

AVV. MARIO SIRAGUSA
WILLIAM B. MCGURN, III^{2,4}
AVV. ROBERTO CASATI¹
AVV. GIUSEPPE SCASSELLATI SFORZOLINI¹
AVV. MICHAEL J. VOLKOVITSCH¹
AVV. ROBERTO BONSIGNORE¹
AVV. PIETRO FIORUZZI¹
AVV. VANIA PETRELLA
AVV. C. FERDINANDO EMANUELE
AVV. MATTEO MONTANARO

AVV. NICOLA CERAULO
AVV. FRANCESCO DE BIASI
AVV. MATTEO BERETTA
AVV. G. CESARE RIZZA BAJARDO
AVV. STEFANO SCIOLLA²
AVV. CLAUDIO DI FALCO¹

AVV. FRANCESCA M. MORETTI
AVV. SAVERIO VALENTINO¹

AVV. FLAVIO ACERBI
AVV. PAOLA ALBANO
AVV. NICCOLÒ BACCETTI
AVV. FEDERICO MARINI BALESTRA
AVV. JESUS M. BELTRAN¹
AVV. PAOLO BERTOLI
AVV. FRANCESCO BORTONE
AVV. FABIO CANNIZZARO
AVV. FAUSTO CARONNA
AVV. DANIELE COLICCHIO
AVV. GIANCARLO D'AMBROSIO
AVV. GEROLAMO DA PASSANO
AVV. STEFANO DE DOMINICIS
AVV. PIERANTONIO D'ELIA

AVV. ALFREDO DELLA MONICA
AVV. LAURA DE SANCTIS
AVV. CARLO DE VITO PISCICELLI¹
AVV. SHAWN S. DOYLE¹
AVV. MARCO D'OSTUNI¹
AVV. GIANLUCA FAELLA
AVV. CARLO GALLAVOTTI
AVV. FRANCESCA GESUALDI
AVV. GIULIA F. GOSI
AVV. ERIKA GUERRI
AVV. FRANCESCO LIONE¹
AVV. GENNARO MALLARDO
AVV. MARIA GRAZIA MAMONE
AVV. LUCIO MASTROSIMONE
AVV. PIETRO MERLINO
AVV. MILO MOLFA²
AVV. NICCOLÒ MORESCHINI
AVV. LUIGI NASCIMBENE
AVV. MICHELE MARIO NASCIMBENE²
AVV. LAURA PROSPERETTI
AVV. PAOLO RAINELLI
AVV. DIEGO RIVA
AVV. VALERIE RUOTOLO
AVV. GIANLUCA RUSSO
AVV. GIOVANNI BATTISTA SANDICCHI
AVV. CARLO SANTORO
AVV. BENEDETTA VANNINI
AVV. LARA VERONER¹
AVV. VALENTINA ZADRA
AVV. ANDREA ZANONI

PROF. AVV. WLADIMIRO TROISE MANGONI

¹ MEMBER OF THE NEW YORK BAR
² SOLICITOR, ENGLAND AND WALES
³ MEMBER OF THE WASHINGTON, D.C. BAR
⁴ AVOCAT AU BARREAU DE PARIS

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP

VIA SAN PAOLO 7

20121 MILANO

TELEFONO
02 726081

TELEFAX
02 86984440

WWW.CLEARYGOTTLIEB.COM

PIAZZA DI SPAGNA 15

00187 ROMA

TEL 06 695221
FAX 06 69200665

NEW YORK • WASHINGTON, DC • PARIGI
BRUXELLES • LONDRA • MOSCA • FRANCOFORTE
COLONIA • HONG KONG • PECHINO

30 giugno 2008

VIA E-MAIL

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Divisione Studi Giuridici
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

Oggetto: Commenti al “Documento relativo alla definizione dei compiti
assegnati alla Consob in sede di approvazione dei prospetti”
3 giugno 2008

Ringraziando codesta Commissione per l'ulteriore occasione di confronto su tematiche relative alle disposizioni del Regolamento Emittenti relative all'esecuzione delle norme del D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come modificato, in particolare, dal D. Lgs. n. 51 del 28 marzo 2007 di attuazione della direttiva 2003/71/CE (la “Direttiva Prospetto”) (il “TUF”), Vi sottoponiamo alcune considerazioni in merito al documento in oggetto.

1. In generale

Occorre in primo luogo tenere presente che la definizione del ruolo e dei compiti spettanti all'Autorità di vigilanza per l'approvazione di prospetti di offerta/quotazione nonché l'eventuale formalizzazione, in sede di normativa secondaria domestica, della procedura istruttoria che termina nell'approvazione del prospetto, devono avvenire in armonia con il contenuto, le finalità e lo spirito dei primi 4 commi dell'art. 13 della Direttiva Prospetto¹.

¹ Sul punto ci permettiamo di rinviare a quanto osservato nella lettera del nostro studio del 15 febbraio 2008 (pag. 3 *sub* Articolo 8) in merito alla modifica dell'art. 8 del Regolamento Emittenti contenuta nel documento di consultazione di codesta Commissione del 28 dicembre 2007.

STUDIO ASSOCIATO COSTITUITO IN FORMA DI LIMITED LIABILITY PARTNERSHIP, ISCRITTA IN INGHILTERRA AL N° OC310280 E REGOLATA DALLA SOLICITORS REGULATION AUTHORITY. L'ELENCO DEI NOMI DEGLI ASSOCIATI E DEI RISPETTIVI TITOLI PROFESSIONALI È VISIONABILE PRESSO LA SEDE DI LONDRA. LO STUDIO, O UNO STUDIO A CUI È ASSOCIATO, HA UFFICI NELLE CITTÀ SUINDICATE.

Siamo consapevoli delle diverse prassi che inevitabilmente, anche per ragioni storiche, sono seguite dalle varie Autorità di vigilanza della Unione Europea nell'approvazione dei prospetti: tali prassi risentono, in ultima analisi, dei diversi regimi di responsabilità della Autorità di vigilanza nei vari Paesi dell'Unione Europea (tema che esula dagli scopi della consultazione in questione).

La Direttiva Prospetto, come peraltro notato da codesta Commissione, non si è spinta alla definizione delle responsabilità delle Autorità di vigilanza. In generale, le diverse normative nazionali circa compiti e ruoli (e relativi procedimenti istruttori) delle Autorità competenti per l'approvazione dei prospetti continuano a non essere uniformi.

Tali circostanze, tuttavia, dovrebbero essere di stimolo per dette Autorità, in una con gli operatori del mercato, ad orientare la prassi in coerenza con i primi 4 commi dell'art. 13 della Direttiva Prospetto, anziché incardinare le prassi passate nelle pieghe della Direttiva Prospetto. Ciò, in linea con l'obiettivo e lo spirito della norma citata, consentirebbe agli emittenti di presentarsi tempestivamente sul mercato. Ovviamente, il raggiungimento di tale obiettivo richiede, altresì, che anche le istruttorie delle società di gestione dei mercati siano in linea con la norma citata.²

2. Risposte alle domande di cui al documento di consultazione in oggetto

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

È condivisibile la conclusione secondo cui il controllo di codesta Commissione ha per oggetto la completezza del prospetto, che comprende la verifica della coerenza interna dell'informazione fornita nonché della comprensibilità del modo in cui le informazioni vengono presentate nel prospetto.

Concordiamo, inoltre, che Consob non ha il compito di effettuare il controllo sistematico sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto. Peraltro, qualora la falsità (o l'omissione che alteri il senso delle informazioni) emerga *ictu oculi* o, comunque, codesta Commissione, pur senza svolgere attività di *due diligence* in tal senso, abbia motivo di ritenere che le informazioni non siano "veritiere" (nel senso sopra indicato), ci pare che Consob sia tenuta ad attivarsi con le persone responsabili per il prospetto al fine di adeguare il contenuto informativo dello stesso.

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?

² È noto che gli attuali tempi istruttori, mediamente di oltre 2 mesi, riducono le finestre temporali per la presentazione del prospetto a codesta Commissione. Infatti, gli operatori tendono ad evitare di richiedere a codesta Commissione l'approvazione di un prospetto quando il decorso degli oltre 2 mesi di istruttoria determinerebbe la necessità d'integrare il prospetto con informazioni finanziarie aggiornate ad un nuovo periodo infrannuale o annuale. Per tale motivo, ci parrebbe non opportuno che la riformulazione dell'art. 8 del Regolamento Emittenti, così come proposta nel documento di consultazione di codesta Commissione del 28 dicembre 2007, formalizzi termini che si sono formati nella prassi della normativa precedente l'attuazione della Direttiva Prospetto. Tali termini non trovano, in ogni caso, riscontro nella Direttiva Prospetto: cfr. la nota n. 1.

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

Le conclusioni sub B) e C) sono condivisibili.

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?

Le conclusioni sub D) e E) sono, in via generale, condivisibili.

È chiaro, tuttavia, che qualora un'Autorità di vigilanza ritenga di chiedere agli operatori, in via generale o particolare, la produzione di documentazione non richiesta dalla normativa comunitaria (inclusi i documenti trasmessi dall'emittente alla società di gestione del mercato), ciò non deve frustrare i tempi e le finalità indicati nei primi 4 commi dell'art. 13 della Direttiva Prospetto.³

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?

In via generale, ci pare che un'Autorità di vigilanza non possa non tenere in considerazione tutte le informazioni di cui sia a conoscenza. Con particolare riguardo alle fonti giornalistiche (ma lo stesso deve dirsi riguardo ad esposti, indiscrezioni, ecc.), la preliminare valutazione riguarderà ovviamente l'attendibilità della notizia. L'aspetto in discussione deve per sua natura essere lasciato all'apprezzamento e alla sensibilità di codesta Commissione, in considerazione delle circostanze del caso concreto.

La verifica in questione non è estranea ai compiti e al ruolo affidati a codesta Commissione ai fini dello scrutinio della completezza, coerenza e comprensibilità dei prospetti: ci pare, pertanto, che l'esercizio di tale compito debba avvenire in aderenza con il contenuto, le finalità e lo spirito dei primi 4 commi dell'art. 13 della Direttiva Prospetto.

³ Al riguardo, segnaliamo che non ci sembra che le modifiche del Regolamento Emittenti proposte nel documento di consultazione di codesta Commissione del 28 dicembre 2007, vadano nella direzione di una semplificazione del procedimento istruttorio, e siano perciò in linea con le argomentazioni contenute nel presente documento di consultazione. Sul punto ci permettiamo di rinviare a quanto osservato nella nostra lettera del 15 febbraio 2008 (pagg. 2 e 6) in merito alle modifiche dell'art. 5, comma 4, e Allegato 1A – A)b) e dell'Allegato 1I – Tavola 1, del Regolamento Emittenti contenute nel documento di consultazione di codesta Commissione del 28 dicembre 2007.

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?

Ci sembra che il tema delineato non si presti ad essere cristallizzato in maniera ferma e definitiva. È un aspetto che per sua natura deve essere lasciato all'apprezzamento e alla sensibilità della Commissione. Ad esempio, codesta Commissione potrà avvalersi dei servizi di rassegna stampa che già riceve o di strutture che, analogamente all'esperienza della *Financial Service Authority* nel Regno Unito, raccolgono elementi informativi nell'esercizio di altre funzioni istituzionali.

In via generale, la Commissione dovrebbe prestare attenzione soprattutto a quelle testate giornalistiche e quei pubblicisti 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.

Esula dai compiti di codesta Commissione un'attività di *due diligence* su fatti, circostanze o comunque informazioni contenute nei prospetti, sulla base di tutte le informazioni potenzialmente disponibili.

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?

In assenza di un'espressa previsione che preveda la partecipazione di altre autorità alla attività di "istruttoria" relativa al prospetto, ci sembra che la richiesta di collaborazione con altre autorità non dovrebbe essere mai prevista di *default* e che andrebbe ricercata solo quando necessaria in base a circostanze specifiche e in quanto compatibile con i tempi dettati nell'art. 13 della Direttiva Prospetto.

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?

Condividiamo tale affermazione, per le motivazioni indicate nei precedenti punti.

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?

In merito al tema in esame, riteniamo che debbano essere individuati due distinti ordini di questioni.

Il primo riguarda i fatti e le circostanze riportate nel prospetto informativo: si condivide l'opinione per cui l'illegittimità o l'illiceità delle operazioni descritte nel prospetto

informativo (diverse dall'offerta o dalla quotazione di strumenti finanziari in sé e per sé considerati) non giustifichino l'adozione di provvedimenti inibitori o di divieto dell'offerta o di quotazione degli strumenti finanziari. In tal caso, salvo le considerazioni di seguito espresse, il ruolo e compito della Consob è quello di verifica della completezza, coerenza e comprensibilità della *disclosure*.

Il secondo ordine di questioni afferisce all'illegittimità o all'illiceità dell'operazione di offerta o di quotazione degli strumenti finanziari in sé e per sé considerati (a mero titolo di esempio, Consob ha contezza che la delibera di aumento di capitale al servizio dell'offerta è nulla ed è ancora pendente il termine per impugnare la delibera *ex art. 2379-ter* cod. civ.). Vi possono essere casi in cui l'illegittimità o l'illiceità dell'operazione può essere controversa (in particolare, in assenza di giurisprudenza o dottrina consolidate) o l'operazione presenti caratteristiche inedite e vi sia una divergenza di opinioni tra codesta Commissione e i redattori del prospetto circa la legittimità dell'operazione: si condivide l'opinione per cui in tali ipotesi il compito della Consob è di chiedere un'adeguata *disclosure* del carattere inedito dell'operazione, dei suoi termini o del motivo per cui gli autori del prospetto non ritengono che vi siano profili di legittimità o illiceità segnalati dalla Commissione nella fase istruttoria.⁴

Qualora, invece, codesta Commissione abbia motivo di ritenere che l'operazione di offerta o di quotazione degli strumenti finanziari in sé e per sé considerata sia illegittima o illecita, ci pare che Consob abbia il potere di sospendere o vietare l'offerta e la quotazione se ciò sia necessario per la tutela degli investitori, in quanto la mera *disclosure*

⁴ Ci pare che alcuni degli esempi contenuti nel Documento di consultazione del 3 giugno 2008 (pag. 15) siano ascrivibili a tale ordine di questioni:

“- 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”.

Ci pare, invece, che altri casi portati all'attenzione nel citato documento di consultazione non riguardino l'illegittimità delle operazioni descritte nel prospetto informativo ovvero quella dell'offerta o della quotazione in sé e per sé considerate, ma presentino esclusivamente un profilo di coerenza tra la *disclosure* contenuta nel prospetto e i documenti acquisiti da codesta Commissione nel corso dell'istruttoria:

“- 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.”

Infine, ci pare invece che un esempio riportato non afferisca ai profili della coerenza, ma all'interpretazione da dare ai “rischi” in presenza di accantonamenti a bilancio:

“- 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;”. In questi casi, ci pare che vi sia coerenza tra i documenti in quanto proprio l'assenza di accantonamento potrebbe aver determinato la valutazione della pendenza in questione come “rischio” (che viene anche quantificato), diversamente assente qualora vi fosse uno stanziamento ritenuto adeguato in bilancio.

potrebbe essere inidonea a tal fine: ciò in virtù dell'art. 91 TUF (“[l]a Consob esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali”), il quale contiene disposizioni di applicazione generale per tutte le disposizioni del Capo I, Titolo II, Parte IV del TUF e, quindi, non solo per le norme relative alla *disclosure*, ma anche dell'art. 99 TUF (contenente i poteri inibitori e interdittivi di Consob). Al riguardo, non ci pare che la Direttiva Prospetto contenga indicazioni che impediscano agli Stati Membri di prevedere una sospensione od un divieto dell'operazione in tali circostanze. Si potrebbe, altresì, ritenere che codesta Commissione abbia il potere di sospendere e vietare l'operazione, qualora riscontri, nella verifica della completezza, coerenza e comprensibilità, carenze informative tali che la sospensione o il divieto dell'offerta o della quotazione (quindi, la mancata approvazione del prospetto) siano lo strumento adeguato per la tutela degli investitori, l'efficienza e la trasparenza del mercato dei capitali (ovviamente, anche a seguito delle richieste di integrazione o chiarimento formulate da Consob in sede istruttoria).

Quanto all'ipotesi della mancata conformità del bilancio dell'emittente alle norme che ne disciplinano la redazione, ci pare innanzitutto che tra i compiti svolti dalla Commissione in sede di istruttoria del prospetto non possa esserci anche quello di verificare tale conformità (ed, infatti, sarebbe impossibile effettuare tale verifica nei termini dettati dall'articolo 13 della Direttiva Prospetto). Pertanto, in via generale, concordiamo con le considerazioni espresse da codesta Commissione su tale profilo nel documento di consultazione in oggetto. Come sopra indicato, tuttavia, vi potrebbero essere situazioni che presentino elementi di criticità (lacune, imprecisioni, contraddizioni, mancanza di chiarezza) tali per cui, come indicato nel paragrafo precedente, sarebbe contrario alla tutela dell'investitore consentire un'operazione di offerta o di quotazione. E ciò non solo nell'ipotesi, prevista *ex tabulas*, dell'art. 96 del TUF (giudizio negativo o impossibilità di esprimere un giudizio da parte dei revisori sull'ultimo bilancio di esercizio), ma perlomeno anche nell'ipotesi in cui, nonostante un giudizio positivo sul bilancio, Consob si sia convinta della “non veridicità” del bilancio e non siano decorsi i termini per un'impugnativa del bilancio da parte di Consob *ex art. 97, comma 2, del TUF*.⁵ Ciò parrebbe vero anche per i dati di bilancio dei precedenti esercizi, rappresentati in prospetto, qualora codesta Commissione dovesse ritenere che l'informativa non sia sufficiente per la tutela degli investitori.

Le fattispecie di illegittimità o illiceità dell'offerta o della quotazione di strumenti finanziari in sé e per sé considerate sono marginali rispetto a fatti, circostanze, operazioni illegittime o illecite descritte nel prospetto, in merito alle quali condividiamo l'opinione che vadano risolte sul terreno di un'accurata *disclosure*.

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?

È condivisibile la posizione secondo cui 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

⁵ Peraltro, a seconda delle circostanze, codesta Commissione potrebbe ritenere che vi siano casi in cui sia sufficiente una *disclosure* che dia atto degli eventuali rilievi sollevati dalla Consob in sede istruttoria, delle motivazioni per cui i redattori del prospetto li ritengono infondati e della circostanza che Consob potrebbe esercitare, qualora ne esistessero i presupposti, l'azione di cui all'art. 157, comma 2, del TUF.

duplicazioni di informazioni. L'utilizzo di un linguaggio tecnico è comunque pregiudizievole alla comprensibilità di tutto il prospetto e pertanto dovrebbe essere consentito un linguaggio non tecnico, anche al di fuori della nota di sintesi, nei limiti in cui non è possibile non utilizzare termini tecnici per descrivere una determinata attività o circostanza. Ovviamente, e in linea con la prassi di codesta Commissione, i termini tecnici, con particolare riguardo a quelli in determinati settori merceologici, non si prestano all'utilizzo di sinonimi o di perifrasi, quanto piuttosto ad essere descritti (in glossari o nel corpo del prospetto).

*** ***** ***

Restiamo a disposizione di codesta rispettabile Commissione per fornire qualsiasi chiarimento in merito alle osservazioni contenute nella presente comunicazione e, più in generale, per valutare ulteriormente i profili di interesse del Regolamento Emittenti e delle proposte di modifica e integrazione.

Con osservanza,

Pietro M. Fioruzzi / Claudio Di Falco / Diego Riva