenza di tali notizie il prezzo degli strumenti da loro emessi vari in misura rilevante rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente (o, nel caso di emittenti quotandi, si tratti di informazioni che potrebbero influire sulle valutazioni di un investitore ragionevole riguardo al valore degli strumenti finanziari oggetto di domanda di ammissione).

In tal caso, la verifica di coerenza viene effettuata con riferimento alle informazioni contenute nei comunicati stampa sottoposti a vigilanza continua da parte della Consob. Se, pertanto, le informazioni diffuse al pubblico e confermate dall'emittente sono incoerenti con quanto affermato nel prospetto per il quale ancora è in corso l'istruttoria dell'autorità, il contenuto di tale documento dovrà essere conseguentemente adeguato.

“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?”

Secondo l'Abi non è necessaria la predisposizione di rigorose procedure per la selezione delle fonti giornalistiche, in quanto la verifica delle stesse dovrebbe avvenire soltanto in casi rilevanti.

Secondo lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP l'aspetto in discussione deve, per sua natura, essere lasciato all'apprezzamento e alla sensibilità della Consob. Secondo il partecipante alla consultazione, comunque, *“la Commissione dovrebbe prestare attenzione soprattutto a quelle testate giornalistiche e quei pubblicitari che per reputazione, storia, esperienza, vengono tipicamente tenuti in particolare riguardo. Tuttavia, le circostanze del caso concreto potrebbero indurre a valutare anche notizie provenienti da altre fonti.”* Secondo l'osservatore, non spetta, comunque, alla Consob svolgere attività di *“due diligence”* sui fatti,

circostanze o comunque informazioni contenute nel prospetto, sulla base di tutte le informazioni potenzialmente disponibili.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners concorda nei limiti e con le precisazioni riportate nel paragrafo precedente.

Valutazioni

Si rimanda a quanto precisato nelle valutazioni relative al quesito F).

“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?”

L’Abi non è contraria alla circostanza che la Consob attivi richieste di collaborazione alle autorità di vigilanza su determinati operatori, purché ciò non causi un allungamento dei termini istruttori.

Nei confronti delle altre autorità e di pubbliche amministrazioni la collaborazione dovrebbe essere attivata solo nel caso in cui emergano nel corso dell’istruttoria elementi meritevoli di ulteriori approfondimenti; anche in questo caso dovrebbe essere garantito il rispetto dei termini, fissati dalla direttiva, per l’approvazione del prospetto.

Lo Studio Legale Associato Clifford Chance si dichiara sul punto concorde, ma precisa che l’intervento di una autorità diversa dalla Consob non rappresenta un atto endoprocedimentale e, quindi, un eventuale ritardo da parte di tale diversa autorità non deve provocare un allungamento dei termini istruttori. Eventuali criticità dovranno essere risolte tramite richiesta di chiarimenti o informazioni supplementari direttamente agli emittenti.

Lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP ritiene che la richiesta di collaborazione alle altre autorità non dovrebbe essere mai attivata di *default*, dovendosi ricorrere alla stessa soltanto quando necessaria e in quanto compatibile con i tempi previsti dall’art. 13 della DP.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners concorda nei limiti e con le precisazioni riportate nel paragrafo precedente.

Valutazioni

Si conferma quanto affermato nel documento di consultazione in merito alla necessità di attivare la collaborazione di altre autorità in via automatica con riferimento esclusivo alle autorità di settore; nel caso delle altre autorità, invece, tale attivazione avverrà soltanto in casi eccezionali quando nell’ambito dell’istruttoria sul prospetto emergano, dall’esame della documentazione, sintomi concreti di incoerenza delle informazioni in esso contenute che riguardino aspetti connessi alle funzioni di tali autorità.

Si evidenzia che la Consob intrattiene con le autorità di settore (Banca d'Italia, ISVAP) stabili rapporti di collaborazione che includono anche flussi informativi. Le richieste di collaborazione che vengono attivate per ogni istruttoria che coinvolga società operanti nei settori, rispettivamente, bancario ed assicurativo, si inseriscono in tale contesto, consentendo di acquisire informazioni aggiornate sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria e sull'attività dell'emittente, nonché su eventuali procedimenti che tali autorità abbiano attivato nei confronti della società stessa. Si tratta di elementi particolarmente significativi provenienti da istituzioni altamente qualificate, in quanto tenute istituzionalmente ad un'attività di vigilanza sulle società che operano in tali settori.

Quanto all'incidenza sui tempi istruttori, nella prassi degli uffici la richiesta di collaborazione in questi casi viene attivata appena risulta depositata l'istanza di approvazione del prospetto. Si sottolinea, peraltro, che eventuali incoerenze fra il contenuto del prospetto e le risultanze di tali richieste di informazioni (ad esempio quanto agli esiti di istruttorie svolte dalle autorità di controllo di tipo autorizzatorio, ispettivo o sanzionatorio), non possono non influire sulle valutazioni della Consob ai fini dell'approvazione del prospetto. Il verificarsi di tali situazioni, infatti, impone ulteriori attività istruttorie di verifica da parte della Consob, mediante l'esercizio di tutti i poteri previsti dalla normativa vigente.

“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?”

Secondo Abi, Assonime e TLX, la Consob non è tenuta a verificare sistematicamente la veridicità delle informazioni contenute nel prospetto, della quale rispondono i soggetti che redigono il documento ed il responsabile del collocamento.

Con riferimento alla disposizione contenuta nell'art. 94, comma 9 del TUF che riconosce in capo al responsabile del collocamento una presunzione di responsabilità per informazioni false contenute nel prospetto o per omissioni, idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole, l'Abi ritiene la stessa non in linea con la Direttiva Prospetto, che non prevede né la figura del responsabile del collocamento né alcuna presunzione legale di responsabilità a carico di un solo intermediario per informazioni false o omissioni nel prospetto.

Lo Studio Legale Associato Clifford Chance ritiene corretto che la Consob non verifichi sistematicamente e in alternativa ai soggetti responsabili della redazione del prospetto la veridicità delle informazioni in esso contenute, a meno che la falsità di determinate informazioni risulti palese sulla base del set informativo a disposizione dell'autorità.

Nello stesso senso si pronuncia anche lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, il quale precisa che nei casi in cui la non veridicità emerga *ictu oculi* o la Consob, anche senza aver svolto attività di “*due diligence*”, abbia motivo di ritenere che le informazioni non siano veritiere, l'autorità di controllo deve intervenire presso i responsabili della redazione del prospetto affinché adeguino il contenuto informativo dello stesso.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners concorda nei limiti e con le precisazioni riportate nel paragrafo precedente.

Valutazioni

Tenuto conto del concorde orientamento emerso dalla consultazione, si conferma quanto già affermato nel documento di consultazione. Si ritiene pertanto coerente con le previsioni della DP dichiarare che la Consob non verifica la veridicità delle informazioni contenute nel prospetto in alternativa ai soggetti responsabili della redazione dello stesso.

Per quanto concerne la disciplina dell'art. 94, comma 9 del TUF, si tratta di disposizione di fonte primaria, come tale non modificabile dalla Consob nell'esercizio della sua potestà regolamentare. In ogni caso è da tenere presente che essa non interferisce con la disciplina della DP, in quanto quest'ultima definisce all'art. 6 soltanto un regime minimale di responsabilità del prospetto, che gli Stati membri sono tenuti ad assicurare.

“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?”

Lo Studio Legale Associato Clifford Chance si dichiara al riguardo concorde, pur riconoscendo il dovere della Consob di richiedere i necessari chiarimenti nonché l'inserimento di spiegazioni dettagliate nel prospetto.

L'Abi si dichiara concorde sul fatto che non rientra tra i poteri dell'autorità di vigilanza richiedere all'emittente di assumere comportamenti conformi alla legge nei casi descritti nella domanda. Tuttavia l'associazione di categoria ritiene che in simili casi la Consob dovrebbe avere il potere di negare l'approvazione del prospetto e non limitarsi alla sola richiesta di una adeguata *disclosure* di tali criticità.

Assonime ritiene che nei poteri della Consob rientri la valutazione dei profili di legittimità con esclusivo riferimento alla disciplina della trasparenza contenuta nel TUF.

Lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP al riguardo opera le seguenti distinzioni:

- se sono illegittime o illecite le operazioni descritte nel prospetto, alla Consob spetta il compito di verificare la completezza, coerenza e comprensibilità della *disclosure*, non potendo adottare provvedimenti inibitori o di divieto dell'offerta;
- se è controversa l'illegittimità o illiceità dell'operazione d'offerta, spetta alla Consob richiedere un'adeguata *disclosure* sui profili di illegittimità o illiceità controversi;
- nel caso in cui, invece, la Consob ritenga l'operazione d'offerta o di quotazione, in sé e per sé considerata, illegittima o illecita, può sospenderla o vietarla se ciò sia necessario per la tutela degli investitori in quanto la mera *disclosure* potrebbe essere inidonea a tal fine. Analogamente, l'autorità di controllo potrebbe sospendere o vietare l'operazione nel

caso in cui riscontri, nella verifica della completezza, coerenza e comprensibilità, carenze informative tali che la sospensione o il divieto dell'offerta siano lo strumento adeguato per la tutela degli investitori, l'efficienza e la trasparenza del mercato dei capitali.

Infine, lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP dichiara che non spetta alla Consob, nell'ambito dell'istruttoria finalizzata all'approvazione del prospetto, verificare la conformità del bilancio dell'emittente alle norme che ne disciplinano la redazione. Tuttavia, secondo il partecipante alla consultazione, potrebbero presentarsi situazioni caratterizzate da criticità tali (lacune, imprecisioni, contraddizioni) per cui consentire l'offerta sarebbe contrario alla tutela dell'investitore, ad esempio qualora la Consob si sia convinta della non veridicità del bilancio e non siano i decorsi i termini per la sua impugnativa.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners concorda nei limiti e con le precisazioni riportate nel paragrafo precedente.

Valutazioni

In sintonia con quanto affermato nel documento di consultazione e tenuto conto delle osservazioni pervenute, si sottolinea che:

- se nel prospetto sono descritte operazioni che sollevano dubbi di illegittimità o di illiceità, spetta alla Consob verificare che l'informazione su tali aspetti risponda ai requisiti di completezza, coerenza e comprensibilità;
- se il prospetto, nonostante le richieste di informazioni supplementari, continua a presentare carenze informative tali da non consentire una fondata decisione di investimento ai sensi dell'art. 5 della DP e dell'art. 94, comma 2 del TUF, la Consob ha il potere-dovere di negare l'approvazione del prospetto;
- se a presentare dubbi di contrarietà rispetto alle norme del TUF è la stessa operazione d'offerta o di quotazione, in questi casi la Consob non può che negare l'approvazione del prospetto, tenuto conto che se tali violazioni emergessero in un momento successivo la Consob potrebbe sospendere o vietare l'operazione stessa.

E' quindi da escludere che la Consob possa negare l'approvazione del prospetto nel caso in cui sia controversa la legittimità di operazioni descritte nel prospetto, con riguardo a normative diverse da quelle in materia di offerta pubblica e/o quotazione, o la conformità dello statuto e degli strumenti finanziari all'ordinamento societario o, ancora, la conformità del bilancio dell'emittente alle norme che ne disciplinano la redazione. La Consob, in tali casi, richiede che il prospetto 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.

In conclusione, in tutti i casi sopra individuati l'attività della Consob in sede di approvazione del prospetto non si traduce in richieste comportanti modifiche dell'operazione, o dei dati di bilancio, quanto piuttosto in richieste di informazioni supplementari al prospetto atte a descrivere tali circostanze dando agli investitori la possibilità di considerarle attentamente nell'ambito delle proprie scelte di investimento.

“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?”

Assonime al riguardo si dichiara concorde.

L'Abi sottolinea che una maggiore comprensibilità delle informazioni dovrebbe costituire un obiettivo da perseguire non soltanto con riferimento alla nota di sintesi ma anche al prospetto nel suo complesso, in un'ottica di maggiore fruibilità per l'investitore.

Nello stesso senso si pronuncia anche lo Studio Legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, secondo cui dovrebbe essere consentito l'utilizzo di un linguaggio non tecnico anche al di fuori della nota di sintesi, laddove il ricorso a termini tecnici non sia necessario per descrivere una determinata attività o circostanza. Sul tema il partecipante alla consultazione osserva, infine, che i termini tecnici, dove necessari, non possono essere sostituiti da sinonimi o perifrasi ma piuttosto descritti in glossari o nel corpo del prospetto.

Lo Studio Legale Associato Clifford Chance ritiene che la locuzione *“linguaggio non tecnico”* andrebbe interpretata non letteralmente ma sistematicamente, nel senso di richiedere che anche la nota di sintesi contenga informazioni facilmente analizzabili e comprensibili. *“Ciò che pertanto rileva è che le informazioni contenute nel prospetto siano facilmente analizzabili e comprensibili ad un investitore medio, tenendo ovviamente in conto anche la tipologia di attività svolta dall'emittente o la tipologia di settore in cui lo stesso opera, che potrebbero necessitare l'inserimento di determinati termini tecnici. Ciò che tuttavia si ritiene importante è che tali termini tecnici siano opportunamente spiegati, tramite glossario ovvero, se ritenuto maggiormente idoneo ad una chiarezza più immediata, direttamente nel corpo del testo. Non sembra invece corretto imporre l'eliminazione tout court nell'ambito della nota di sintesi perché questa sia redatta in linguaggio non tecnico. Proprio perché trattasi di una sintesi, tale sintesi dovrà essere facilmente analizzabile e comprensibile, al pari delle informazioni che sintetizza.”*

Infine lo studio legale associato concorda sul fatto che rientri tra i compiti dell'autorità evitare che nel prospetto esistano duplicazioni di informazioni, ritenendo in tali circostanze più appropriato lo strumento del rinvio.

Lo Studio Legale Gianni, Origoni, Grippo & Partners non concorda. In base all'art. 5 della DP, il prospetto deve fornire agli investitori le informazioni necessarie affinché essi possano assumere decisioni di investimento consapevoli; pertanto l'utilizzo di un linguaggio tecnico e specialistico nel prospetto ostacola le finalità di tutela degli investitori che il prospetto stesso deve perseguire soprattutto nel caso in cui a ciò si aggiungano duplicazioni delle informazioni all'interno dello stesso documento. Sul punto il partecipante alla consultazione auspica che la Consob fornisca linee guida generali per la redazione dei prospetti in un linguaggio e in una forma chiari, semplici, concisi e comprensibili.

Anche lo Studio Ghidini, Girino e Associati non condivide l'assunto per il quale l'utilizzo di un linguaggio non tecnico può essere imposto solo con riferimento alla redazione della nota di sintesi; alla luce infatti dell'art. 94, comma 2 del TUF, secondo cui il prospetto deve fornire informazioni *“in una forma facilmente analizzabile e comprensibile”*, dovrebbe vigere l'obbligo di impiegare nel prospetto anche soluzioni espositive non tecnicistiche. Secondo il partecipante alla consultazione, infatti, *“il prospetto potrebbe conservare la sua attuale impostazione e il suo*

idioma specialistico, accompagnando però i singoli passi tecnici con descrizioni illustrative (...) che ne semplifichino il contenuto (...) .”.

Valutazioni

Si ritiene, come già evidenziato nel documento di consultazione, che il prospetto deve contenere informazioni facilmente analizzabili e comprensibili dall'investitore medio e non deve presentare duplicazioni di informazioni. Tuttavia, l'obbligatorietà di un linguaggio non tecnico sembra imposta dalla direttiva europea esclusivamente per la nota di sintesi. Tale documento dovrebbe, pertanto, non limitarsi a ripetere, in forma sintetica, quanto riportato nel prospetto, ma svolgere una funzione autonoma di descrizione dei rischi e delle caratteristiche essenziali dell'emittente e degli strumenti finanziari oggetto dell'operazione che sia facilmente comprensibile anche dall'investitore che non abbia gli strumenti concettuali e linguistici necessari per comprendere il linguaggio tecnico e specialistico.

Quanto alla necessità che l'intero prospetto contenga informazioni facilmente analizzabili e comprensibili, si sottolinea che rientra nella prassi degli uffici istruttori della Consob richiedere di inserire nel glossario i termini specialistici, in particolare quelli in lingua inglese non di ampio utilizzo nel linguaggio comune, e di fornire ulteriori chiarimenti e precisazioni su aspetti dell'attività dell'emittente che non risultino di immediata comprensione per un lettore non specializzato nel settore del *business* coperto dalla società. Non vanno, d'altronde, trascurati neppure gli interventi effettuati per semplificare prospetti che risultano in origine eccessivamente prolissi e dispersivi.

Va infine richiamata, in questa sede, la Comunicazione n. DEM/7105108 del 29 novembre 2007, avente ad oggetto una *Raccomandazione relativa alle modalità di rappresentazione grafica e di esposizione dei contenuti del capitolo " Fattori di rischio" del prospetto informativo*. Le indicazioni della comunicazione, infatti, mirano a rendere più fruibili ed efficaci i contenuti di quei paragrafi del prospetto che sono finalizzati ad evidenziare le rischiosità attinenti all'emittente che effettua l'operazione o alla operazione stessa e agli strumenti finanziari oggetto del prospetto.