

## **NOTA TECNICA IN MATERIA DI SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO (10 novembre 1998)**

### **TESTO UNICO DELLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA**

#### **QUESTIONI SOCIETARIE**

##### **IV PARTE**

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

#### **NOTE TECNICHE IN MATERIA DI:**

##### **\* Sollecitazione all'investimento**

Roma, 10 Novembre 1998

---

#### PREMESSA

La presente relazione, concernente la materia delle sollecitazioni all'investimento, si divide in due parti:

**Parte I**- relativa alle sollecitazioni all'investimento aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quote o azioni di OIC e da quote di fondi pensione;

**Parte II**- relativa alle sollecitazioni all'investimento di quote o azioni di OIC e di quote di fondi pensione.

L'indice delle due parti è riportato nelle pagine seguenti.

---

#### **INDICE**

##### **Parte I**

#### **Sollecitazioni all'investimento aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quote o azioni di OIC e da quote di fondi pensione**

##### **1. Alcune novità introdotte dal T.U.**

- 1.1 Controlli della Consob
- 1.2 Abrogazione delle disposizioni del primo capo della legge n. 149/92
- 1.3 Aumenti di capitale riservati agli azionisti
- 1.4 Contenuti del Regolamento

##### **2. La "scissione" del prospetto informativo**

- 2.1. Documento permanente e bilancio dell'emittente
- 2.2. Informazione societaria e prospetti informativi
- 2.3. Esperienze estere
- 2.4. Modalità di attuazione della scissione
- 2.5. I contenuti del documento permanente
- 2.6. I controlli sul documento permanente
- 2.7. Incentivi
- 2.8. I soggetti destinatari della previsione

##### **3. Comunicazione**

- 3.1. Testo unico

- 3.2. Disposizioni vigenti
- 3.3. Normativa comunitaria ed estera
- 3.4. Considerazioni e proposte regolamentari

- 3.4.1 Contenuto della comunicazione
- 3.4.2 Allegati
- 3.4.3 Firme
- 3.4.4 Termini di invio

#### **4. Contenuto del prospetto**

- 4.1. Testo unico
- 4.2. Disposizioni vigenti
- 4.3. Normativa comunitaria ed estera

- 4.4.1 Descrizione dell'emittente
- 4.4.2 Descrizione dei titoli e dell'offerta
- 4.4.3 Avvisi integrativi
- 4.4.4 Open price
- 4.4.5 Casi di semplificazione del prospetto
- 4.4.6 Dichiarazione di responsabilità

#### **5. Aggiornamento del prospetto**

- 5.1. Testo unico
- 5.2. Disposizioni vigenti
- 5.3. Normativa comunitaria e estera
- 5.4. Considerazioni e proposte regolamentari

#### **6. Modalità di pubblicazione del prospetto**

- 6.1 Testo unico
- 6.2 Disposizioni vigenti
- 6.3 Normativa comunitaria e estera
- 6.4 Considerazioni e proposte regolamentari

- 6.4.1 Deposito
- 6.4.2 Pubblicazione
- 6.4.3 Messa a disposizione
- 6.4.4 Validità del nulla osta
- 6.4.5 Perfezionamento del contratto

#### **7. Modalità di svolgimento dell'offerta**

- 7.1 Testo unico
- 7.2 Disposizioni vigenti
- 7.3 Normativa comunitaria e estera
- 7.4 Considerazioni e proposte regolamentari

- 7.4.1 Ripartizioni dell'offerta
- 7.4.2 Durata dell'offerta
- 7.4.3 Irrevocabilità delle accettazioni e mandati di acquisto
- 7.4.4 Criteri di riparto
- 7.4.5 Doppie sottoscrizioni
- 7.4.6 Risultati dell'offerta

#### **8. Obblighi di correttezza**

- 8.1 Testo Unico
- 8.2 Disposizioni vigenti
- 8.3 Normativa comunitaria e estera
- 8.4 Considerazioni e proposte regolamentari

#### **9. Attività di comunicazione**

- 9.1 Testo Unico
- 9.2 Disposizioni vigenti
- 9.3 Normativa comunitaria e estera
- 9.4 Considerazioni e proposte regolamentari

- 9.4.1 Attività precedente alla pubblicazione del prospetto
- 9.4.2 Attività successiva alla pubblicazione del documento permanente
- 9.4.3 Attività successiva alla pubblicazione del prospetto o della nota di offerta

## **10. Riconoscimento reciproco**

- 10.1 Testo Unico
- 10.2 Disposizioni vigenti
- 10.3 Normativa comunitaria e estera
- 10.4 Considerazioni e proposte regolamentari

## **11. Obblighi informativi**

- 11.1 Testo Unico
- 11.2 Disposizioni vigenti
- 11.3 Normativa comunitaria e estera
- 11.4 Considerazioni e proposte regolamentari

## **12. Casi di esenzione**

- 12.1 Testo Unico
- 12.2 Disposizioni vigenti
- 12.3 Normativa comunitaria e estera
- 12.4 Considerazioni e Proposte Regolamentari

- 12.4.1 Limiti quantitativi
- 12.4.2 Altre esenzioni
- 12.4.3 Offerte ai dipendenti
- 12.4.4 Aumenti di capitale

## **13. Disposizioni transitorie e finali**

### **Parte II**

### **Sollecitazione all'investimento avente ad oggetto quote di organismi di investimento collettivo (OICR) e fondi pensione**

#### **Premessa**

##### **1. Linee strategiche**

- 1.1 Interventi innovativi
- 1.2 Interventi di "manutenzione"

##### **2. Comunicazione**

- 2.1 Testo Unico
- 2.2 Disposizioni vigenti
- 2.3 Normativa comunitaria e estera
- 2.4 Considerazioni e proposte regolamentari

##### **3. Contenuto del prospetto**

- 3.1 Testo Unico
- 3.2 Disposizioni vigenti
- 3.4 Considerazioni e proposte regolamentari

- 3.4.1 Struttura dello schema-tipo di prospetto
- 3.4.2 Analisi dei contenuti dello schema-tipo di prospetto e del documento sui soggetti coinvolti nell'operazione

##### **4. Aggiornamento del prospetto**

- 4.1 Testo Unico
- 4.2 Disposizioni vigenti
- 4.3 Normativa estera e comunitaria
- 4.4 Considerazioni e proposte regolamentari

- 4.4.1 Aggiornamento del prospetto
- 4.4.2 Informativa da inviare periodicamente ai partecipanti ai fondi

## **5. Modalità di pubblicazione del prospetto**

- 5.1 Testo Unico
- 5.2 Disposizioni vigenti
- 5.3 Normativa estera e comunitaria
- 5.4 Considerazioni e proposte regolamentari

## **6. Attività pubblicitaria**

- 6.1 Testo Unico
- 6.2 Disposizioni vigenti
- 6.3 Normativa comunitaria e estera
- 6.4 Considerazioni e proposte regolamentari

## **7. Riconoscimento reciproco**

- 7.1 Testo Unico
- 7.2 Disposizioni vigenti
- 7.3 Normativa estera e comunitaria
- 7.4 Considerazioni e proposte regolamentari

## **8. Obblighi Informativi**

- 8.1 Testo Unico
- 8.2 Disposizioni vigenti
- 8.3 Normativa comunitaria e estera
- 8.4 Considerazioni e proposte regolamentari

## **9. Casi di esenzione**

- 9.1 Testo Unico
- 9.2 Disposizioni vigenti
- 9.3 Normativa estera e comunitaria
- 9.4 Considerazioni e proposte regolamentari

---

## **Parte I**

### **Sollecitazioni all'investimento aventi ad oggetto prodotti finanziari**

#### **diversi da quote o azioni di OIC e da quote di fondi pensione**

##### **1. Alcune novità introdotte dal T.U.**

###### **1.1 Controlli della Consob**

Per la sollecitazione all'investimento - intesa come "ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari" - il T.U. ha confermato la disciplina previgente ribadendo l'obbligo della preventiva comunicazione alla Consob mediante l'invio alla stessa del prospetto informativo destinato alla pubblicazione.

La disciplina del controllo di tale prospetto è articolata in funzione delle caratteristiche dei prodotti finanziari oggetto di sollecitazione. Il T.U., infatti, prevede modalità di intervento diverse a seconda che la sollecitazione riguardi prodotti finanziari quotati o diffusi ovvero abbia ad oggetto prodotti non quotati e non diffusi.

Nel primo caso è previsto (art. 94 comma 3, ultimo periodo) che la Consob, entro quindici giorni dalla comunicazione, possa indicare agli offerenti informazioni integrative da inserire nel prospetto nonché specifiche modalità di pubblicazione dello stesso. Ove peraltro non si faccia luogo a dette richieste, decorso il termine appena indicato, gli offerenti possono comunque iniziare la sollecitazione.

Nel secondo caso, la prima parte del comma 3 dell'art. 94 dispone che la Consob, secondo le modalità e nei termini dalla stessa stabiliti con regolamento, autorizzi la pubblicazione del prospetto.

Inoltre, al fine di consentire agli emittenti di avvalersi del meccanismo del mutuo riconoscimento, l'art. 94, comma 4, attribuisce ai medesimi soggetti la facoltà di chiedere il rilascio di un'autorizzazione espressa ai fini del riconoscimento all'estero del prospetto pubblicato in Italia.

La circostanza che il T.U. faccia riferimento esplicito al provvedimento di autorizzazione solo con riguardo al caso da ultimo menzionato nonché in relazione agli strumenti finanziari non diffusi e non quotati, mentre non menzioni quello stesso provvedimento nelle ipotesi in cui la sollecitazione abbia ad oggetto strumenti quotati o diffusi, potrebbe indurre a ritenere che il controllo sui prospetti non abbia natura omogenea.

Tale diversità non è tuttavia sintomatica del fatto che per i prodotti finanziari quotati o diffusi sia venuta meno la necessità dell'autorizzazione della Consob alla pubblicazione del prospetto. Deve al contrario ritenersi che le maggiori informazioni disponibili sugli emittenti quegli strumenti appena indicati hanno indotto il legislatore a diversificare il modulo procedimentale attraverso cui si esercita il controllo sulle sollecitazioni ad essi riferite.

Le istruttorie su tali sollecitazioni possono concludersi o col mero decorso dei quindici giorni dalla presentazione del prospetto destinato alla pubblicazione (autorizzazione implicita) nel caso in cui il contenuto di tale documento sia conforme alle prescrizioni legislative e regolamentari, o con un provvedimento espresso (autorizzazione modale) laddove la Commissione ritenga che il prospetto possa essere pubblicato solo dopo che siano state apportate le modifiche ed integrazioni indicate, o, ancora, con un'autorizzazione, del pari espressa ma non condizionata ad alcunché, ove si intenda utilizzare il meccanismo del mutuo riconoscimento.

In tale ultimo caso, dovendosi ritenere necessaria la trasmissione alla Consob del documento completo prima della sua approvazione definitiva, risulterà applicabile l'istituto della sospensione dei termini: la loro decorrenza è sospesa tra invio della richiesta di integrazione e deposito del testo definitivo.

Per le altre sollecitazioni è invece previsto un iter istruttorio diverso nei termini e nella sua conclusione. L'elemento identificativo di tale classe di operazioni non è l'emittente ma il prodotto finanziario: la prima offerta di un prodotto finanziario non ancora diffuso anche da parte di un emittente che già abbia diffuso altri prodotti finanziari deve concludersi nei tempi indicati dalla Consob in sede regolamentare e con un'autorizzazione espressa alla pubblicazione del prospetto.

Nello stabilire i termini istruttori la Consob potrà tener conto della diversa natura e del diverso grado di conoscenza da parte del mercato degli emittenti e degli strumenti finanziari che possono ricadere in tale previsione.

Più in generale, come risulterà dalle proposte in ordine alla scissione del prospetto informativo contenute al successivo capitolo 2, l'esigenza di ridurre i tempi istruttori al momento della sollecitazione (imposta dalla legge ma anche dall'interesse del mercato) spinge verso soluzioni che riducano, almeno per i prodotti già quotati o già diffusi, il tasso di episodicità delle informazioni inserite nel prospetto informativo, rendendo conseguentemente meno importante il momento del controllo preventivo connesso alla singola operazione.

I risultati raggiungibili in tale direzione dipendono peraltro in buona parte da fattori culturali. La riduzione dei tempi di controllo del prospetto prima dell'inizio dell'operazione è connessa nelle principali esperienze estere esaminate a una maggiore responsabilizzazione degli emittenti e di altre figure, quali gli sponsor, i revisori, ecc., che, spinti dall'interesse al buon esito dell'operazione, collaborano fattivamente a realizzare la più ampia e completa disclosure. Tale situazione, unita all'efficacia della giurisprudenza civile, nel caso degli Stati Uniti ha consentito di ridurre il ruolo del controllo preventivo fino alla previsione da parte della SEC di un Selected Review system, in sostanza un controllo a campione sui prospetti (cfr. analisi dell'esperienza statunitense, oltre).

In tema di controlli appare inoltre significativa la possibilità (art. 94, comma 5) che la Consob, su richiesta della società di gestione del mercato, deleghi a quest'ultima "compiti inerenti al controllo del prospetto" nei casi di sollecitazione aventi ad oggetto strumenti finanziari già quotati o per i quali è richiesta l'ammissione. Simile disposizione, lo si ricorda, è rintracciabile anche all'art. 113 (comma 2, lett. c) in materia di prospetti di ammissione a quotazione.

Un'ultima novità da considerare consegue all'art. 100, comma 2, del T.U. che consente alla Consob di esentare in via regolamentare determinate sollecitazioni dall'applicazione anche di parte delle norme contenute nel T.U.. E' pertanto ipotizzabile, fra l'altro, che per certe operazioni possa essere prevista l'inapplicabilità del preventivo esame del prospetto da parte della Consob.

## 1.2 Abrogazione delle disposizioni del primo capo della legge n. 149/92

Come noto il primo capo della legge n. 149/92 (artt. 1- 8) detta disposizioni di trasparenza e correttezza applicabili alle offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione di valori mobiliari che consentono di acquisire diritti di voto.

Lo strumento legislativo si è rivelato inadatto per disciplinare aspetti di dettaglio (come il prezzo di offerta, i criteri di riparto) che richiedono, in forza della loro specificità una regolamentazione più flessibile. Fra l'altro, specialmente nelle grandi operazioni, la presenza degli investitori istituzionali ha determinato la tendenza autonoma degli operatori ad uniformarsi a standards di trasparenza e correttezza diffusi sui mercati internazionali ed in continua evoluzione.

L'intera legge è stata pertanto abrogata dal T.U. fermo restando che le disposizioni contenute negli artt. 2, 3, 4, 6 e 7 continuano ad essere applicate fino all'emanazione del regolamento di attuazione della relativa materia.

Alla Consob è stato affidato il compito di dettare comunque in sede regolamentare quelle norme di trasparenza e correttezza relative allo svolgimento dell'offerta che sembrano opportuno siano dettate in via generale, operando eventualmente le necessarie distinzioni tra tipologie di operazioni. In particolare, secondo l'art. 95 del T.U., essa deve disciplinare fra l'altro "le modalità di svolgimento della sollecitazione anche al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari" e individuare "le norme di correttezza che sono tenuti a osservare l'offerente, l'emittente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti".

### 1.3 Aumenti di capitale riservati agli azionisti

Fino ad oggi per gli aumenti di capitale delle società quotate senza esclusione del diritto di opzione, la trasparenza è stata garantita tramite la pubblicazione di un documento informativo non preventivamente esaminato dalla Commissione e redatto in attuazione della normativa sull'informazione societaria c.d. continua (art. 6 della legge n. 157/91). Tale scelta era motivata, oltre che dalla rigidità delle norme sulla sollecitazione del pubblico risparmio, dall'esplicita esenzione dell'offerta in borsa dei diritti operata dall'art. 20, comma 10, della legge n. 1/1991, ora abrogata.

L'emanazione del Testo Unico consente di uniformare sul punto la normativa italiana a quella comunitaria e dei principali paesi esteri di riferimento, riconducendo tutte le offerte in qualche modo rivolte al pubblico alla categoria della sollecitazione all'investimento. Una scelta in tal senso produce un effetto di semplificazione, in linea con uno dei principi ispiratori del Testo Unico, mentre il rischio di maggiori oneri per gli emittenti è compensato dalla possibilità per la Consob di disporre in via regolamentare (art. 100, comma 2 del T.U.) esenzioni totali o parziali dall'applicabilità delle norme sulla sollecitazione (ad esempio riducendo al minimo indispensabile i casi di controllo preventivo).

Quanto alle offerte in opzione ai soci di società non quotate, le stesse potrebbero essere considerate sollecitazione soltanto in quei casi in cui la qualità di azionista risulti effettivamente "mobile", ad esempio quando l'offerta abbia ad oggetto titoli diffusi e normalmente negoziati.

### 1.4 Contenuti del Regolamento

In conclusione si richiamano schematicamente gli argomenti che, in materia di sollecitazione all'investimento, la Commissione è chiamata a disciplinare con regolamento:

- Modalità e termini di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto (ovverosia la procedura delle istruttorie);
- Contenuto della comunicazione;
- Contenuto del prospetto;
- Modalità di pubblicazione del prospetto;
- Modalità di aggiornamento del prospetto;
- Modalità per la diffusione di notizie, svolgimento di indagini di mercato e raccolta di intenzioni di acquisto o sottoscrizione prima della pubblicazione del prospetto;
- Modalità di svolgimento della sollecitazione;
- Norme di correttezza per offerente, emittente e collocatori e soggetti appartenenti ai rispettivi gruppi;

- Obblighi informativi a carico dei suddetti soggetti nonché di coloro che prestano servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia;
- Riconoscimento dei prospetti;
- Altri tipi di sollecitazione all'investimento ai quali non applicare in tutto o in parte le disposizioni in materia;
- Criteri per l'effettuazione di annunci pubblicitari.

## 2. La "scissione" del prospetto informativo

Oltre alle novità rese necessarie dai cambiamenti della normativa primaria assume rilievo strategico per la redazione del nuovo regolamento la possibilità di prevedere la "scissione" del prospetto informativo in due parti, l'una relativa all'emittente e l'altra ai prodotti finanziari ed all'offerta.

### 2.1. Documento permanente e bilancio dell'emittente

L'esame delle esperienze estere (Francia ed USA in particolare, ma si vedrà che anche l'Inghilterra offre spunti significativi) evidenzia con chiarezza la tendenza da parte delle Autorità di quei paesi a richiedere agli emittenti quotati la predisposizione di un "documento permanente" che aggiorna annualmente (Form 10K negli USA e "document de référence" in Francia) le informazioni fornite in sede di IPO (Initial Public Offering) e prima ammissione alla quotazione; "documento permanente" che tende peraltro ad assorbire il bilancio annuale dell'emittente. Proprio da tale punto di vista l'esperienza inglese può essere significativa, in quanto nonostante non sia prevista la redazione di un "documento permanente", è per l'appunto il bilancio d'esercizio a supplire riportando informazioni molto ampie anche su aspetti di valore dell'impresa non strettamente contabili, come si vedrà meglio in seguito.

Il problema di strategia che nella fase attuale si pone risulta pertanto:

- prevedere per gli emittenti quotati la redazione di un "documento permanente" che aggiorni annualmente le informazioni sul valore dell'impresa emittente i cui contenuti saranno comunque esaminati in seguito;
- tendere ad elevare la qualità informativa dei bilanci degli emittenti quotati attraverso comunicazioni o raccomandazioni, (si ricordano al riguardo le recenti raccomandazioni dell'informativa sulle operazioni con parti correlate, segment information, ecc) in modo da pervenire nel medio periodo al "bilancio integrato degli emittenti quotati".

Tanto più le aree dei due documenti tenderanno a coincidere, tanto più lo scopo sarà stato raggiunto. Si tratta, come è evidente, di una impresa non facile, di natura anche "culturale", che incide su abitudini, procedure consolidate negli anni e dunque difficili da rimuovere. Ciò nondimeno l'innovazione sembra assolutamente necessaria.

### 2.2. Informazione societaria e prospetti informativi

In occasione della presentazione delle proposte regolamentari concernenti l'informazione periodica ed episodica degli **emittenti strumenti finanziari quotati**, erano già state anticipate alcune idee in merito alla revisione della disciplina dei prospetti informativi.

In particolare, era stata rappresentata l'opportunità di inquadrare le proposte avanzate in quella sede con riferimento alle operazioni di finanza straordinaria ed alla informativa periodica nel contesto di un sistema complessivo delle informazioni societarie che prevede un aggiornamento costante delle informazioni relative all'attività ed alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'emittente.

La disciplina dell'informazione societaria contenuta nel codice civile e nella legge n.216/1974 ha previsto quale unico veicolo di aggiornamento sistematico delle informazioni sull'emittente la documentazione contabile periodica (bilancio di esercizio, bilancio consolidato, relazione semestrale). Peraltro, l'informazione societaria riportata nei bilanci ha tradizionalmente una connotazione storica di rappresentazione dell'andamento economico-finanziario dell'impresa e presenta dei limiti rispetto all'obiettivo principale cui il mercato riconnette la riferita esigenza di aggiornamento della informazione sull'emittente: quello di consentire l'espressione di fondate opinioni sui risultati conseguiti dalla società. Tali limiti, ben noti alla letteratura specializzata sull'argomento, dipendono principalmente, oltre che dal grado di evoluzione culturale del mercato finanziario in cui si opera, dalla varietà degli scopi che il bilancio di esercizio è chiamato a conseguire e dai principi che ne informano la redazione.

Poiché, tuttavia, l'informazione sull'emittente da aggiornare dovrebbe comprendere non soltanto quella a valenza strettamente contabile, ma anche quella idonea a fornire indicazioni sul valore dell'impresa, era già stata delineata alla Commissione la proposta di prevedere la possibilità di redazione da parte degli emittenti quotati di un documento annuale, approssimato dallo stesso bilancio di esercizio integrato da informazioni su detto valore (business, fattori chiave, strategie ecc.).

Era stata in quella sede anche già avanzata la proposta di realizzare il riferito aggiornamento delle informazioni mediante la previsione - in occasione della complessiva revisione della materia dei prospetti informativi - di un meccanismo di "**scissione**" dei contenuti e dei termini di diffusione dei prospetti informativi. E' stata cioè considerata la possibilità di far pubblicare in momenti distinti, da un lato, la sezione del prospetto contenente la disclosure sull'attività e sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'emittente e, dall'altro, le ulteriori parti del prospetto relative allo strumento finanziario e all'operazione finanziaria cui si riconnette l'obbligo di redazione del prospetto medesimo (ammissione alla quotazione ufficiale e/o offerta pubblica).

Con tale sistema si consentirebbe una **modalità di aggiornamento costante** nel corso di ogni anno della disclosure sull'emittente quotato, attraverso la pubblicazione di un apposito documento, da ora in poi denominato anche "documento permanente".

In occasione dell'effettuazione dell'operazione finanziaria sottoposta all'obbligo di redazione di un prospetto informativo verrebbe poi pubblicato il documento relativo alla descrizione degli strumenti finanziari e dell'operazione medesima ("la nota di offerta").

Nell'attuale situazione, che, come rilevato, non contempla alcuna forma di aggiornamento periodico delle informazioni sull'emittente al di là di quella rinvenibile dall'informazione contabile periodica, il mercato riesce a disporre di un maggiore e più compiuto patrimonio informativo sugli emittenti quotati soltanto ove questi soggetti effettuino specifiche operazioni finanziarie, generalmente di finanza straordinaria. In tal senso, tenuto conto che gli emittenti prodotti finanziari quotati sollecitano continuamente il pubblico risparmio in relazione agli ingenti flussi finanziari che vengono quotidianamente convogliati negli scambi sui loro titoli nonché del grado di diffusione degli strumenti finanziari da essi emessi, l'**obiettivo** di medio termine che si pone è quello di trasformare il bilancio di esercizio da strumento di informazione contabile in veicolo di comunicazione finanziaria.

### 2.3. Esperienze estere

Come l'esperienza americana, francese ed inglese dimostrano, gli emittenti dovrebbero redigere un bilancio di esercizio diverso da quello attuale, in quanto integrato da informazioni sul valore dell'impresa, per realizzare l'interesse del mercato a disporre sistematicamente di un patrimonio informativo soddisfacente.

In particolare, come più analiticamente rilevabile dallo studio dell'esperienza estera riportato in appendice alla presente relazione, la regolamentazione statunitense e francese sono entrambe testimonianze di sistemi che contemplano, con modalità diverse, forme analoghe di aggiornamento delle informazioni sull'emittente.

Così, negli Stati Uniti è previsto l'obbligo a carico degli emittenti quotati di aggiornare il prospetto relativo all'IPO finalizzata alla quotazione ufficiale (Form S-1) tramite un file permanente di informazioni rappresentato dal Form 10-k (Annual report).

In Francia invece, la COB ha attuato, sulla scorta dell'esperienza americana, un sistema opzionale di aggiornamento delle informazioni sull'emittente, che, comunque, appare supportato dallo svantaggio che incontrerebbero gli emittenti quotati ove, non avendo precedentemente pubblicato il document de référence, debbano predisporre, per ogni nuova operazione di offerta pubblica o ammissione, uno schema completo di prospetto informativo (corrispondente a quello previsto per le IPO finalizzate all'ammissione). Oggi il document de référence è pubblicato da circa la metà del listino della borsa di Parigi, prevalentemente in occasione dell'Assemblea Generale Ordinaria dei soci chiamata ad approvare il bilancio di esercizio. Tale documento di fatto approssima lo stesso bilancio di esercizio, integrato da un capitolo di informazioni aggiuntive sull'emittente (business, segment information ecc.).

Per ciò che concerne poi il sistema britannico della disclosure dovuta dagli emittenti quotati, è da sottolineare che, pur non essendo previsto un documento specifico di aggiornamento dell'informazione societaria, il bilancio di esercizio è lì divenuto di per sé un adeguato veicolo di aggiornamento dell'informazione sul valore dell'emittente, in virtù delle prescrizioni risultanti dallo Yellow Book, dagli Standards contabili, oltre che derivanti dall'evoluzione della prassi.

### 2.4. Modalità di attuazione della scissione



Per quanto attiene specificamente alle **modalità di applicazione del sistema di "scissione" del prospetto informativo**, sembra preferibile ipotizzare in questa fase che l'aggiornamento periodico delle informazioni sull'emittente, tramite la pubblicazione del documento permanente, sia una facoltà degli emittenti, utilizzabile in primo luogo ove prevedano di effettuare nel corso dell'anno operazioni finanziarie sottoposte all'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo, ma anche indipendentemente da tale prospettiva.

L'eventuale previsione di un obbligo di aggiornamento sistematico nel corso dell'anno dell'unico documento contenente le informazioni sull'emittente apparirebbe, anche tenuto conto delle esperienze estere, in contrasto con l'esigenza di mantenere un sistema di obblighi informativi a carico degli emittenti quotati concorrenziale rispetto ai mercati esteri europei e con la necessità di consentire una certa gradualità nell'introduzione sul nostro mercato di un nuovo sistema di aggiornamento delle informazioni.

Lo sviluppo sistematico del patrimonio informativo disponibile sull'emittente quotato rimane peranto una potenzialità offerta al mercato. Ciò non esclude che per determinate operazioni, anche in connessione con la necessità di individuare compiti di controllo da delegare alla Borsa, essa possa diventare la procedura ordinaria di redazione del prospetto. Non vi è dubbio infatti che, ferma restando la competenza esclusiva della Consob sull'informativa societaria, lo strumento della scissione del prospetto potrebbe consentire una più agevole delega di compiti di controllo sull'informativa relativa al titolo e all'offerta.

In via generale si ipotizza un sistema flessibile che consente all'emittente la scelta tra le tre seguenti alternative.

(i) "scissione" del prospetto da realizzare mediante la pubblicazione del documento permanente al momento della pubblicazione del bilancio di esercizio o della relazione semestrale, anche indipendentemente dalla previsione di una successiva operazione finanziaria sottoposta all'obbligo di redazione di un prospetto informativo;

(ii) "scissione" del prospetto realizzabile mediante la pubblicazione del documento permanente anche in un momento diverso da quello in cui avviene la pubblicità del bilancio di esercizio o della relazione semestrale. In tal caso, qualora la scelta sia compiuta in previsione di una sollecitazione all'investimento o di un'ammissione a quotazione, dovranno essere stabiliti termini minimi tra effettuazione della scelta e operazione da realizzare;

(iii) pubblicazione del prospetto informativo completo in prossimità dell'operazione a cui esso si riferisce.

## 2.5. I contenuti del documento permanente

Per quanto attiene ai **contenuti** del documento permanente redatto da **emittenti quotati**- ferma restando l'esigenza di rispettare i contenuti minimali prescritti dalla Direttiva 80/390 - in linea generale si è dell'avviso che essi debbano soddisfare l'esigenza, richiamata nel precedente paragrafo 2.2, che tale documento sia idoneo a fornire indicazioni sul valore dell'impresa emittente. In quest'ottica, si ritiene di attribuire particolare rilievo a quella tipologia di informazioni che aggiorna il livello di conoscenze già disponibili sul valore della società emittente, con specifico riferimento alla cosiddetta key information (che comprende, tra l'altro, dati finanziari selezionati, fattori di rischio, fattori chiave che caratterizzano l'attività ecc.). Tali ulteriori informazioni saranno individuate sulla base della migliore prassi italiana, dell'esperienza estera e degli standard IOSCO sulla disclosure dei prospetti.

**Si sottolinea che, per gli emittenti quotati**, il principale veicolo di **aggiornamento del documento permanente** ed in particolare dell'informazione a carattere previsionale ivi pubblicata dovrebbe essere, di norma, costituito dall'informazione di commento ai dati riportati nelle relazioni trimestrali e semestrali. Si ritiene, al riguardo, che tale esigenza possa essere opportunamente rappresentata ai soggetti interessati inserendo un'apposita previsione negli specifici regolamenti relativi alle relazioni trimestrali e semestrali.

Ne consegue che **nella nota di offerta pubblicata da emittenti quotati**, oltre agli elementi sugli strumenti finanziari e sull'operazione, dovranno tendenzialmente essere inseriti, quali elementi di aggiornamento, unicamente i fatti di rilievo intervenuti dopo la pubblicazione del documento permanente e non risultanti dalle relazioni trimestrali.

La sopra illustrata articolazione dei contenuti del documento permanente e di quello di offerta consentirà, in prossimità dell'effettuazione delle specifiche operazioni finanziarie, a chi si sia già avvalso della procedura di "scissione", di pubblicare un documento di offerta decisamente snello.

Appare poi coerente con la descritta struttura delle informazioni del prospetto - concepito come documento scindibile - prevedere che gli eventuali risk factors relativi sia all'offerta sia all'emittente vengano collocati nella

nota di offerta, in quanto ciò consentirebbe di recepire anche gli aggiornamenti che si rendessero necessari in relazione a tali elementi di informazione.

Vi sarebbe così inoltre la possibilità che, ove venga pubblicato per investitori esteri un prospetto o una Offering Circular non approvata da alcune autorità, le ulteriori informazioni eventualmente necessarie per soddisfare il principio della sostanziale equivalenza del prospetto italiano e di quello estero vengano riportate nella nota di offerta.

In proposito si rappresenta che, in linea generale, l'istruttoria svolta dagli uffici della Commissione sul documento permanente consentirebbe agli stessi di prefigurarsi, sulla base delle informazioni al momento disponibili, il contenuto del paragrafo sui profili di rischio, da riportare successivamente nella nota di offerta, fatti salvi gli elementi di novità che dovessero sopraggiungere nella fase di effettuazione dell'operazione.

#### 2.6. I controlli sul documento permanente

Il documento permanente è, secondo quanto finora rappresentato, pubblicato su iniziativa dell'emittente e solo eventualmente riferito ad un'operazione finanziaria soggetta all'obbligo di prospetto informativo; pertanto potrà essere pubblicato dagli interessati contestualmente al suo invio alla Consob.

I controlli di quest'ultima saranno, in assenza di una sollecitazione o di un'ammissione, successivi alla pubblicazione e svolti sulla base degli ordinari poteri in materia di informativa societaria. E' l'intenzione di utilizzare il documento come parte di un prospetto informativo che renderà applicabile l'art.94, comma 3, (o 113, comma 2) del T.U. e richiederà pertanto l'esame da parte della Consob delle informazioni in esso contenute, preventivo all'effettuazione dell'operazione.

E' ovvio che nell'interesse non solo della Consob, che potrà meglio programmare il lavoro istruttorio, ma anche degli emittenti, che solo così potranno sostanzialmente usufruire dei benefici connessi alla scelta della "scissione" del prospetto informativo (su cui si veda oltre), è opportuno che l'intenzione di utilizzare il documento come parte di un prospetto sia comunicata alla Commissione in un congruo termine antecedente la data prevista per l'operazione. Potrebbe in proposito ipotizzarsi che la scelta di pubblicare un documento permanente non sia realizzabile, ad esempio, meno di due mesi prima di una tale data.

#### 2.7. Incentivi

Se, come detto, il descritto meccanismo di scissione del prospetto si riconnette all'esigenza di migliorare il livello delle informazioni finanziarie disponibili sul mercato a favore di tutti gli utenti occorre prevedere

Dal punto di vista degli emittenti, complessivamente considerati, un importante **incentivo** alla scelta della procedura in argomento - ove siano previste operazioni finanziarie, soggette all'obbligo del prospetto informativo, da supportare con una campagna pubblicitaria - sarebbe costituito dal riconoscimento della **possibilità**- prevista dal T.U. esclusivamente a seguito della pubblicazione del prospetto informativo - **di anticipare la campagna pubblicitaria** al momento successivo alla pubblicazione anche del solo documento permanente (cfr. par. 9.4.2). In altri termini sarebbe consentito all'emittente, all'offerente ed ai collocatori di diffondere - dopo la pubblicazione del documento permanente - oltre alla pubblicità cosiddetta istituzionale relativa all'emittente, anche annunci pubblicitari che anticipino le notizie relative al prossimo svolgimento dell'offerta e alle caratteristiche generali degli strumenti finanziari offerti, così da permettere lo svolgimento più efficace delle indagini di mercato e le presentazioni al pubblico degli analisti e alla stampa (c.d. roadshows).

Vi è poi da considerare la **possibilità** di prevedere una **riduzione dei tempi di attesa per l'inizio dell'operazione dopo la pubblicazione del prospetto**, che, nel caso di pubblicazione del documento sull'emittente, potrebbero essere ridotti da 5 giorni ad 1 giorno.

#### 2.8. I soggetti destinatari della previsione

Per semplicità si sono finora indicati nel novero dei **soggetti** abilitati ad avvalersi della procedura di "scissione" del prospetto soltanto gli emittenti quotati.

E' evidente peraltro che le considerazioni svolte sugli emittenti quotati sono in gran parte valide anche per gli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico, sebbene il livello di obblighi informativi a cui tali soggetti sono sottoposti in base alle norme sull'informativa societaria sia minore.

L'estensione a tali emittenti della facoltà di utilizzare la procedura di scissione del prospetto consentirebbe, fra l'altro, alla Consob di svolgere in tempi più brevi i controlli preventivi previsti dall'art. 94, comma 3, del T.U. sia

nel caso in cui oggetto di sollecitazione o ammissione siano prodotti già diffusi (termine massimo di 15 giorni) sia nel caso in cui oggetto dell'operazione siano prodotti non ancora diffusi.

Con riferimento agli **emittenti strumenti finanziari non quotati e non diffusi la possibile estensione potrebbe essere limitata ai casi di IPO di strumenti finanziari non quotati finalizzate alla quotazione ufficiale**. Tali soggetti potrebbero, in tal modo, anch'essi pubblicare autonomamente la parte del prospetto informativo relativa all'emittente (il documento sull'emittente) in un momento diverso da quello di realizzazione dell'offerta; le informazioni inerenti all'operazione ed agli strumenti finanziari che ne sono oggetto verrebbero pubblicate, poi, in un distinto documento ( la nota di offerta) in prossimità dell'operazione.

In tal caso la pubblicazione del documento sull'emittente in via separata rispetto alla nota di offerta non risponderebbe chiaramente ad esigenze di aggiornamento delle informazioni societarie. Piuttosto, la scelta di tale soluzione sarebbe legata a vantaggi procedurali conseguibili sia dal punto di vista dell'emittente che dell'Autorità di vigilanza.

Nell'ipotesi in esame, il documento sull' emittente non quotato corrisponderà alle parti dello schema completo di prospetto applicabile nella fattispecie, concernenti la descrizione dell'emittente, l'attività da esso svolta nonché la relativa situazione economica, patrimoniale e finanziaria (Sezione I)(1).

In caso di offerte finalizzate all'ammissione a quotazione, offerenti ed emittenti (che non abbiano mai diffuso al pubblico strumenti finanziari) si troveranno pertanto di fronte alle due seguenti alternative:

(i\*) "scissione" del prospetto realizzabile mediante la pubblicazione del documento sull'emittente in qualsiasi momento dell'anno. Tale momento non potrà peraltro essere ragionevolmente troppo lontano dal periodo previsto per l'operazione, al fine di evitare che la nota di offerta debba raccogliere eccessive informazioni di aggiornamento sull'emittente, il cui esame non potrebbe ragionevolmente svolgersi in tempi istruttori molto ristretti.

(ii\*) pubblicazione del prospetto informativo completo in prossimità dell'operazione a cui esso si riferisce.

### **3. Comunicazione**

#### **3.1. Testo unico**

L'art. 94, comma 1, impone a coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento di darne preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il contenuto della comunicazione e del prospetto, a norma dell'art. 95, comma 1, lett. a), devono essere stabiliti dal regolamento della Consob stessa.

#### **3.2. Disposizioni vigenti**

L'art. 18 della legge n. 216/74, nel prevedere l'obbligo di dare preventiva comunicazione alla Consob dell'intenzione di sollecitare il pubblico risparmio, dispone altresì che in tale comunicazione vengano indicati la quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari offerti nonché le modalità e i termini previsti per lo svolgimento dell'operazione. L'art. 6 del regolamento n. 6430/92 precisa inoltre che detta comunicazione deve menzionare: i nominativi dei soggetti che intendono procedere all'attività di sollecitazione del pubblico risparmio con la specificazione del ruolo rispettivamente svolto; gli eventuali soggetti emittenti per i quali altri solleciti il pubblico risparmio e quelli tenuti a possedere o amministrare i valori mobiliari per conto e nell'interesse degli acquirenti; le caratteristiche essenziali e la quantità, ove determinata, dei valori mobiliari offerti; le modalità e i termini per lo svolgimento della sollecitazione.

Ai sensi del combinato disposto dei commi 2 e 3 dell'art. 5 del regolamento citato, la comunicazione deve essere sottoscritta dall'emittente, dai proponenti e dai collocatori, o da uno di essi per delega degli altri.

L'art. 8 prevede, infine, l'elenco degli allegati che, oltre al prospetto, devono essere trasmessi contestualmente alla comunicazione.

#### **3.3 Normativa comunitaria ed estera**

Si fa rinvio agli specifici studi contenuti in appendice alla presente relazione. Peraltro, per una rappresentazione sintetica dell'argomento si veda la tabella riportata nella pagina seguente.

## **COMUNICAZIONE**

	NORMATIVA COMUNITARIA	FRANCIA	REGNO UNITO	USA
Contenuto	nessuna disposizione	<u>Instr. Reg. n. 92-02</u> : Precisazione sulla eventuale offerta in altro stato; indicazione di un referente presso l'emittente con il quale la COB può comunicare. Nel caso della procedura di dépôt l'offerente deve precisare quali parti del prospetto ha ritenuto di adattare indicando le motivazioni.	Il controllo del prospetto di offerta non finalizzato all'amm. quot. non è obbligatorio. Il pre-vetting del L.S.E. in tali casi può essere richiesto ai fini del mutuo riconoscimento. Le POS Reg. pertanto non dispongono nulla in proposito lascinando il compito allo Y.B.	Lo schedule A del S.A. riporta il contenuto del registration statement costituito dal prospetto e da altre informazioni. deve essere specificato l'indice degli allegati. La registration, nonchè l'invio degli allegati può avvenire elettronicamente tramite il sistema EDGAR. Y.B.
Allegati	nessuna disposizione	<u>Instr. Reg. n. 92-02</u> : Oltre a dieci copie del prospetto, sono richiesti altri allegati tra i quali lo statuto vigente, la delibera assembleare rilevante, ultimo bilancio. <u>Instr. Reg. 91-02</u> : la documentazione è maggiore nel caso di amm. quot. di nuovi emittenti.	<u>Y.B.</u> : Una parte della documentazione deve essere trasmessa insieme alla bozza di prospetto iniziale, altra documentazione invece deve essere trasmessa entro l'approvazione del prospetto da parte del L.S.E., tra cui si ricordano la lettera di completezza del prospetto e la lettera relativa alle informazioni omesse. Nel caso di offerte finalizzate all'amm. la documentazione è maggiore e deve essere inviata in momenti diversi.	Il Form S1 indica nella prima parte le informazioni da inserire nel prospetto e nella parte seconda quelle che non vi devono essere inserite. A tale ultimo riguardo si segnala che la stessa è comunque a disposizione del pubblico. L'indice degli allegati è quello riportato nel Reg. S-K ed include i principali contratti, l'underwriting agreement, lo statuto, vari pareri e lettere di consenso degli esperti e consulenti citati nel prospetto.
Firme	nessuna disposizione	Ciò che rileva è la firma sul prospetto.	Ciò che rileva è la firma sul prospetto.	Il registration statement deve essere firmato dall'emittente, dalla maggioranza del C.d.A. che svolge determinate funzioni, dai principali

				dirigenti incaricati dei compiti di controllo o contabili.
Termini di invio	nessuna disposizione	<p><u>Instr. Reg. n. 92-02:</u>  Invio bozza di prospetto almeno 15 gg. di borsa prima della data prevista per l'emissione dei titoli. Interruzione del periodo istruttorio a fronte di domande; il periodo ricomincia a decorrere quando la COB riceve le risposte. Nel caso di problemi particolari la COB informa l'emittente che potrebbe esservi un ritardo nel rilascio del visa. Almeno 5 gg. prima della riunione della Commissione deve essere inviata la bozza definitiva. Invito a prendere contatto con la COB prima dell'invio formale del prospetto se si tratta di casi particolari. <u>Instr. Reg. 91-02:</u> i termini sono gli stessi in caso di amm. quot. Il termine si riduce a 2 gg. di borsa nel caso di preventivo enregistrement del document de référence oppure di incorporazione par référence di altro prospetto pubblicato da meno di un anno. Valgono poi le disposizioni descritte</p>	<p><u>Y.B.:</u>  Il prospetto e la documentazione allegata devono essere trasmessi almeno 14 gg. prima della data di pubblicazione del prospetto stesso. Tale invio deve essere effettuato prima se un maggiore periodo si ritiene necessario per lo svolgimento di un esame adeguato, l'apporto di eventuali modifiche e per la successiva ritrasmissione del prospetto. Nel caso di offerte finalizzate all'amm. se l'emittente è nuovo o se vi sono profili di complessità il termine diventa di almeno 28 gg. oppure altro termine ritenuto necessario.</p>	<p>Il registration statement diventa efficace il 20° giorno successivo alla sua trasmissione alla SEC. qualsiasi modifica apportata si traduce in un nuovo invio e pertanto i suddetti termini ricominciano a decorrere. Entro 10 gg. dal filing gli uffici notificano l'eventuale incompletezza nonché l'opportunità di un incontro che deve comunque tenersi entro i seguenti 10 gg. Esperite le precedenti azioni, la SEC può comunque ordinare che il registration statement non diventi efficace prima che vengano apportate le modifiche richieste. Se è il caso la SEC comunica entro 5 gg. dal filing se il documento sarà o meno sottoposto al controllo (selected review system).</p>

### 3.4 Considerazioni e proposte regolamentari

#### 3.4.1 Contenuto della comunicazione

Considerato che, solitamente, la maggioranza delle informazioni oggi richieste come contenuto della comunicazione è comunque riportata nel prospetto informativo, si ritiene opportuno limitare detto contenuto a:

- indicazione nominativa dei soggetti che intervengono nella sollecitazione (emittente e proponente), nonché dell'eventuale global coordinator e del soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento (di seguito "lead manager"), ovvero del coordinatore del collocamento (qualora non vi sia un consorzio) o del collocatore unico;

- breve descrizione dell'operazione;
- dichiarazione riguardante l'eventuale adozione della procedura di scissione del prospetto con il riferimento al provvedimento di approvazione del documento permanente;
- indicazione motivata degli aspetti di difformità della bozza di prospetto rispetto al contenuto degli schemi (in questo senso, nello schema di prospetto dovrà essere precisato in quali casi l'informazione richiesta deve essere fornita anche se negativa);
- elenco degli allegati previsti e di quelli effettivamente trasmessi.

Le suddette previsioni sono volte a semplificare le procedure di accertamento della completezza dell'istanza.

#### 3.4.2 Allegati

Ferma restando la possibilità di omettere quegli allegati che risultano già agli atti della Consob o che sono inseriti nel prospetto informativo, la documentazione da produrre potrebbe essere la seguente(2):

- prospetto informativo completo in ogni sua parte (tranne quelle espressamente indicate al successivo paragrafo 4.4.3);
- scheda di adesione (cfr. paragrafo 7.4.3);
- copia dello statuto vigente dell'emittente (stante la previsione di trasmettere copia vigente di tale documento, appare inutile richiedere una specifica attestazione in merito);
- copia delle delibere in base alle quali i titoli sono stati o saranno emessi o ceduti;
- qualora l'offerta pubblica venga effettuata congiuntamente ad un collocamento privato, copia del documento eventualmente redatto per gli investitori istituzionali (c.d. offering circular);
- dichiarazione del lead manager o, ove assente, dell'emittente/proponente, attestante:
- l'avvenuto rilascio delle autorizzazioni ed omologazioni necessarie per la valida effettuazione dell'offerta;
- nelle offerte di vendita, la titolarità e piena disponibilità dei titoli oggetto dell'offerta in capo al proponente, nonché la messa a disposizione degli stessi, per tutta la durata dell'operazione, presso una società di gestione accentrata o presso un intermediario autorizzato;
- l'avvenuta effettuazione di tutte le necessarie verifiche d'uso per accertare che il prospetto contiene tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche degli strumenti finanziari e dell'emittente, sono necessarie affinché gli investitori possano formulare un giudizio fondato sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente, nonché sugli strumenti finanziari e sui diritti ad essi connessi.(3);
- in caso di emittente estero, l'avvenuto rilascio, da parte una società di revisione italiana, di un'attestazione relativa all'equipollenza dei principi di revisione adottati rispetto a quelli raccomandati in Italia;
- in caso di offerte multinazionali, la conformità del prospetto all'eventuale offering circular;
- solo nei casi in cui non si opti per la scissione del prospetto, piano delle attività di comunicazione (l'acquisizione di tale documento consente, da un lato, di pianificare l'attività istruttoria degli uffici e, dall'altro, previene l'attuale prassi di trasmettere materiale di comunicazione in tempi tali da non permettere lo svolgimento di un adeguato esame dello stesso);
- ove previsto, copia della documentazione attestante il versamento dei contributi Consob.

#### 3.4.3 Firme

Si propone di acquisire le firme dei legali rappresentanti dell'emittente, del proponente e del lead manager(4). Non si ritiene necessario richiedere anche le firme dei collocatori nel presupposto che gli stessi non svolgono

attività di sollecitazione, ma prestano un servizio di intermediazione per conto di terzi. La firma del lead manager, al contrario, appare necessaria a fronte del particolare ruolo di coordinamento (stesura delle norme di servizio e assunzione della responsabilità di cui all'art. 35 del regolamento intermediari (5) da questi assunto nell'operazione.

#### 3.4.4 Termini di invio

Al riguardo si propone di prevedere quale termine di effettuazione dell'istruttoria relativa ad offerte di titoli non quotati nè diffusi, nel caso di offerte finalizzate all'ammissione, lo stesso previsto dal regolamento della Borsa Italiana S.p.A.; per le altre tipologie di offerta, un termine di 40 giorni decorrenti dalla trasmissione dell'istanza completa. Tale ultimo termine, in particolare, appare idoneo a consentire - visto che l'emittente non è conosciuto - una esauriente analisi dell'operazione presentata. Nel caso di offerte di titoli non finalizzate all'ammissione a quotazione, in cui l'emittente abbia optato per la scissione del prospetto e, al momento della comunicazione, risulti già pubblicato il documento permanente, il termine previsto potrebbe ridursi perlomeno della metà (20 giorni). In tali ipotesi, il documento sull'emittente dovrebbe essere trasmesso almeno 45 giorni prima della data attesa per il rilascio dell'autorizzazione della Consob.

Con riferimento all'argomento in parola, si evidenzia che nella prassi è stata riscontrata l'abitudine, in capo agli istanti, di pretendere il rilascio del nulla osta in tempi talvolta più ristretti di quelli previsti, nonostante la presentazione di prospetti incompleti e privi dei relativi allegati, nonché di richieste di deroghe a volte particolarmente complesse.

Si avverte pertanto l'esigenza di responsabilizzare gli emittenti in ordine ai tempi necessari per lo svolgimento delle istruttorie individuando con certezza la data di decorrenza dei termini previsti dal regolamento o dalla legge: in particolare, si ritiene opportuno precisare nel regolamento che la comunicazione prende data, ai fini dell'inizio della decorrenza dei termini procedurali, solo al momento in cui pervengono tutti i documenti richiesti e il prospetto completo in ogni sua parte.

Inoltre, sempre al fine di attribuire caratteristiche di certezza e trasparenza al procedimento istruttorio, occorrerà precisare che i termini dello stesso devono considerarsi sospesi dal momento in cui la Consob formula le proprie eventuali richieste di integrazione fino a quando perviene la bozza modificata del prospetto.

## 4. Contenuto del prospetto

### 4.1 Testo unico

Ai sensi dell'art. 95, comma 1, lett. a), il contenuto del prospetto deve essere determinato con regolamento Consob. Al riguardo l'art. 94, comma 2, dispone che "il prospetto contiene le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti".

### 4.2 Disposizioni vigenti

L'art. 7 del regolamento n. 6430/92, in ottemperanza al disposto dell'art. 18, secondo comma, della legge n. 216/74, prevede che il prospetto informativo contenga almeno le informazioni riportate negli schemi allegati in una forma che ne renda agevole l'analisi e la comprensione. Il prospetto andrà eventualmente integrato sulla base delle richieste formulate dalla Consob.

Il terzo comma della predetta norma prevede inoltre che, qualora nei dodici mesi precedenti la data della comunicazione sia stato pubblicato in Italia, da parte dello stesso emittente, un prospetto informativo redatto in conformità agli schemi e relativo ad un'offerta pubblica concernente altri titoli emessi dall'emittente medesimo, quest'ultimo può redigere, in luogo di un prospetto conforme agli schemi predetti, un nuovo prospetto informativo contenente informazioni riguardanti le caratteristiche dei titoli oggetto della nuova offerta, l'aggiornamento dei dati e delle notizie già pubblicati e gli eventi verificatisi dopo la pubblicazione del prospetto precedente che possono influire sulla valutazione dei titoli offerti. Il nuovo prospetto deve essere consegnato unitamente al prospetto precedente, ovvero deve contenere la menzione dello stesso e l'indicazione dei luoghi ove questo è disponibile.

L'ultimo comma attribuisce alla Consob il potere di dispensare gli emittenti dall'includere alcune informazioni nel prospetto solo qualora le informazioni abbiano scarsa importanza e siano irrilevanti ai fini della valutazione dell'emittente, oppure nel caso la divulgazione delle informazioni risulti contraria all'interesse pubblico.

L'art. 5, comma 2, prevede che i legali rappresentanti e i presidenti del collegio sindacale dell'emittente, del proponente e dei collocatori sottoscrivano un'apposita dichiarazione contenuta nel prospetto (e della quale gli schemi riportano il testo) con la quale si assumono la responsabilità in ordine alla completezza e veridicità dei dati e delle notizie di propria pertinenza, nonché di ogni altro dato e notizia che gli stessi siano tenuti a conoscere e a verificare.

L'art. 9, comma 1, lett. c), consente infine che, nel caso di offerte aventi ad oggetto titoli quotati, il prezzo possa non essere inserito nell'avviso di avvenuto deposito - e quindi nel prospetto - purchè lo stesso venga comunque comunicato al mercato mediante pubblicazione, da effettuarsi almeno il giorno precedente l'inizio dell'offerta, di un apposito avviso sul medesimo quotidiano prescelto per la pubblicazione dell'avviso di avvenuto deposito.

#### 4.3 Normativa comunitaria ed estera

Si fa rinvio agli specifici studi contenuti in appendice alla presente relazione, nonché - per quanto riguarda il problema dell'open price - a quanto esposto al successivo paragrafo 4.4.4. Per una rappresentazione sintetica delle principali questioni, si veda anche la tabella riportata nella pagina seguente.

### CONTENUTO DEL PROSPETTO INFORMATIVO

USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
<p>Il Form S1, prescritto per le Initial Public Offerings e per gli emittenti che sono diventati "public companies" da meno di tre anni, contiene i dati e le informazioni richiesti per il form 10K (6). In aggiunta alle informazioni previste dal form 10K, e' prevista l'indicazione dei risk factors, dei dividendi e di alcuni indicatori finanziari, dei dati economico-patrimoniali interinali e, se necessari, pro-forma e delle informazioni riguardanti l'offerta.</p> <p>Il Form S2 (applicabile a chi e' soggetto ai "Reporting Requirement" da piu' di 3 anni e che negli ultimi 12 mesi ha registrato tempestivamente i form previsti dal Securities Exchange Act) rappresenta uno short form, in quanto incorpora by-reference le informazioni contenute nel 10K e nei Quarterly Report. Devono essere indicate informazioni concernenti i risk factor e l'offerta.</p> <p>Il Form S3 e' il prospetto piu' semplificato per le offerte pubbliche (applicabile agli emittenti soggetti ai Requirement del Securities Exchange Act da almeno 12 mesi e che nello stesso periodo hanno registrato tempestivamente i form richiesti(7).</p> <p>Infatti contiene unicamente le informazioni relative all'offerta,</p>	<p>Direttiva 80/390</p> <p>Fatti salvi i casi in cui sono consentite dispense di informazioni, prescrive il contenuto minimale di tre schemi di prospetto:</p> <p>schema A: per l'ammissione alla quotazione ufficiale di azioni;</p> <p>schema B: per le obbligazioni</p> <p>schema C: per i certificati rappresentativi di titoli.</p> <p>La sezione II disciplina casi particolari in cui sono consentite dispense di informazioni. Le dispense attengono: agli emittenti quotati (artt. 8, 9) , ad obbligaz. collocate tra una ristretta cerchia di investitori ben informati (art. 10), a valori mobiliari emessi da istituti finanziari (art. 11), ad obbligaz. emesse in via continuativa da banche (art. 12), ad obbligaz. garantite da una persona giuridica (art.13), ad obbligaz. conv. o cum warrant in cui l'emittente sia una "società di finanziamento" (art.14), a certif.rappresentativi di azioni emessi da un ente creditizio (art. 16), obbligaz. garantite dallo Stato (art.17).</p> <p>Direttiva 89/298</p> <p>(Offerte pubbliche di valori mobiliari)</p>	<p>Listing particulars (emittenti quotati e/o ammissioni a quotazione di titoli non quotati)</p> <p>La distinzione rilevante, a parte le differenze di informazione derivanti dalla diversa natura giuridica degli strumenti finanziari, è quella tra emittenti quotati e non:</p> <p>- emittenti non quotati: imposizione dello schema completo previsto dalla direttiva 80/390, con dettagliate istruzioni sulle modalità di compilazione della financial information;</p> <p>- emittenti quotati: sono recepite le dispense di informazione previste dalla direttiva 80/390.</p> <p>Da segnalare che:</p> <p>- la dichiarazione di responsabilità firmata, oltre che dai dirigenti</p>	<p>Reglement 91- 02 (emittenti quotati e/o ammissioni a quotazione di titoli non quotati)</p> <p>- Schema completo di prospetto sia per IPO finalizzate alla quotazione che per offerte/ammissioni da parte di emittenti quotati.</p> <p>- Dichiarazione di responsabilità firmata, oltre che dal Presidente CdA dell'emittente, da un dirigente dello sponsor e dai commissaires aux comptes;</p> <p>- richieste informazioni circostanziate su descrizione dell'attività dell'emittente;</p> <p>- richieste informazioni su esposizione dell'emittente ai diversi rischi;</p> <p>- prevista facoltà di inserire dati previsionali</p>



<p>mentre tutte le altre informazioni sono incorporate by reference, facendo riferimento ad altri form (10K e Quarterly report) già registrati presso la Sec.</p> <p>In ogni caso nel Form S3 sono contenute le informazioni relative ai cambiamenti del business dell'emittente e quelle relative ad operazioni straordinarie.</p> <p>Per gli emittenti small business sono previste semplificazioni ai predetti form (es. Bilanci di soli 2 anni).</p>	<p>Prevede la possibilità che gli stati membri impongano, per i piccoli e medi emittenti non aventi strumenti finanziari quotati e sempre che non si tratti di IPO finalizzate alla quotazione, schemi di prospetto con informazioni meno dettagliate rispetto a quelli della Direttiva 80/390.</p>	<p>dell'emittente e dai revisori;</p> <p>- è prevista la facoltà di inserire dati previsionali attestati dai revisori;</p> <p>- gli eventuali bilanci pro-forma sono redatti dagli "accountants" o dai revisori</p> <p>P.O.S. Regulations</p> <p>(offerte di titoli non quotati)</p> <p>Schema di prospetto completo (quale quello della direttiva 80/390) con varie precisazioni in materia di controllo delle informazioni finanziarie.</p>	<p>attestati dai revisori.</p> <p>Reglement 92-02: per emittenti non quotati vale il prospectus simplifié, che prevede limitate semplificazioni delle informazioni sull'emittente (ad es. non sono necessari i rendiconti finanziari, i risultati per azione e le informazioni su imprese escluse dal consolidamento)</p>
--	---	---	---

#### 4.4.1 Descrizione dell'emittente

In linea generale, si ritiene che la definizione dei contenuti del prospetto informativo per le offerte pubbliche (e per le ammissioni alla quotazione ufficiale) non possa prescindere dalla considerazione di un insieme di fattori, nei quali devono ricomprendersi:

- a) gli sviluppi della prassi maturata in Italia negli ultimi anni in materia di contenuto dei prospetti informativi;
- b) le disposizioni comunitarie in ordine alla redazione dei prospetti informativi sopra sintetizzate ed i risultati conseguiti in sede IOSCO (Gruppo di lavoro n.1) per quanto attiene alla raccomandazione degli international disclosure standards;
- c) l'esperienza estera valutata sulla base dell'esame della regolamentazione e della prassi in essere negli Stati Uniti, in Francia e nel Regno Unito.

Nel contesto dello sviluppo dei mercati finanziari e dell'importanza crescente che ha assunto la comunicazione finanziaria delle imprese, il prospetto informativo è divenuto anche in Italia, al di là delle prescrizioni dei contenuti minimali stabilite nei regolamenti vigenti, uno strumento di diffusione del valore dell'emittente, nella prospettiva di agevolare il collocamento al pubblico di quantità talvolta ingenti di titoli e, per il tramite della "sollecitazione", di sviluppare un retail sempre più vasto, come si è verificato in occasione delle operazioni di privatizzazione.

Con riferimento all'evoluzione dei contenuti dei prospetti informativi pubblicati in Italia, riscontrabile sulla scorta dell'esperienza maturata negli anni più recenti, è da registrare il positivo contributo allo sviluppo della cultura dell'informazione finanziaria determinato anche dagli interventi della Consob, con particolare riferimento all'implementazione dei capitoli dei prospetti informativi concernenti sia i "warning" connessi ai rischi insiti nelle operazioni (evidenziati nelle "Ulteriori Avvertenze") sia le informazioni sul business aziendale, intese anche in chiave di analisi settoriale. Tale opera della Consob è risultata, talvolta, facilitata dalla contemporanea effettuazione di operazioni oltre che in Italia anche sulle piazze internazionali.

L'attenzione al "valore", infatti, ha caratterizzato le richieste di integrazione dei prospetti informativi effettuate dalla Consob, soprattutto in sede di IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione. La disclosure inserita nei prospetti, comunemente, non è più concepita come mera informazione contabile storica sui risultati ottenuti dall'emittente. Ciò ha determinato, in numerosi casi, la predisposizione di prospetti informativi contenenti informazioni societarie maggiormente incentrate sull'analisi economico-finanziaria rispetto al contenuto dei bilanci redatti su base periodica dagli stessi emittenti. Al riguardo si è inteso attribuire particolare rilievo a

quella tipologia di informazioni che aggiorna le conoscenze disponibili in relazione al valore della società emittente, avuto riguardo alle informazioni concernenti la cosiddetta key information (risk paragraph, key factors, indicatori per azione, ecc).

Per quanto attiene ai risultati conseguiti in sede IOSCO (Gruppo di lavoro n.1) in relazione alla raccomandazione di uno schema di prospetto informativo per le offerte pubbliche e le ammissioni alla quotazione relative ad operazioni cross border o foreigner, come noto, il documento IOSCO, approvato dalla Commissione a maggio del corrente anno e recentemente approvato nella versione definitiva in occasione del meeting della IOSCO di Nairobi, ha codificato la best practice internazionale, sulla base del cosiddetto ceiling approach. E' stato, cioè, individuato il livello massimo di informazioni che i securities regulators possono richiedere, in condizioni normali. In tema di contenuto dei prospetti informativi, dette indicazioni della IOSCO sostanzialmente appaiono aver mediato le prescrizioni stabilite dalla normativa statunitense rispetto a quelle, generalmente meno avanzate ed analitiche, relative agli altri paesi, ivi inclusi quelli appartenenti alla Comunità Europea.

Evidentemente le esigenze di armonizzazione della disclosure inserita nei prospetti informativi, impongono, pertanto, il rispetto dello standard internazionale sopra citato.

Con riferimento al disposto della normativa comunitaria applicabile, sinteticamente descritta nel paragrafo che precede, essa costituisce chiaramente il minimo comune denominatore da rispettare.

Infine, l'analisi effettuata dagli uffici sull'esperienza estera (cfr. appendici) ha portato ad evidenziare, in via generale, sia l'attenzione di norma posta in merito alla disclosure circa la capacità delle imprese di generare valore per gli azionisti, sia il principio dell'aggiornamento continuo delle informazioni rese in sede di IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione.

Inoltre, da un lato, nel mercato finanziario statunitense, nel caso di offerte pubbliche ripetute nel tempo ovvero di operazioni poste in essere da emittenti quotati, sono previste rilevanti semplificazioni del regime delle informazioni, attraverso i meccanismi dell'incorporation by reference e della shelf registration (cfr. appendici); dall'altro lato, sono state individuate in Europa piazze finanziarie, quali quella di Parigi, ove è consentito anticipare, rispetto alla data dell'offerta pubblica o dell'ammissione alla quotazione ufficiale, la pubblicazione delle informazioni relative all'emittente (document de référence), conseguendo in tal modo dei vantaggi procedurali, sia dal punto di vista degli emittenti stessi che da quello dell'istruttoria che deve essere svolta dall'Autorità di vigilanza; il caso della piazza finanziaria di Londra, come si è visto, realizza, in sostanza, l'obiettivo dell'aggiornamento permanente dell'informazione sull'emittente direttamente tramite il bilancio di esercizio, in virtù dell'inserimento in tale documento di una serie di informazioni finanziarie (segment information, tavole comparative di selected financial data degli ultimi 5 anni, riconciliazione del risultato operativo con il cash flow operativo ecc.) che integrano quelle aventi valenza strettamente contabile, in ottemperanza a specifici principi contabili e ad una prassi diffusa.

\* \* \* \*

Sulla scorta delle considerazioni sopra svolte, possono essere individuati, a parere degli uffici, i seguenti profili della disciplina italiana de iure condendo concernenti i contenuti dei prospetti informativi relativi all'offerta pubblica (ed all'ammissione alla quotazione ufficiale) che dovrebbero ispirare la riforma attualmente in fieri:

- considerato l'approccio minimale delle disposizioni comunitarie in materia (Dir. 89/298 e 80/390) e quello ceiling fornito in sede IOSCO in merito al contenuto dei prospetti cross border e foreigner (approvati dalla Commissione nella settimana 18-22 maggio 1998) gli schemi di prospetto in argomento dovranno collocarsi in tale ambito;

- con riferimento al contenuto degli schemi di prospetto relativi alle operazioni di IPO, si segnala che si dovrebbe procedere recepando le innovazioni da qualche anno introdotte nella prassi italiana ed in ogni caso presenti nelle principali esperienze estere concernenti sostanzialmente talune informazioni utili per l'apprezzamento del valore dell'emittente (quali, ad esempio, i risk factors, la segment information, indicatori economici, patrimoniali e finanziari per azione). E' da sottolineare al riguardo che tale indirizzo trova spazio nelle previsioni generali contenute nel documento della IOSCO relativo ai prospetti informativi. Tale documento consente, tra l'altro, alle Autorità competenti di richiedere che determinate informazioni, quali la segment information e la descrizione dell'operatività con parti correlate, vengano fornite in conformità ai principi contabili utilizzati nella predisposizione dei conti annuali;

- coerentemente con la sopra menzionata scissione del contenuto dei prospetti e conseguente redazione - facoltativa - di un documento permanente predisposto dagli emittenti quotati, si provvederà alla definizione di tale ultimo documento, che - come già cennato - ferme restando le dispense di informazione consentite dalla direttiva 80/390 per tali emittenti, sarebbe ben approssimato dal bilancio d'esercizio (ovvero dalla relazione

semestrale) integrato da una sintesi delle informazioni sul valore della società sopra richiamate (tali ultime informazioni potranno comprendere una tabella relativa all'andamento delle principali grandezze che consenta di apprezzare il trend gestionale e l'eventuale aggiornamento del business nonché dei key factors che incidono sull'andamento della gestione, i dati per azione, i moltiplicatori di prezzo, ecc.) (1)(2);

- nella ipotesi di offerta pubblica e/o ammissione alla quotazione effettuata da società con azioni già quotate, ove queste scelgano di redigere un prospetto informativo completo, verrebbe definito uno schema di prospetto informativo semplificato, contenente le informazioni sull'operazione e sui titoli e, in merito all'emittente, oltre alla destinazione dei fondi raccolti, le sole informazioni di aggiornamento dei rischi e del business nonché quelle inerenti alle previsioni per l'esercizio in corso, in linea con l'impostazione seguita in Gran Bretagna;

A tal riguardo, si potrà accertare la possibilità che tali prospetti semplificati possano non contenere parte della documentazione attualmente prevista in appendice dagli attuali schemi dei prospetti semplificati (bilanci, statuti, ecc.), al fine di rendere i medesimi prospetti più snelli. Si potrà cioè, in alternativa alla soluzione attuale, verificare la compatibilità con le direttive comunitarie di un sistema che prevede, in taluni casi, che il bilancio di esercizio "accompagni" il prospetto, pur non essendo ricompreso in esso. Si noti in proposito che tale meccanismo non realizzerebbe l'"incorporation by reference" previsto nella realtà statunitense, dove il prospetto informativo si limita a richiamare documentazione altrimenti pubblica (in quanto diffusa in Internet tramite il circuito Edgar).

- la conferma del principio della equivalenza delle informazioni con riferimento alle operazioni realizzate contestualmente in Italia ed in altri Paesi (tale previsione comporta sostanzialmente la redazione di un prospetto non semplificato nelle ipotesi delle privatizzazioni);

- si ritiene, inoltre, di mantenere l'attuale ripartizione degli schemi di prospetto in relazione sia alle caratteristiche degli strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, warrant, covered warrant, ecc.), sia alle caratteristiche dell'emittente (società con strumenti finanziari quotati o non quotati), estendendo, peraltro, ove possibile - e comunque in una fase successiva - l'attuale ripartizione degli schemi anche rispetto ai settori merceologici di appartenenza degli emittenti medesimi (banche, assicurazioni, aziende manifatturiere e commerciali, utilities, energia e petrolio, ecc.)(3);

In particolare si pensa di mantenere l'attuale previsione di uno schema "completo" (anche se scindibile nelle parti interne) nelle ipotesi di IPO, di schemi semplificati nelle operazioni aventi ad oggetto azioni di emittenti quotati (potranno essere previsti dati selezionati in forma tabellare, corredati da succinte note in tema di confrontabilità degli stessi, informazioni di aggiornamento sul business e previsioni), nelle ipotesi di prima o successiva offerta/ammissione di obbligazioni, warrant ed obbligazioni convertibili.

Per contro, nelle fattispecie relative alle obbligazioni emesse "a rubinetto" dagli istituti di credito ed ai covered warrant, la disciplina regolamentare presenta la necessità di una mera "manutenzione ordinaria", stante la sua recente emanazione (dicembre 1997);

- relativamente ai prospetti concernenti OPS o OPV di azioni o di prestiti obbligazionari di emittenti non aventi già azioni quotate, mantenimento, tra l'altro, dell'obbligo - attualmente previsto in una specifica comunicazione Consob(4) - di fornire specifiche informazioni in materia di rischi di prezzi di offerta privi di un immediato riscontro sul mercato, esistenza di eventuali incarichi affidati a consulenti indipendenti per la valutazione del prezzo di offerta, possibilità che una quota significativa delle operazioni in parola venga destinata ad investitori istituzionali. Si ritiene, in proposito, comunque opportuno prevedere che nel prospetto venga inserita un'espressa indicazione sulla possibilità di commercializzare i titoli non quotati oggetto dell'offerta;

- con riferimento al tema della "scissione" del prospetto informativo sopra esposto (introduzione di un regime opzionale che consenta di pubblicare in tempi diversi la sezione del prospetto contenente informazioni sull'emittente da quella relativa alla descrizione dei titoli ed alle caratteristiche dell'offerta), si ritiene di definire i contenuti dei prospetti informativi, sia di IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione che relativi ad operazioni successive all'ammissione medesima, sulla base di categorie di informazioni scindibili (rischi, informazioni sull'emittente, informazioni sull'operazione, informazione sul titolo);

- possibilità di una semplificazione, sia pure limitatamente a profili più che altro formali, delle informazioni relative ad offerte pubbliche di titoli di emittenti non quotati e non finalizzate alla quotazione ufficiale e nel contempo miglioramento qualitativo delle informazioni finanziarie relative all'emittente.

\* \* \* \*

Si ritiene altresì opportuno esplicitare, nel contesto della regolamentazione, i principi generali che devono essere seguiti nella redazione dei prospetti, come in occasione di qualsiasi altra comunicazione al pubblico sulla situazione societaria<sup>(5)</sup>. Si fa in particolare riferimento ai seguenti principi:

- coerenza delle informazioni societarie fornite nel prospetto con i contenuti della documentazione contabile periodica già resa pubblica e con ogni altra comunicazione al mercato di fatti societari rilevanti;
- chiara e agevole riconducibilità dei dati economici, patrimoniali e finanziari riportati nel prospetto informativo a quelli contenuti negli schemi di bilancio obbligatori ai sensi della normativa vigente;
- possibilità di inserire nel prospetto grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie non direttamente ricavabili dai suddetti schemi di bilancio, purché di tale circostanza ne sia data evidenza in un contesto informativo che ne renda chiaramente intellegibile il significato;
- necessità che le modalità di presentazione delle tavole comparative dei dati economici, patrimoniali e finanziari riportati nel prospetto consentano agli investitori di comprendere sia le componenti di reddito più significative ai fini della formazione del risultato della gestione ordinaria, sia la situazione patrimoniale e finanziaria. A tal fine, tra i dati presentati dovranno essere ricompresi anche quelli idonei a rilevare l'importanza delle componenti straordinarie di reddito, nonché delle variazioni di principi contabili adottati rispetto ai precedenti periodi a cui si riferisce il confronto. Inoltre il criterio di determinazione dei risultati straordinari dovrà essere il medesimo di quello imposto dalla disciplina di bilancio.

Appare poi opportuno porre in capo all'emittente l'onere di integrare il contenuto del prospetto informativo rispetto alle richieste "standard" previste dagli schemi, ove maggiori informazioni siano necessarie a consentire una adeguato apprezzamento dell'andamento gestionale e dei rischi connessi con l'operazione(6).

#### 4.4.2 Descrizione dei titoli e dell'offerta

Per quanto attiene la sezione concernente la descrizione dell'offerta, le richieste previste negli schemi attualmente vigenti dovrebbero essere integrate con ulteriori precisazioni al fine di evitare il già citato problema di eccessivi interventi sul prospetto da parte degli uffici in sede di esame dello stesso. In particolare occorrerebbe integrare lo schema nella parte relativa alle modalità di svolgimento dell'offerta ed alle relative modalità di adesione, anche alla luce delle semplificazioni regolamentari proposte al riguardo (cfr. paragrafi 7.4 e seguenti). Laddove non si ritenga di predisporre uno schema di scheda di adesione, si dovranno comunque indicare nel regolamento quelle informazioni che si reputi necessario siano inserite in tale scheda.

Gli schemi di prospetto dovranno altresì prevedere, nelle ipotesi in cui l'offerta pubblica venga effettuata contemporaneamente ad un collocamento privato, l'inserimento - come verificato nelle esperienze estere - di informazioni più dettagliate su quest'ultimo.

#### 4.4.3 Avvisi integrativi

Una delle deroghe più frequentemente richieste dagli emittenti negli ultimi anni è stata quella di poter omettere dal prospetto l'indicazione dei seguenti elementi: prezzo, quantità offerta, membri del consorzio di collocamento e - ultimamente - anche il calendario dell'operazione. L'indicazione di tali dati viene solitamente riportata in appositi avvisi, la cui pubblicazione è preannunciata nel prospetto informativo, e che di quest'ultimo costituiscono integrazione.

L'esigenza di adottare tale procedura è sorta principalmente per la necessità di pubblicare il prospetto informativo prima di procedere a qualsiasi tipo di campagna pubblicitaria; ciò ha pertanto comportato che detta pubblicazione fosse effettuata con largo anticipo (anche 5 settimane) rispetto all'offerta. D'altro canto, le particolari tecniche utilizzate per definire prezzo e quantità (c.d. fase di bookbuilding), solo a seguito delle quali è possibile formare definitivamente il consorzio di collocamento e la circostanza che, in molti casi, l'offerta si svolge su più mercati, presuppongono l'impossibilità di conoscere tali informazioni se non immediatamente prima dell'inizio dell'offerta. La particolare volatilità dei mercati finanziari ha infine indotto a richiedere (BNL) l'omissione nel prospetto anche dell'indicazione del periodo di svolgimento dell'operazione.

Alla luce di quanto esposto, e considerato che il T.U. riproduce sostanzialmente la disposizione in materia di pubblicità di cui all'art. 18-quinquies della legge n. 216/74, si ritiene opportuno prevedere che il prospetto possa essere approvato anche in assenza degli elementi sopra individuati, ferma restando la necessità che lo stesso contenga comunque il riferimento alla pubblicazione dei relativi avvisi integrativi e che questi ultimi vengano pubblicati sul medesimo quotidiano prescelto per la pubblicazione dell'offerta.

Si rileva inoltre che, quanto al prezzo (in ordine al quale si rinvia comunque al successivo paragrafo), appare ad ogni modo opportuno - per le offerte di titoli non quotati o di cui si chiede l'ammissione a quotazione - richiedere l'inserimento nel prospetto almeno del prezzo massimo; quanto alla quantità, che per le offerte di titoli quotati - in considerazione di esigenze di certezza del mercato - l'avviso relativo venga pubblicato prima dell'inizio dell'offerta.

#### 4.4.4 Open price

In occasione delle più recenti operazioni di privatizzazione aventi ad oggetto titoli quotati, è stato consentito di determinare il prezzo di offerta alla chiusura della stessa, nel presupposto che il parametro costituito dal prezzo di borsa del titolo ne garantisca comunque la determinabilità con riferimento ad un elemento certo. Ultimamente è stata manifestata l'esigenza, da un lato, di fare ricorso ad una procedura più flessibile; dall'altro, di estendere tale possibilità anche alle IPO finalizzate all'ammissione. La procedura suggerita (cosiddetto "open price") consiste sostanzialmente nella parziale o totale "sovrapposizione" dell'offerta pubblica con il collocamento rivolto ad investitori istituzionali, rendendo possibile una sorta di "partecipazione" del pubblico stesso alla fase cosiddetta di bookbuilding, al termine della quale - come noto - si perviene alla puntuale individuazione del prezzo di offerta.

Detta procedura è così articolata:

- nel prospetto informativo viene indicato il "range" di prezzo (vincolante o meno) oppure il prezzo massimo;
- la fase di bookbuilding e l'offerta pubblica si sovrappongono in tutto (identico periodo di durata) o in parte (l'offerta pubblica inizia dopo il collocamento privato ma entrambe le operazioni si chiudono contemporaneamente). In questa fase il pubblico può esprimere le proprie preferenze in termini di prezzo e quantità (cioè indicando quanti titoli sarebbe disposto a comprare ad un determinato prezzo - c.d. "tender election" ) ovvero soltanto di quantità;
- il prezzo definitivo è determinato soltanto alla chiusura dell'operazione.

Si fa presente che in Gran Bretagna viene adottato il sistema più radicale di open price: completa sovrapposizione delle due offerte e utilizzo dello strumento della tender election. Il prospetto informativo inglese indica il range entro il quale dovrebbe collocarsi il prezzo di offerta, precisando tuttavia che lo stesso ben potrebbe collocarsi al di fuori di tale range. Gli aderenti, oltre alla possibilità di indicare l'importo che desiderano investire, possono specificare altresì un prezzo massimo al di sopra del quale non intendono sottoscrivere: nel caso in cui il prezzo di offerta risulti superiore a detto limite, l'aderente in questione non riceverà i titoli.

La procedura dell'open price è generalmente adottata anche negli Stati Uniti ove non vengono praticamente effettuate offerte a prezzo fisso. In tal modo il pubblico USA aderisce alle offerte con prezzo aperto, sia per le emissioni primarie (all'interno di un range predefinito), sia per emissioni secondarie. Il pubblico, in quanto partecipante al bookbuilding, può specificare, al momento dell'adesione, il prezzo massimo a cui aderirebbe all'offerta, allo stesso modo degli investitori istituzionali.

Si ricorda che un sistema meno radicale di quello adottato nei suddetti paesi ha caratterizzato alcune delle più recenti operazioni di privatizzazione di società già quotate (ENI 2, 3 e 4, S.Paolo, Telecom, Banca di Roma)(7). Tale sistema, al contrario, non è stato ancora mai adottato nei casi di IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione.

A tale ultimo riguardo si rileva che il descritto sistema comporta innegabili vantaggi per l'emittente/proponente e per i collocatori, in quanto permette di determinare più accuratamente prezzo e quantità offerte sulla scorta della conoscenza della domanda sia del pubblico che degli investitori istituzionali, nonché di comprimere il periodo intercorrente tra la chiusura delle operazioni di collocamento e l'inizio delle negoziazioni.

Per quanto riguarda i profili rilevanti per il pubblico si evidenzia che, se da un lato appare indubitabile che l'effettuazione del pricing anche sulla base della domanda retail comporti quale positiva conseguenza un maggiore avvicinamento tra prezzo di offerta dei titoli e relativo valore di mercato, dall'altro si pone il problema dell'opportunità di individuare - all'interno della procedura in questione - dei meccanismi di tutela del pubblico dai rischi inevitabilmente connessi alla stessa.

In particolare, a fronte della sicura riduzione degli elementi che il retail ha a disposizione per poter assumere l'eventuale decisione di investimento, occorre attentamente valutare, nelle operazioni strutturate con il sistema dell'open price, anche il rischio di una possibile "overallocation"(8) nel caso in cui l'offerta non risulti "gradita" agli investitori istituzionali partecipanti al bookbuilding, con la ulteriore conseguenza di consentire il collocamento di titoli presso il pubblico a prezzi presumibilmente superiori al valore di mercato degli stessi.(9)

Tutto ciò premesso, fermo restando che l'utilizzo della procedura di open price possa essere consentito con esclusivo riferimento alle offerte di titoli quotati nonchè alle IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione, potrebbe essere adottata una delle seguenti due impostazioni:

A) non regolamentare la materia, lasciando pertanto agli operatori la possibilità di scegliere liberamente le modalità di determinazione del prezzo, ferma restando la necessità di indicare, prima dell'inizio dell'offerta, il prezzo massimo(10). La circostanza che in tale ipotesi possano presentarsi i sopra descritti rischi di overallocation induce a prendere in considerazione la seconda impostazione.

B) condizionare l'adozione della procedura di open price alla fissazione di un quantitativo massimo dell'offerta al pubblico (ovviamente diverso da quello dell'offerta globale).

Peraltro, si ritiene altresì importante assicurare - per quanto possibile - la trasparenza circa gli esiti delle operazioni di bookbuilding, richiedendo la comunicazione al pubblico dei risultati complessivi del collocamento privato (accettazioni ed assegnazioni) e del quantitativo di titoli eventualmente sottoscritto dal consorzio di garanzia (cfr. par. 7.4.6).

#### 4.4.5 Casi di semplificazione del prospetto

Al riguardo si propone di ribadire, in conformità a quanto espressamente previsto in materia dalle direttive comunitarie, le disposizioni contenute nell'art. 7, commi 3 e 4, del regolamento n. 6430/92, relative alla semplificazione del prospetto in caso di precedente pubblicazione di altro prospetto nell'arco di 12 mesi e alla possibile dispensa dall'inserimento di talune informazioni.

#### 4.4.6 Dichiarazione di responsabilità

Fermo restando il contenuto della dichiarazione attualmente previsto nel modello inserito in calce agli schemi di prospetto, si propone di prevederne la sottoscrizione da parte del legale rappresentante e del presidente del collegio sindacale dell'emittente e del proponente e del legale rappresentante del lead manager (o del collocatore unico).

### **5. Aggiornamento del prospetto**

#### 5.1 Testo unico

L'art. 95, comma 1, lett. a) rimette alla regolamentazione della Consob l'aspetto relativo all'aggiornamento del prospetto.

#### 5.2 Disposizioni vigenti

L'aggiornamento del prospetto è disciplinato - in ottemperanza a quanto previsto dall'art. 18, comma 4, della legge n. 216/74 - dall'art. 10 del regolamento n. 6430/92, che prevede una complessa procedura differenziata a seconda che la variazione dei dati contenuti nel prospetto sia originata o meno da determinazione dell'emittente o del proponente. Tale procedura prevede in entrambi i casi la redazione di un supplemento che costituisce parte integrante e necessaria del prospetto cui si riferisce e che deve essere consegnato unitamente allo stesso.

A parte il caso in cui la variazione non sia originata dall'emittente o dal proponente e la stessa non sia tale da consentire il tempestivo aggiornamento del prospetto, è previsto che il supplemento sia oggetto di approvazione da parte della Commissione.

#### 5.3 Normativa comunitaria e estera

In materia le disposizioni delle normative europee esaminate sembrano sostanzialmente riprodurre quanto previsto a livello generale dalla direttiva n. 89/298. In particolare, l'art. 18 di quest'ultima prevede che qualunque fatto nuovo o inesattezza del prospetto che possa influire sulla valutazione dei titoli oggetto dello stesso, che sopravvenga o sia rilevato nel periodo intercorrente tra la pubblicazione del prospetto in questione e la chiusura dell'offerta, deve essere rappresentato in un apposito supplemento, da pubblicare o mettere a disposizione del pubblico almeno secondo le modalità adottate per il prospetto iniziale.

#### 5.4 Considerazioni e proposte regolamentari

Considerata l'estrema difficoltà di conciliare la procedura prevista con i tempi, solitamente assai brevi, delle offerte e considerato inoltre che il ricorso al supplemento non appare necessario nelle ipotesi in cui la variazione non attenga ad aspetti rilevanti (si pensi ad es. alla sostituzione di un sindaco o al decesso di un consigliere, ovvero ad aspetti rientranti nella attività di ordinaria amministrazione), si propone di limitare l'adozione di tale supplemento solo ai casi in cui dette variazioni riguardino aspetti che siano in grado di influenzare la scelta

d'investimento. In tale ipotesi si potrà sostanzialmente mantenere la procedura di rilascio del nulla osta da parte della Commissione - eliminando tuttavia la distinzione basata sull'origine della variazione - prevedendo in più l'obbligo di pubblicare il supplemento o l'avviso concernente l'avvenuta approvazione dello stesso sul medesimo quotidiano prescelto per la pubblicazione dell'offerta.

## 6. Modalità di pubblicazione del prospetto

### 6.1 Testo unico

L'art. 95, comma 1, lett. a), dispone che il regolamento della Consob stabilisca, tra l'altro, le modalità di pubblicazione del prospetto, senza prevedere nulla di specifico al riguardo.

### 6.2 Disposizioni vigenti

Il regolamento adottato con delibera Consob n. 6430 del 1992, detta, come disposto dall'art. 18 della legge n. 216/74, le modalità di pubblicazione del prospetto.

L'art. 9 del suddetto regolamento prevede al riguardo un procedimento complesso così strutturato:

a) deposito del prospetto presso l'apposito archivio della Consob: a tal fine il prospetto informativo deve essere trasmesso alla Commissione, entro trenta giorni dal nulla-osta (a pena di decadenza dello stesso), firmato foglio per foglio dall'emittente e dal proponente e munito di una dichiarazione che ne attesti la conformità al prospetto approvato;

b) pubblicazione, da effettuarsi almeno cinque giorni prima dell'inizio dell'offerta e su almeno un quotidiano a diffusione nazionale, di un avviso recante notizia dell'avvenuto deposito, redatto secondo gli schemi annessi al regolamento.

E' infine previsto l'obbligo per la Consob di rilasciare copia del prospetto a chiunque ne faccia richiesta.

Oltre alla suddetta decadenza del nulla osta in caso di mancato deposito entro il trentesimo giorno, l'art. 5, comma 6, del regolamento, prevede che l'offerta debba essere effettuata entro 90 gg. dalla pubblicazione del prospetto.

Quanto alle modalità di perfezionamento del contratto di sottoscrizione/acquisto, l'art. 9, comma 2, prevede i seguenti principi:

a) obbligo di consegna del prospetto all'investitore prima del perfezionamento dell'operazione;

b) scheda d'adesione quale parte integrante e necessaria del predetto prospetto;

c) necessità di sottoscrivere tale scheda al fine del perfezionamento dell'adesione all'offerta.

### 6.3 Normativa comunitaria e estera

Si fa rinvio agli specifici studi contenuti in appendice alla presente relazione. Peraltro, per una rappresentazione sintetica dell'argomento si veda la tabella riportata nella pagina seguente.

#### MODALITA' DI PUBBLICAZIONE DEL PROSPETTO

NORMATIVA COMUNITARIA	FRANCIA	REGNO UNITO	USA
Nel caso di titoli per i quali si chiede amm. quot.: o mediante inserzione in uno o più giornali a diffusione nazionale nello Stato ove l'offerta è effettuata; oppure in forma di opuscolo	<u>Instr. Reg. 92-02</u> : entro il giorno di inizio dell'offerta il prospetto deve essere reso pubblico: o mediante pubblicazione su un quotidiano economico a diffusione nazionale; oppure la messa a disposizione di un	<u>POS Reg.</u> : La pubblicazione coincide con la messa a disposizione gratuita dal momento in cui inizia l'offerta fino alla sua conclusione. Obbligo di trasmissione al Registro delle società. Lo <u>Y.B.</u> richiama le modalità delle POS e impone un	Non sono previste particolari modalità di pubblicazione. E' invece previsto l'obbligo di consegnare il prospetto preliminarmente a chiunque potrebbe ricevere la conferma di vendita, almeno 48 ore prima di

<p>messo gratuitamente a disposizione dove si tiene l'offerta, presso la sede dell'emittente e gli organismi incaricati del servizio finanziario dove l'offerta si svolge, entro l'inizio dell'offerta. Deve inoltre essere pubblicato il prospetto completo o un'avviso che precisi dove è possibile procurarselo. Nel caso di offerte non finalizzate a quot. libertà dello Stato membro.</p> <p>Nel caso di titoli per i quali si chiede amm. quot.: o mediante inserzione in uno o più giornali a diffusione nazionale nello Stato ove l'offerta è effettuata; oppure in forma di opuscolo messo gratuitamente a disposizione dove si tiene l'offerta, presso la sede dell'emittente e gli organismi incaricati del servizio finanziario dove l'offerta si svolge, entro l'inizio dell'offerta. Deve inoltre essere pubblicato il prospetto completo o un'avviso che precisi dove è possibile procurarselo. Nel caso di offerte non finalizzate a quot. libertà dello Stato membro.</p>	<p>opuscolo presso la sede dell'emittente o gli organismi che assicurano il servizio finanziario. Copia gratuita deve essere inviata a chiunque ne faccia richiesta. <u>Instr. Reg. 91-02</u>: Nel caso di pubblicazione della note d'opération può essere pubblicato un riassunto controllato della COB. Raccomandazione che il prospetto venga trasmesso in tempo utile a chi ne faccia richiesta. Avviso sul BALO e su un quotidiano a diffusione nazionale soprattutto nei casi di emissioni con diritto di opzione degli azionisti. In caso di procedura abbreviata sia la note d'opération préliminaire che quella definitiva viene pubblicata sulla stampa. Non c'è obbligo di consegna del prospetto ai fini dell'adesione all'offerta.</p>	<p>obbligo di messa a disposizione per tutta la durata dell'offerta presso l'emittente o offerente di alcuni documenti. Nel caso di offerte finalizzate all'amm. il prospetto deve essere messo a disposizione anche presso il Company Announcements Office. Avviso della pubblicazione a cura del L.S.E. sul Weekly Official Intelligence. Un ulteriore avviso deve essere pubblicato su un quotidiano. In sostituzione può essere pubblicato un mini-prospectus, offer notice oppure il prospetto per intero. Termine ultimo è il giorno di inizio delle negoziazioni. La scheda di adesione è inserita nella offer notice e nel mini-prospectus. Non c'è obbligo di consegna del prospetto ai fini dell'adesione all'offerta.</p>	<p>questa. Copia del prospetto finale deve poi essere trasmessa contestualmente alla conferma scritta della vendita. sussistono inoltre particolari obblighi di consegna a carico dei broker-dealers. Nel caso di titoli quotati l'obbligo di consegna si considera assolto con la messa a disposizione presso al borsa.</p>
---	---	--	--

#### 6.4 Considerazioni e proposte regolamentari

##### 6.4.1 Deposito

Al fine di consentire la pubblicazione del prospetto secondo le modalità sotto indicate il giorno successivo alla sua approvazione da parte della Commissione, si propone di snellire la descritta procedura di deposito rivelatasi complessa e onerosa per l'emittente. Questi infatti, allo scopo di consentire il tempestivo avvio dell'offerta, una volta ricevuta la nota di nulla osta da parte della Consob, è tenuto in pratica a recarsi (o, più raramente a trasmettere per posta o corriere) presso gli uffici della sede di Roma con copia del prospetto debitamente firmata al fine di ottenere il cosiddetto numero di deposito, da inserire nel prospetto medesimo e necessario per la pubblicazione dell'avviso.

Ciò stante, si ritiene che la suddetta procedura possa essere sostituita, previa verifica con l'Ufficio Relazioni con il pubblico, con la possibilità per l'emittente di pubblicare il suddetto avviso facendo riferimento agli estremi del provvedimento di autorizzazione. Copia del prospetto, con firma in originale della dichiarazione di responsabilità (non quindi foglio per foglio) ed annessa dichiarazione di conformità a quello approvato, dovrà pervenire alla Commissione contestualmente alla suddetta pubblicazione. La Consob provvederà all'inserimento dello stesso nell'apposito archivio con eventuale assegnazione di un numero di deposito. Ai fini della messa a disposizione



del menzionato prospetto, si ritiene inoltre opportuno richiederne la trasmissione di un congruo numero di copie a stampa, nonché del relativo supporto informatico.

A tale ultimo riguardo si valuterà la fattibilità di mettere, non appena possibile, a disposizione del pubblico il prospetto anche sul sito Internet della Consob.

Le medesime modalità sembrano applicabili anche al deposito del documento permanente unitamente alla nota di offerta.

#### 6.4.2 Pubblicazione

##### A) Prospetto

Entro 30 gg. dal rilascio del nulla osta e almeno 5 gg. di borsa aperta prima dell'inizio dell'offerta, su almeno un quotidiano a diffusione nazionale (o con altra modalità autorizzata dalla Consob) dovrà essere pubblicato, in alternativa:

a) un avviso, redatto secondo uno schema prestabilito, recante l'indicazione degli estremi del provvedimento di approvazione e dei luoghi ove è possibile reperire il prospetto;

b) una nota informativa sintetica, redatta secondo uno schema prestabilito (per la quale non si ritiene necessario procedere ad apposita approvazione) e recante le indicazioni suddette;

c) il prospetto integrale.

##### B) Documento permanente

Entro 30 gg. dall'approvazione, su almeno un quotidiano a diffusione nazionale (o con altra modalità autorizzata dalla Consob) dovrà essere pubblicato un avviso recante indicazione degli estremi del provvedimento di approvazione e dei luoghi ove è possibile reperire il documento (prospetto) permanente.

##### C) Nota d'offerta

Entro 30 gg. dall'approvazione, su almeno un quotidiano a diffusione nazionale (o con altra modalità autorizzata dalla Consob) dovrà essere pubblicata la versione integrale della nota d'offerta recante indicazione degli estremi del provvedimento di approvazione e dei luoghi ove è possibile reperire la nota di offerta e il documento permanente.

Al fine di incentivare il ricorso alla procedura di scissione del prospetto, si propone di ridurre il termine entro il quale tale pubblicazione deve essere effettuata prima dell'inizio dell'offerta ad 1 giorno. L'informativa sull'emittente infatti è già da tempo a disposizione del pubblico.

#### 6.4.3 Messa a disposizione

Le direttive comunitarie consentono di prevedere, quali modalità di pubblicazione del prospetto, la pubblicazione integrale del prospetto stesso oppure la sua messa a disposizione presso determinati soggetti e la pubblicazione di un avviso. Considerata l'importanza di rendere facilmente reperibile il prospetto informativo - soprattutto alla luce delle modifiche successivamente esposte in tema di perfezionamento del contratto - si propone di prevedere in ogni caso la sua messa a disposizione presso la sede dell'emittente, presso gli intermediari incaricati del collocamento e, in caso di prodotti finanziari emessi da un emittente quotato, presso la società di gestione del mercato.

Nel caso in cui venga scelta la procedura di scissione del prospetto, presso i soggetti sopra indicati dovrà essere messa a disposizione sia la nota d'offerta che il documento permanente. Nel caso in cui, in assenza di operazioni di sollecitazione, la pubblicazione riguardi esclusivamente il documento permanente, quest'ultimo sarà messo a disposizione esclusivamente presso la sede dell'emittente, e ove applicabile, presso la società di gestione del mercato.

Corollario indispensabile alla effettiva utilità della messa a disposizione è l'obbligo, per l'emittente e i collocatori, di consegnare gratuitamente a chiunque ne faccia richiesta copia del prospetto oppure della nota d'offerta e del documento permanente.

Laddove si realizzasse quanto esposto al par. 6.4.1, sarebbe possibile visionare il prospetto sul sito Internet della Consob.

#### 6.4.4 Validità del nulla osta

Al fine di evitare che tra l'approvazione del prospetto e l'effettivo svolgimento dell'offerta vi sia un lasso di tempo eccessivo rispetto all'esigenza di attualità dei dati contenuti nello stesso, si propone di limitare a 30 gg dalla pubblicazione del prospetto- e quindi a max. 60 gg. dal rilascio del nulla osta- la validità del provvedimento della Commissione, imponendo che l'offerta si svolga entro detto termine.

Tale scelta consente all'emittente di pianificare comunque una campagna pubblicitaria di lunga durata (2 mesi).

#### 6.4.5 Perfezionamento del contratto

Come sopra evidenziato, la disciplina attuale prevede l'obbligo per il collocatore di consegnare al soggetto aderente all'offerta copia del prospetto informativo prima del perfezionamento del contratto di sottoscrizione/acquisto del titolo, possibile solo attraverso la sottoscrizione della scheda di adesione che, ai fini suddetti, costituisce parte integrante e necessaria del prospetto medesimo.

Tale procedura, peraltro non prevista nelle direttive comunitarie, ha comportato diversi problemi operativi tra cui la difficoltà di reperire tempestivamente un numero di schede sufficiente a soddisfare le numerose richieste presentate. L'imposizione della descritta procedura ha indotto gli operatori ad una serie di irregolarità di scarso rilievo sostanziale ma tuttavia passibili di sanzioni anche di rilevante importo.

Ciò considerato, si potrebbe eliminare l'obbligo di consegnare il prospetto a ciascun investitore prima dell'adesione, fermo restando comunque l'obbligo, in capo all'emittente e ai collocatori, di consegnare copia gratuita a chiunque ne faccia richiesta. Di tale diritto, nonché del riferimento alla conoscenza da parte del sottoscrittore del contenuto del prospetto, dovrebbe essere fatta menzione nella scheda di adesione, che comunque potrebbe essere allegata al prospetto stesso o alla nota di offerta e essere pubblicata unitamente a quest'ultima sui quotidiani.

Quanto sopra esposto comporterebbe la necessità di continuare a prevedere, ai fini dell'adesione all'offerta, la sottoscrizione della scheda di adesione, ancorchè questa non risulti più parte integrante del prospetto. Tale circostanza consentirebbe comunque di aderire all'offerta anche senza recarsi personalmente presso il collocatore. Sarebbe infatti possibile scaricare la scheda di adesione da Internet ovvero riceverla per posta o per fax ed eventualmente ritrasmetterla con le stesse modalità all'intermediario. La procedura descritta non sembrerebbe, al contrario, consentire l'adesione tramite la cosiddetta "Banca telefonica", a meno di non reputare sufficiente - vista l'obbligatoria registrazione delle telefonate - l'obbligo di riferire al potenziale investitore il contenuto della scheda, comprensivo del richiamo al diritto di quest'ultimo di acquisire copia del prospetto, ovvero di prevedere in via generale - all'interno del contratto "base" (comunque redatto per iscritto) - la possibilità di delegare alla banca la firma del modulo di adesione nel caso di offerte pubbliche. Su tale argomento si ritiene necessario effettuare ulteriori approfondimenti e verifiche anche al fine di valutare l'opportunità di abbandonare il principio del contratto scritto.

## **7. Modalità di svolgimento dell'offerta**

### 7.1 Testo unico

Secondo l'art. 95, comma 1, lett. c), la Consob, con proprio regolamento, deve stabilire le modalità di svolgimento della sollecitazione anche al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari.

### 7.2 Disposizioni vigenti

La legge n. 149/92 e il relativo regolamento di attuazione dettano numerose disposizioni volte a disciplinare alcuni aspetti dello svolgimento dell'offerta.

Per quanto riguarda le ripartizioni dell'offerta stessa, l'art. 4, ultimo comma, della legge n. 149/92, prevedendo il principio secondo il quale le offerte pubbliche possono essere rivolte a determinate categorie di investitori, purchè sufficientemente ampie, stabilisce altresì che nel caso di offerte finalizzate alle quotazioni in borsa, la percentuale da destinare indistintamente al pubblico è determinata in via generale dalla Consob, tenendo conto del loro ammontare.

In attuazione del disposto normativo, l'art. 15 del regolamento n. 6430/92 dispone, al primo comma, che nel caso di offerte (pubbliche) finalizzate all'ammissione sui mercati regolamentati almeno il settantacinque per cento del relativo ammontare, ovvero la minor percentuale determinata dalla Consob in relazione al controvalore dell'offerta, debba essere destinata indistintamente al pubblico; il secondo comma, attribuisce alla Consob stessa il potere di fissare percentuali inferiori a quelle previste in via generale nel caso di offerte - finalizzate all'ammissione - di titoli emessi da società aventi titoli azionari quotati o ammessi di diritto alla quotazione.

Con riferimento al periodo di durata, l'art. 3, comma 4, stabilisce che la chiusura anticipata dell'offerta non è consentita prima che siano decorsi due giorni; l'art. 4, comma 1, prevede la possibilità per l'offerente di riservarsi preventivamente la facoltà - previa comunicazione alla Consob e pubblicazione di un apposito avviso - di ritirare l'operazione nell'ipotesi che al termine di scadenza della stessa le accettazioni risultino inferiori al quantitativo offerto; il medesimo articolo, al comma 2, consente la proroga del periodo di offerta.

Al riguardo, l'art. 18 del regolamento n. 6430/92 disciplina le modalità di applicazione del sopra esposto art. 4 della legge, prevedendo che in entrambe le ipotesi - sempre previa comunicazione alla Consob - la decisione di ritirare o prorogare l'offerta debba essere resa nota al mercato mediante pubblicazione di un avviso sullo stesso quotidiano di pubblicazione dell'avviso di avvenuto deposito: nel caso del ritiro, detta pubblicazione deve avvenire nei cinque giorni non festivi decorrenti dalla data di scadenza dell'offerta; nel caso di proroga, entro la data originariamente prevista per la scadenza della stessa. E' infine statuito che copia dei predetti avvisi debba essere inviata, qualora oggetto dell'offerta siano titoli negoziati sui mercati regolamentati, alla società di gestione degli stessi.

Circa le adesioni all'offerta, l'art. 6, comma 2, della legge n. 149/92, dispone che le accettazioni sono irrevocabili e non possono essere assoggettate a condizioni. Non sono inoltre ammesse accettazioni per persona da nominare.

Per quanto concerne i criteri di riparto, l'art. 4, comma 4, della legge n. 149/92 prevede, nell'ipotesi in cui le accettazioni dell'offerta siano superiori al quantitativo disponibile, due principi generali ed inderogabili: il ricorso al criterio di riparto proporzionale e il divieto di attribuire a ciascun investitore quantitativi di titoli inferiori al lotto minimo indicato nel prospetto. La disposizione in esame rimette poi alla Consob - nel rispetto dei suddetti principi generali e comunque al fine di assicurare la massima diffusione del titolo - il potere di determinare in via regolamentare criteri di riparto aggiuntivi.

In attuazione della citata norma, l'art. 16 del regolamento n. 6430/92 prevede quale regola generale che in caso di accettazioni superiori all'offerta a ciascun aderente debba essere attribuito un quantitativo di titoli pari al lotto minimo riportato nel prospetto informativo, indicando poi una serie di disposizioni particolari volte a disciplinare le varie fasi del riparto sia nell'ipotesi in cui dall'assegnazione del lotto minimo residuino dei titoli, sia nel caso che il quantitativo offerto risulti insufficiente all'attribuzione del lotto minimo stesso al singolo sottoscrittore.

Per il primo caso, la sequenza procedurale regolamentata è la seguente:

- i titoli vengono attribuiti (per lotti minimi o multipli) a ciascun collocatore proporzionalmente all'ammontare delle accettazioni ad esso pervenute (intese come numero di richiedenti)<sup>(11)</sup>; eventuali lotti residui sono attribuiti al collocatore presso il quale l'ammontare dei titoli richiesti è stato superiore;
- ciascun collocatore procede all'assegnazione ai singoli sottoscrittori (per lotti minimi o multipli) in misura proporzionale alle richieste;
- qualora residuino ulteriori lotti minimi, questi sono singolarmente attribuiti da ciascun collocatore sulla base della priorità cronologica delle richieste.

Per il secondo caso, all'assegnazione effettuata presso il singoli collocatori sulla base dei criteri sopra riportati, segue direttamente l'applicazione del riparto cronologico.

L'art. 4, comma 3, della legge n. 149/92, dispone inoltre che l'investitore non possa sottoscrivere l'offerta pubblica presso più di un membro del consorzio di collocamento.

Infine, per quanto riguarda la comunicazione dei risultati dell'offerta, l'art. 6, comma 3, della legge n. 149/92, prevede detto obbligo per l'offerente sia nei confronti della Consob, sia, a mezzo della stampa quotidiana a larga diffusione, del pubblico. Ove si tratti di titoli negoziati sui mercati regolamentati detta comunicazione deve essere effettuata anche nei confronti della società di gestione dei predetti mercati.

A livello di normativa secondaria, l'art. 19 del regolamento n. 6430/92 stabilisce che entro cinque giorni non festivi decorrenti dalla data di chiusura dell'offerta, il proponente deve comunicare - sullo stesso quotidiano prescelto per la pubblicazione dell'avviso di avvenuto deposito - un apposito ulteriore avviso in cui siano indicati almeno il quantitativo dei titoli offerti, il quantitativo oggetto delle accettazioni pervenute ed il numero dei soggetti aderenti all'offerta. Copia di tale avviso deve essere inviato contestualmente alla Consob e - in caso di titoli negoziati sui mercati regolamentati - anche alla società di gestione degli stessi.

Infine si rammenta che la comunicazione Consob n. 87/10573 prevede alcuni obblighi specifici nelle ipotesi di offerte e collocamenti di titoli azionari ed obbligazionari tramite consorzi. In particolare, ai sensi di tale disciplina, la direzione del consorzio deve comunicare tempestivamente alla Consob, alla chiusura dell'offerta, gli esiti delle verifiche effettuate in ordine alla regolarità dei moduli di sottoscrizione raccolti, trasmettendo altresì una relazione analitica sui risultati delle operazioni di collocamento; inoltre la predetta direzione deve verificare che i singoli partecipanti al consorzio stesso abbiano comunicato alla Commissione una serie di dati statistici riguardanti il quantitativo assegnato e la natura dei sottoscrittori.

Per quanto concerne la comunicazione dei risultati dei collocamenti rivolti ad investitori istituzionali (rilevanti in questa sede in relazione alle ipotesi di offerte globali comprendenti contemporaneamente un collocamento pubblico e uno privato), l'art. 4, comma 2, del regolamento n. 6430/92, prevede l'onere di rendere noto alla Commissione, ad operazione avvenuta, l'identità dei sottoscrittori e degli acquirenti; la comunicazione n. 87/10573 (non espressamente abrogata dal citato regolamento) dispone, nella stessa ipotesi, che venga comunicato alla Consob anche il quantitativo di titoli assegnato a ciascun sottoscrittore.

### 7.3 Normativa comunitaria e estera

Le normative esaminate non disciplinano le modalità di svolgimento dell'offerta. Alcuni dei principi indicati al paragrafo precedente sono comunque rintracciabili nei prospetti informativi, in quanto adottati in via di prassi dagli operatori. Al riguardo, si veda la tabella riportata nella pagina seguente.

#### **MODALITA' DI SVOLGIMENTO DELL'OFFERTA**

	NORMATIVA COMUNITARIA	FRANCIA	REGNO UNITO	USA
Ripartizioni dell'offerta	nessuna disposizione	nessuna disposizione	nessuna disposizione	nessuna disposizione
Durata dell'offerta	nessuna disposizione	tre giorni di borsa aperta (per le offerte di vendita aventi ad oggetto titoli già quotati)	nessuna disposizione	nessuna disposizione
Irrevocabilità delle accettazioni	nessuna disposizione	nessuna disposizione. Detta previsione è peraltro contenuta nei prospetti	nessuna disposizione. Detta previsione è peraltro generalmente contenuta nei prospetti	nessuna disposizione
Criteri di riparto	nessuna disposizione	nessuna disposizione. Nelle offerte di vendita di titoli già quotati il riparto viene effettuato dalla Società delle borse francesi secondo criteri resi noti al pubblico successivamente all'effettuazione dello stesso	nessuna disposizione. Lo <u>Yellow Book</u> prevede, nelle offerte di titoli destinate all'ammissione a quotazione, che lo sponsor comunichi - prima dell'inizio delle negoziazioni - al Companies Announcement Office gli eventuali criteri di riparto applicati	nessuna disposizione
Divieto di doppie sottoscrizioni	nessuna disposizione	nessuna disposizione. Detta previsione è peraltro contenuta nei prospetti	nessuna disposizione. Detta previsione è peraltro contenuta nei prospetti	nessuna disposizione
Comunicazione risultati	nessuna disposizione	nelle offerte di vendita di titoli già quotati i risultati vengono comunicati mediante avviso dalla Società delle borse francesi. L'emittente deve informare la COB, entro la settimana successiva alla chiusura dell'operazione, della tiratura e diffusione del prospetto.	lo <u>Yellow Book</u> prevede, nelle offerte di titoli destinate all'ammissione a quotazione, che lo sponsor comunichi - prima dell'inizio delle negoziazioni - al Companies Announcement Office i risultati dell'offerta.	nessuna disposizione

### 7.4 Considerazioni e proposte regolamentari

Con riferimento alle modalità di svolgimento dell'offerta, si propone di limitarsi all'indicazione di alcuni principi di carattere generale ritenuti necessari ad assicurare un corretto e ordinato svolgimento dell'offerta.

#### 7.4.1 Ripartizioni dell'offerta

Alla luce della mancanza di un orientamento specifico del T.U. sul punto, e in virtù dei requisiti minimi di diffusione del titolo comunque richiesti dal regolamento della Borsa Italiana ai fini dell'ammissione alle negoziazioni sui mercati regolamentati, non si ritiene necessario riprodurre le disposizioni contenute nella legge n. 149/92 e nel relativo regolamento di attuazione.

L'assenza di una disposizione in tal senso, infatti, si sostanzia comunque nella possibilità di consentire che le offerte pubbliche possano essere rivolte a determinate categorie di investitori, purchè sufficientemente ampie, ferma restando la facoltà di individuare, all'interno delle offerte stesse, particolari categorie di destinatari (ad esempio, dipendenti).

#### 7.4.2 Durata dell'offerta

Con riferimento alla durata dell'offerta, si ritiene che non sussistano particolari motivazioni per prolungare il periodo di due giorni attualmente previsto. D'altro canto l'individuazione di tale termine minimo sembra necessario a garantire ai risparmiatori - soprattutto nei casi in cui il documento sull'offerta venga pubblicato il giorno precedente la stessa - di prestare adeguata attenzione alle condizioni dell'operazione.

In relazione alle possibili modifiche "temporali" dell'offerta (proroga, revoca e ritiro (12)) si rileva che non sembra necessario disciplinare a livello regolamentare i profili della proroga e del ritiro, stante il principio di carattere generale che di tali facoltà e delle relative modalità di comunicazione al pubblico e alla Consob deve comunque farsi menzione nel prospetto.

Peraltro, a fronte della libertà di revoca dell'offerta pubblica prevista dall'art. 1336(13) del Codice Civile, si ritiene opportuno precisare a livello regolamentare che l'offerta in questione è al contrario irrevocabile salvo il ricorrere di condizioni oggettive che dovranno essere riportate nel prospetto informativo medesimo.

Quanto alle modalità di comunicazione dell'esercizio delle facoltà predette, si propone di ribadire l'obbligo di pubblicare sullo stesso quotidiano di pubblicazione dell'offerta un apposito avviso, copia del quale dovrà essere inviata contestualmente anche alla Consob e, nel caso di operazioni aventi ad oggetto titoli negoziati sui mercati regolamentati, alla società di gestione degli stessi.

#### 7.4.3 Irrevocabilità delle accettazioni e mandati di acquisto

Benchè, al fine di attribuire un univoco carattere di certezza alle procedure di offerta e di consentire una rapida verifica della sussistenza del requisito del flottante ai fini della domanda di ammissione eventualmente connessa all'offerta stessa, sembrerebbe opportuno ribadire nel regolamento il principio della irrevocabilità delle accettazioni, deve peraltro riconoscersi che il principio in questione, oltre che essere dettato principalmente a favore dell'offerente, appare in linea con quanto previsto nel Codice Civile in tema di conclusione del contratto (artt. 1326 e seguenti) (14). Non sembra pertanto necessario introdurre una norma in tal senso.

A parziale (ed apparente) deroga al principio sopra esposto, si evidenzia che in via di prassi la Commissione ha consentito (15), quale modalità di adesione aggiuntiva rispetto a quella ordinaria, l'utilizzo di una procedura particolare incentrata sul rilascio, da parte degli investitori all'intermediario collocatore, di un mandato di acquisto revocabile a sottoscrivere i titoli oggetto dell'offerta (16).

Tale procedura è stata concepita originariamente come strumento per ovviare ai disagi ed agli inconvenienti operativi provocati dalla previsione del criterio di riparto cronologico (su cui vedi il successivo paragrafo): il conferimento del mandato, infatti, non solo consente al sottoscrittore di "anticipare" (salva revoca) la propria adesione in qualsiasi giorno del periodo di "prenotazione", ma altresì attribuisce allo stesso un vantaggio in termini di datazione della domanda di adesione medesima, che si considera comunque presentata all'orario previsto per l'inizio dell'offerta (17).

Attualmente, considerato che il problema derivante dalla previsione del criterio cronologico è stato di fatto superato dalla sostituzione dello stesso con l'estrazione a sorte, lo strumento dei mandati di acquisto ha assunto un'ulteriore rilevante valenza, per l'emittente e il consorzio di collocamento: quella di consentire una valutazione più precisa del grado di interesse manifestato dal pubblico nei confronti dell'operazione, sia ai fini della determinazione finale del prezzo, sia per una eventuale riallocazione del quantitativo offerto tra collocamento privato ed offerta pubblica.

Peraltro, l'introduzione del sistema dell'open price (cfr. paragrafo 4.4.1), in virtù del quale sia nelle offerte aventi ad oggetto titoli quotati, sia nelle IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione, il prezzo definitivo viene reso noto al termine dell'offerta e in cui comunque le finalità di corretta individuazione di detto prezzo è già soddisfatta dalla possibilità di sovrapporre in tutto o in parte il retail al bookbuilding, rende l'adozione della procedura dei mandati di acquisto difficilmente configurabile e addirittura inutile.

Ciò stante, benchè vi siano tipologie di offerta pubblica (ad es. offerte di titoli non quotati) in cui l'open price non è consentito e benchè l'utilizzo dello stesso sia pur sempre una facoltà dell'emittente, non si reputa necessario disciplinare la procedura dei mandati di acquisto a livello regolamentare con le modalità determinate in via di prassi.

#### 7.4.4 Criteri di riparto

Preliminarmente si osserva che il sistema delineato dalla legge n. 149/92 e dal relativo regolamento di attuazione, ha comportato nella prassi operativa l'insorgere di numerosi problemi pratici che inducono a ritenere auspicabile una completa rivisitazione dell'istituto.

Le considerazioni da evidenziare riguardano sia l'applicazione del criterio cronologico, sia l'effettuazione del riparto a livello del singolo collocatore.

Per quanto riguarda il primo aspetto, si osserva che l'utilizzo del criterio cronologico si è dimostrato totalmente inadeguato soprattutto in quelle offerte nelle quali, a fronte di un grande interesse del pubblico, le domande di adesione sono risultate talmente numerose da non rendere possibile l'assegnazione del lotto minimo a ciascun sottoscrittore (18).

Ciò ha comportato, nella fase di offerta, numerosi inconvenienti operativi (file agli sportelli e conseguenti problemi di gestione all'interno della singola filiale di ciascun collocatore); nella fase di riparto, l'impossibilità di attribuire certezza alle assegnazioni effettuate e il frequente verificarsi di disparità di trattamento fra i sottoscrittori (si pensi, ad esempio, alla problematica relativa alla incerta individuazione di un orario comune di inizio dell'offerta, alla presenza di domande di sottoscrizione presentate nello stesso momento e all'arbitrarietà riscontrata nelle procedure manuali di datazione o, ancora, alle difficoltà di ordinare cronologicamente le domande di adesione pervenute tramite canali diversi rispetto alla presentazione personale del modulo presso la filiale, con particolare riferimento alle sottoscrizioni effettuate tramite promotori, gestioni patrimoniali, raccoglitori di ordini); nella fase di verifica, il riscontro di numerose violazioni di difficile qualificazione (in quanto riferite a fattispecie inerenti sia il corretto svolgimento della sollecitazione che il comportamento dell'intermediario) e la ricezione, da parte della Consob, di un elevato numero di esposti.

Oggi l'adozione del suddetto criterio deve ritenersi totalmente superata. A fronte di tali circostanze, infatti, la Commissione, su richiesta degli emittenti e degli intermediari, ha in via di prassi apportato consistenti modifiche ed integrazioni al disposto regolamentare, prima richiedendo l'inserimento, nei prospetti informativi, di disposizioni volte a rendere più certe le procedure di offerta (ad esempio, indicando un orario unico di inizio dell'operazione); successivamente, previa concessione di specifiche deroghe, autorizzando il ricorso a procedure alternative di collocamento (si pensi alla già descritta introduzione dell'istituto dei mandati di acquisto) ovvero consentendo l'utilizzo del criterio dell'estrazione a sorte in aggiunta o addirittura in sostituzione del cronologico.

Quanto al secondo aspetto, si rileva che l'effettuazione del riparto a livello del singolo collocatore sembra non assicurare l'efficienza e la velocità delle operazioni di riparto e la verifica della regolarità dello stesso in tutti quei collocamenti caratterizzati dalla presenza di un consorzio costituito da intermediari aventi caratteristiche molto diverse tra di loro, sia a livello di dimensioni che a livello di organizzazione interna.

Nelle ipotesi predette, infatti, le operazioni di assegnazione dei titoli al singolo sottoscrittore vengono condotte da soggetti diversi (singoli membri del consorzio) rispetto a quello che effettua le verifiche sulla regolarità delle stesse.

Considerato che, ai fini delle suddette verifiche, è indispensabile ottenere i dati completi sulle adesioni presentate presso ogni singolo collocatore e che la trasmissione da questi ultimi al lead manager avviene spesso con enormi ritardi, è evidente come nella prassi sia spesso impossibile concludere tempestivamente le operazioni di controllo e quindi perseguire efficacemente le violazioni riscontrate.

Tale circostanza ha comportato per quelle fattispecie di irregolarità, come le doppie sottoscrizioni, in cui il decorso del tempo tra l'accertamento e l'eventuale sanzione comporta un'obiettiva difficoltà di intervento (19), l'insorgere di comportamenti, prevalentemente "sommersi", differenziati e spesso addirittura arbitrari (20).

In questa ottica, anche l'introduzione del sorteggio, per il cui svolgimento - da effettuarsi alla presenza di un terzo indipendente - la Consob già richiede comunque l'adozione di modalità che consentano la verificabilità delle procedure prescelte e la loro rispondenza a criteri di correttezza, non sembra garantire adeguate garanzie di certezza, in quanto ciascun collocatore è libero di utilizzare una procedura diversa (manuale come elettronica).

E' infine importante sottolineare come l'attuale procedura di riparto, unitamente alla presenza nei consorzi di intermediari di dimensioni e di importanza molto diverse, finiscono per creare delle notevoli disparità di trattamento lì dove, statuendo che la prima assegnazione di titoli venga effettuata sui singoli collocatori in proporzione del numero di richieste presentate presso ciascuno di essi, di fatto si avvantaggia la clientela degli intermediari più grandi.

Tutto ciò premesso, considerata l'esigenza di semplificare e al contempo rendere più trasparenti le procedure di riparto, si ritiene opportuno demandare la scelta del criterio alla libera determinazione delle parti interessate, previa definizione comunque - a livello regolamentare - dei seguenti principi:

- le operazioni di riparto dovranno essere effettuate, a livello centralizzato, da un unico soggetto che si assumerà la responsabilità in ordine al loro corretto svolgimento(21);

- il criterio prescelto, di cui si dovrà fornire un'adeguata rappresentazione nel prospetto informativo, dovrà essere comunque idoneo ad assicurare la parità di trattamento tra i destinatari dell'offerta ed eventualmente, ove ritenuto opportuno, la massima diffusione del titolo.

#### 7.4.5 Doppie sottoscrizioni

Come già anticipato con riferimento ai criteri di riparto, l'applicazione del divieto di che trattasi si è rivelata spesso problematica.

Il profilo critico di maggiore evidenza è costituito dal fatto che, a fronte della mancanza di una sanzione espressa per il comportamento censurabile (presentazione di più domande di adesione a favore del medesimo intestatario presso uno o più collocatori), l'accertamento della violazione avviene di frequente con consistente ritardo rispetto alla chiusura dell'offerta e, quindi, successivamente al riparto e all'assegnazione dei titoli.

Ciò in quanto, mentre il riscontro della doppia sottoscrizione effettuata presso lo stesso collocatore è di fatto immediata(22) e consente quindi l'immediato annullamento della domanda irregolare, nell'ipotesi (statisticamente molto più rilevante) di adesioni presentate presso collocatori diversi, la verifica può essere compiuta soltanto dal soggetto presso il quale vengono canalizzati tutti i dati relativi alle assegnazioni, ossia in una fase temporale non solo sicuramente successiva al riparto, ma spesso - come detto - posteriore di mesi rispetto alla chiusura dell'operazione.

In tale ultima ipotesi, se da un lato permane astrattamente in capo al coordinatore del collocamento l'obbligo di annullare le domande irregolari e di stornare i titoli assegnati sulla base delle stesse a favore dei legittimi aventi diritto, di fatto non c'è in alcun modo certezza (se non ricorrendo alle norme civilistiche generali) sulle modalità con le quali procedere al predetto storno e ripartire gli eventuali costi che dallo stesso possono derivare(23).

Per quanto riguarda le normative straniere (Francia e Regno Unito) si sottolinea inoltre che, a fronte della apparente mancanza di una norma espressa in materia, il divieto di che trattasi è comunque rintracciabile nei prospetti informativi esaminati, probabilmente per evitare il rischio di un moltiplicarsi artificioso delle richieste di adesione tale da falsare il risultato complessivo dell'offerta.

Alla luce di quanto sopra esposto e tenuto conto delle proposte formulate in materia di criteri di riparto e di modalità di attuazione non appare opportuno riproporre il divieto in esame.

#### 7.4.6 Risultati dell'offerta

Per quanto riguarda la tematica della comunicazione dei risultati dell'offerta, si ritiene opportuno disciplinare distintamente gli oneri informativi che i proponenti debbono adempiere nei confronti del pubblico, da quelli imposti nei confronti della Consob(24).

Quanto al primo aspetto, ritenuta sussistente l'esigenza di informare il mercato degli esiti dell'offerta pubblica (soprattutto nelle ipotesi in cui le dimensioni della domanda hanno comportato il ricorso al riparto), si reputa opportuno mantenere l'obbligo di pubblicazione, entro cinque giorni di borsa aperta dalla chiusura dell'offerta stessa, di un avviso recante la notizia dell'esito dell'operazione.

In relazione al contenuto dell'avviso citato, constatata l'insufficienza delle informazioni previste nel regolamento n. 6430/92, lì dove si richiedeva esclusivamente il dato inerente le accettazioni e non quello - altrettanto importante ai fini della completa valutazione dei risultati del collocamento - delle assegnazioni, si ritiene di far inserire come elementi minimali:

- il quantitativo di titoli offerti distinguendo, nelle ipotesi di offerte globali, il quantitativo complessivo da quello offerto al pubblico e, all'interno di questo, il quantitativo destinato a ciascuna categoria di destinatari (per esempio, i dipendenti);

- il quantitativo oggetto delle accettazioni pervenute ed il numero dei soggetti aderenti all'offerta pubblica, distinguendo il dato per le eventuali categorie all'interno di quest'ultima;

- il quantitativo dei titoli assegnati ed il numero dei soggetti assegnatari nell'ambito dell'offerta pubblica, distinguendo il dato così come sopra indicato;

- nel caso di offerta globale, con esclusivo riferimento al collocamento privato italiano, il numero complessivo rispettivamente dei titoli richiesti ed assegnati e dei relativi richiedenti ed assegnatari(25);

- nelle ipotesi di offerte in cui sia presente un consorzio di garanzia, il quantitativo di titoli eventualmente rimasto in carico allo stesso, e, negli aumenti di capitale il quantitativo di diritti di opzione acquistati dal consorzio stesso;

- nel caso in cui il prospetto informativo preveda la possibilità di esercizio della cosiddetta greenshoe(26)

, in alternativa, i dati definitivi sui risultati del collocamento privato ovvero la comunicazione del mancato esercizio dell'opzione medesima(27).

L'avviso di che trattasi dovrà essere pubblicato sullo stesso quotidiano di pubblicazione dell'offerta e dovrà essere inviato contestualmente alla Consob nonchè, qualora si tratti di operazioni aventi ad oggetto titoli negoziati sui mercati regolamentati, alla società di gestione degli stessi, a meno che la comunicazione dei risultati a quest'ultima non derivi da altre disposizioni (come nel caso di offerte finalizzate all'ammissione).

Quanto agli obblighi informativi nei confronti della Consob, si evidenzia che l'esperienza operativa più recente (soprattutto nei casi di IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione) ha messo in luce, con riferimento agli adempimenti previsti dalla attuale normativa, da una parte, l'assoluta inutilità dell'acquisizione di certe informazioni, di fatto rivelatesi irrilevanti o inadeguate per il tipo di controlli effettuati dalla Commissione, dall'altra, l'obiettiva necessità di responsabilizzare l'emittente o il soggetto che assume il ruolo di lead manager in ordine alla tempestiva comunicazione di specifiche e ben determinate informazioni, solo in parte corrispondenti con quelle da rendere note al pubblico.

In relazione al primo aspetto, si propone di abrogare la comunicazione Consob n. 87/10573 e con essa gli obblighi informativi stabiliti in capo ai singoli membri del consorzio di collocamento. Al riguardo si osserva che, se da un lato non appare conferente con la nuova filosofia regolamentare in ordine alla concentrazione delle responsabilità nell'ambito delle operazioni di collocamento in capo ad un unico soggetto, attribuire degli obblighi di comunicazione autonomi a ciascun collocatore, dall'altro i dati oggetto di tale obbligo, in quanto parziali ed in quanto riferiti a profili di scarso interesse o addirittura incoerenti con le disposizioni in tema di offerte pubbliche (28), non sembrano necessari per i controlli Consob.

Con riferimento al secondo aspetto, si ritiene opportuno inserire nelle disposizioni regolamentari dei precisi obblighi di comunicazione in capo al capofila del consorzio, individuando un termine di adempimento(ad esempio un mese) decorrente dalla chiusura dell'offerta. Tale comunicazione dovrà avere ad oggetto:

- la relazione sulle verifiche circa la regolarità delle operazioni di collocamento e dell'eventuale riparto;

- i dati concernenti il numero delle accettazioni e dei soggetti richiedenti per ogni singolo collocatore (29);

- in caso di offerta globale, per il collocamento privato effettuato in Italia, l'identificazione nominativa di tutti gli investitori richiedenti, degli investitori assegnatari e del relativo quantitativo di titoli da ciascuno dei predetti soggetti richiesto ed assegnato;

- nel caso in cui il prospetto informativo preveda la possibilità di esercizio della cosiddetta greenshoe, in alternativa, i dati definitivi sui risultati del collocamento privato ovvero la comunicazione del mancato esercizio dell'opzione medesima.



La soluzione prospettata sembra soddisfare molteplici esigenze, in quanto consente di acquisire dal soggetto che si assume la responsabilità del coordinamento e della gestione delle operazioni di collocamento, una serie di informazioni idonee sia ad avere un quadro completo, anche a fini statistici e di studio, dei risultati complessivi dell'offerta, sia a permettere i necessari controlli sulla regolarità della stessa (30).

Quanto ai dati richiesti in caso di offerte globali ove, come noto, l'offerta pubblica viene effettuata congiuntamente ad un collocamento privato, si ritiene che le informazioni concernenti gli investitori istituzionali italiani, oltre a rappresentare un corollario indispensabile per una completa comprensione dei risultati complessivi dell'operazione, agevola lo svolgimento di eventuali verifiche in ordine agli obblighi di correttezza del lead manager (si pensi alle assegnazioni ad investitori facenti parte del medesimo gruppo del citato lead manager).

## **8. Obblighi di correttezza**

### 8.1 Testo Unico

L'art. 95, comma 2, attribuisce alla Consob il compito di individuare con proprio regolamento le norme di correttezza che sono tenuti a osservare l'offerente, l'emittente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti.

### 8.2 Disposizioni vigenti

L'art. 3, comma 2, della legge n. 149/92, stabilisce che i titoli oggetto dell'offerta devono essere messi a disposizione dell'acquirente o del sottoscrittore al più presto e comunque, dopo la chiusura dell'offerta, entro venti giorni dalla data di effettivo ricevimento delle accettazioni.

L'art. 6, comma 4, demanda ad un apposito regolamento Consob l'individuazione delle regole che le società offerenti, le società del gruppo ed i membri del consorzio di collocamento devono osservare nell'operare sui titoli oggetto del collocamento nel periodo di offerta e in quelli precedenti e susseguenti.

Il regolamento di attuazione della prescrizione succitata è stato emanato, su proposta della Divisione Mercati, con delibera Consob n. 6237/92 (più volte modificata).

L'art. 7 della legge n. 149/92 stabilisce infine, al primo comma, che durante la pendenza dell'offerta di sottoscrizione, salva specifica autorizzazione della Consob concessa sulla base di criteri determinati: a) la società emittente e le sue controllate non possano compiere atti comunque idonei a modificare la consistenza del proprio capitale e del proprio patrimonio e b) l'emittente e le sue controllate debbano astenersi dal compiere tali atti durante l'offerta di vendita promossa da terzi; al secondo comma, che durante la pendenza dell'offerta di vendita l'offerente debba esercitare i propri diritti sociali in modo da non modificare la consistenza del capitale e del patrimonio dell'emittente, nè stipulare o modificare a pena di nullità, accordi circa l'esercizio del proprio diritto di voto. A pena di nullità degli stessi debbono essere inoltre resi noti gli accordi già esistenti.

L'art. 14 del regolamento n. 6430/92 detta i criteri sulla base dei quali la Consob può autorizzare il compimento degli atti di cui al sopra descritto primo comma dell'art. 7 della legge n. 149/92, dettando disposizioni specifiche in merito:

- alla definizione di "atti comunque idonei a modificare la consistenza del patrimonio sociale";
- alle modalità di presentazione e ai contenuti della richiesta di preventiva autorizzazione;
- alla documentazione da allegare alla predetta richiesta;
- alle modalità di rilascio dell'autorizzazione da parte della Commissione.

### 8.3 Normativa comunitaria e estera

Sul punto non sono state rinvenute disposizioni specifiche nella direttiva comunitaria o nelle normative estere in tema di offerte pubbliche. Peraltro, nell'ambito di discipline diverse da quelle direttamente concernenti la sollecitazione all'investimento è stata riscontrata - negli ordinamenti esaminati - l'esistenza, in capo a soggetti che comunque assumono un ruolo rilevante nelle offerte pubbliche stesse (intermediari, revisori etc..) di specifici obblighi di comportamento e di attribuzione di compiti, a cui generalmente conseguono precise responsabilità civili e, talvolta, penali.

## 8.4 Considerazioni e proposte regolamentari

Oltre ad una disposizione di carattere generale volta a prevedere in capo a tutti i soggetti coinvolti l'obbligo di adeguare la propria condotta a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta, si ritiene opportuno precisare altresì che gli stessi soggetti sono tenuti:

- ad astenersi dalla diffusione, nel periodo intercorrente tra la comunicazione e la chiusura dell'offerta, di studi e ricerche sull'emittente;

- per quanto riguarda la diffusione di notizie, lo svolgimento di indagini di mercato e la raccolta di intenzioni di acquisto prima della pubblicazione dell'offerta, a trasmettere alla Consob la relativa documentazione contestualmente alla sua diffusione, a fare riferimento alla circostanza che un prospetto informativo sarà pubblicato e che sarà reperibile nei luoghi indicati, ad astenersi dal diffondere informazioni relative ad aspetti che non siano stati già resi pubblici in quanto oggetto di una delibera assembleare e a precisare che le manifestazioni di interesse all'acquisto eventualmente raccolte non sono vincolanti.

Avuto riguardo agli obblighi di correttezza dell'emittente e del proponente, gli stessi dovrebbero astenersi dal compiere atti idonei a modificare la consistenza patrimoniale dell'emittente medesimo.

Con particolare riferimento al lead manager (o eventualmente al collocatore unico), in coerenza con il dettato dell'art. 35 del regolamento concernente la disciplina degli intermediari (cfr. nota n. 4) nonché con quanto precedentemente proposto in tema di responsabilità del prospetto informativo, si ritiene opportuno prevedere la sua responsabilità in ordine alla correttezza e regolarità delle operazioni di collocamento.

Come già precedentemente affermato, con riferimento ai semplici collocatori, al contrario, l'esistenza di una normativa specifica contenuta nel regolamento intermediari e comunque assistita da un autonomo sistema sanzionatorio, induce a ritenere in linea di massima superflua l'imposizione di ulteriori e diversi obblighi nella disciplina relativa alla sollecitazione.

Infine, con riferimento alla particolare ipotesi di offerta rivolta ai soli investitori professionali, al fine di evitare che il ricorso alla stessa si traduca in un'elusione delle norme in tema di sollecitazione, si propone di prevedere una norma di comportamento di carattere generale che ponga il divieto di diffusione di annunci in qualsiasi modo volti ad indurre il pubblico a rivolgersi a tali investitori per l'acquisto dei titoli offerti.

## **9. Attività di comunicazione**

### 9.1 Testo Unico

L'art. 95, comma 1, lett. b), prevede che la Consob disciplini con regolamento "le modalità da osservare, prima della pubblicazione del prospetto, per diffondere notizie, per svolgere indagini di mercato ovvero per raccogliere intenzioni di acquisto o di sottoscrizione".

L'art. 101, rubricato "annunci pubblicitari", nell'attribuire alla Consob il compito di regolamentare la materia, fissa i seguenti principi:

- divieto di diffondere annunci pubblicitari riguardanti sollecitazioni all'investimento prima della pubblicazione del prospetto;

- obbligo di trasmissione preventiva degli annunci alla Consob;

- effettuazione degli annunci secondo i criteri stabiliti dalla Consob: correttezza dell'informazione e conformità al contenuto del prospetto;

- possibilità di sospendere o vietare la diffusione dell'annuncio in caso di sospetta o accertata violazione delle disposizioni in materia di annunci pubblicitari ovvero di vietare l'esecuzione della sollecitazione all'investimento in caso di inottemperanza ai suddetti provvedimenti di sospensione o divieto.

### 9.2 Disposizioni vigenti

Ai sensi dell'art. 18-septies della legge n. 216/74, la diffusione di notizie, lo svolgimento di indagini di mercato e la raccolta di intenzioni di acquisto o di vendita, relative ad operazioni di sollecitazione, prima della pubblicazione del prospetto informativo sono consentite solo previa autorizzazione della Consob, da concedersi volta per volta secondo i criteri generali da essa predeterminati.

Benché tali criteri generali non siano mai stati oggetto di un provvedimento specifico, l'autorizzazione della Consob allo svolgimento delle suddette attività è stata rilasciata tenendo presenti i seguenti principi:

- è consentita la diffusione delle informazioni già rese pubbliche in quanto oggetto di una delibera assembleare;
- non è consentita la diffusione di materiale di carattere promozionale;
- non è consentita la diffusione di informazioni in ordine alle quali si rende necessaria una verifica di conformità con il prospetto informativo, nella sua stesura definitiva;
- le intenzioni d'acquisto raccolte non hanno valore vincolante.

Ai sensi dell'art. 18-quinquies della citata legge n. 216/74, è vietato qualsiasi annuncio pubblicitario comunque effettuato riguardante operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio soggette alla disciplina dell'art. 18. La realizzazione degli annunci è disciplinata da un apposito regolamento adottato dalla Consob nel 1992, successivamente modificato nel 1994.

Fermo restando il suddetto divieto, nonché l'obbligo di trasmettere gli annunci preventivamente alla Consob, il regolamento fissa i seguenti principi:

a) Principi generali:

- l'annuncio deve essere chiaramente riconoscibile come tale;
- le informazioni riportate devono essere chiare e corrette nonché coerenti con quelle riportate nel prospetto informativo;
- l'annuncio deve consentire l'immediata individuazione della tipologia dell'investimento.

b) Procedura:

- ambito di applicazione: operazioni di sollecitazione in ordine alle quali siano già stati adempiuti gli obblighi previsti dall'art. 18;
- gli annunci devono essere trasmessi in una forma tale da consentire l'esatta percezione di ogni elemento dell'annuncio stesso;
- silenzio assenso decorso il termine di 15 gg.;
- interruzione dei termini in caso di richieste Consob;
- particolare procedura istruttoria per gli annunci pubblicitari dal contenuto limitato a determinate informazioni (denominazione, sede, capitale ed oggetto sociale, nonché azionisti e gruppo societario dell'emittente; ruolo dei soggetti che partecipano all'operazione; recapito presso il quale è possibile assumere informazioni sull'investimento; denominazione e tipologia dell'investimento; estremi delle eventuali connesse autorizzazioni; rendimenti conseguiti dall'investimento proposto): possono essere diffusi dal giorno successivo a quello di inoltro alla Consob.

c) Contenuto:

- avvertenza da riportare, ove è il caso, con modalità sia audio che video tali da garantire un'immediata ed agevole percezione: "prima dell'adesione leggere il prospetto informativo (o la nota informativa sintetica) che il proponente l'investimento deve consegnare"<sup>(31)</sup>; negli annunci diffusi mediante strumenti audio o audiovisivi, aventi durata non superiore ai 15 secondi, possono essere omesse le parole "che il proponente l'investimento deve consegnare";
- l'annuncio non deve indurre ad attribuire inappropriate qualificazioni di sicurezza, solidità né indurre a ritenere che all'investimento conseguano necessariamente risultati positivi;
- disposizioni particolari per l'illustrazione dei rendimenti conseguiti;

- obbligo di indicare le fonti nel caso di risultati di statistiche, studi ed elaborazioni di dati e nel caso di espressioni di preminenza.

Ai sensi di quanto disposto dall'art. 6, comma 1, della legge n. 149/92, che prevede che durante il periodo dell'offerta l'emissione di avvisi e comunicati possa avvenire solo previa autorizzazione della Consob, l'art. 17 del regolamento adottato con delibera n. 6430/92 impone la trasmissione preventiva del materiale di comunicazione che deve comunque contenere il riferimento al prospetto informativo pubblicato.

### 9.3 Normativa comunitaria e estera

Si fa rinvio agli specifici studi contenuti in appendice alla presente relazione. Peraltro, per una rappresentazione sintetica dell'argomento si veda la tabella riportata nella pagina seguente.

## **ATTIVITA' DI COMUNICAZIONE**

Prima della pubblicazione del prospetto

NORMATIVA COMUNITARIA	FRANCIA	REGNO UNITO	USA
La diffusione di annunci pubblicitari non è vietata. Gli stessi debbono sempre contenere il riferimento alla prossima pubblicazione del prospetto ed ai luoghi dove è possibile procurarselo. Nell'ipotesi in cui l'offerta stessa riguardi titoli di cui si richiede l'ammissione alla quotazione il materiale in questione deve essere preventivamente comunicato alle autorità competenti; nelle altre fattispecie di offerta, detto invio preventivo è disposto solo nel caso in cui è previsto il controllo preliminare del prospetto	Non è consentito diffondere materiale pubblicitario prima del visa (o del depot nel caso di offerte di vendita aventi ad oggetto titoli non quotati) della COB	La diffusione di materiale pubblicitario è consentita. Lo <u>Y.B</u> prevede che lo stesso debba precisare: che il L.S.E. ne ha autorizzato la diffusione senza approvarne il contenuto, che il prospetto sarà pubblicato e dove è possibile reperirlo; i comunicati stampa e gli altri annunci devono essere trasmessi preventivamente al L.S.E.. Le POS prevedono che il materiale di comunicazione debba indicare che un prospetto sarà pubblicato e i luoghi ove è possibile ottenerne copia. La diffusione degli investment advertisements può essere effettuata o approvata esclusivamente da un soggetto autorizzato (intermediario) che si assume la responsabilità civile e penale della correttezza e della non ingannevolezza del loro contenuto	Nel periodo intercorrente tra la decisione di procedere ad un'offerta e il deposito (filing) del registration statement presso la SEC (c.d. pre-filing period) è vietata l'effettuazione di qualsiasi attività di promozione diretta o indiretta dell'offerta. E' consentita soltanto la diffusione di annunci che contengano alcune determinate informazioni, quali il nome dell'emittente, l'ammontare dei titoli offerti, il periodo previsto per l'offerta, modalità e finalità della stessa (con l'esclusione dell'indicazione degli underwriters)

Dopo la pubblicazione del prospetto

NORMATIVA COMUNITARIA	FRANCIA	REGNO UNITO	USA
Valgono le stesse previsioni sopra indicate. Il materiale di comunicazione deve sempre contenere il riferimento al prospetto pubblicato ed ai luoghi ove esso è disponibile	Non è stato emanato un regolamento relativo al contenuto ed alle eventuali procedure di autorizzazione del materiale pubblicitario. E' peraltro previsto che tutti gli annunci pubblicitari debbano fare riferimento al prospetto (numero di visa o di eventuale depot, data di rilascio e - salvo deroga - le eventuali avvertenze) e alle modalità per averne copia. Nel caso di offerte aventi ad oggetto	Valgono le stesse previsioni sopra indicate. Il materiale di comunicazione deve sempre contenere il riferimento al prospetto pubblicato ed ai luoghi ove esso è disponibile	Nel periodo intercorrente tra il filing e la dichiarazione di efficacia del registration statement (c.d. waiting period) è possibile vendere i titoli oralmente (ma non per radio o televisione) o per iscritto, utilizzando esclusivamente un preliminary prospectus. E' altresì possibile promuovere l'offerta nel corso dei road-shows, ma distribuendo soltanto i preliminary

	<p>titoli quotati o dei quali è richiesta l'ammissione, la campagna pubblicitaria va inviata preventivamente alla COB; la COB stessa ha il potere di vietarne la diffusione. Fino alla chiusura dell'offerta è inoltre vietata la diffusione di studi e ricerche sull'emittente</p>		<p>prospectus medesimi. In tale periodo è consentito anche pubblicare i c.d. tombstone advertisements che si limitano a dare indicazione del titolo offerto, del prezzo, di chi è incaricato di eseguire gli ordini e di dove si può ottenere copia del prospetto stesso. Dopo la dichiarazione di efficacia del registration statement cessano le limitazioni sopra indicate</p>
--	---	--	---

#### 9.4 Considerazioni e proposte regolamentari

##### 9.4.1 Attività precedente alla pubblicazione del prospetto

L'attività di comunicazione svolta in questa fase, pur essendo limitata dalle disposizioni vigenti, ha subito un notevole incremento.

La circostanza infatti che la pubblicità non possa essere diffusa prima della pubblicazione del prospetto e che questo debba contenere aspetti che solitamente vengono definiti in fase finale ha comportato da un lato la descritta prassi di fare uso degli avvisi integrativi al prospetto (cfr. par. 4.4.3), e dall'altro un massiccio ricorso alle attività di comunicazione e promozionali consentite prima della pubblicazione del prospetto stesso.

In particolare, la consuetudine di diffondere massicce campagne pubblicitarie c.d. istituzionali, nettamente distinte dalla ordinaria attività di marketing della società, in una fase in cui a fronte della conoscenza da parte del mercato della prossima effettuazione di un'offerta pubblica (a seguito, ad esempio, dell'avvenuta comunicazione alla Consob o della diffusione di notizie in tal senso) non vi è ancora un prospetto informativo pubblicato, ha creato notevoli questioni di carattere interpretativo stante l'obiettivo difficoltà di distinguere in tali ipotesi se il messaggio promozionale possa effettivamente non ritenersi correlato all'operazione di sollecitazione. E' infatti indubbio che il ricorso ai citati messaggi, ancorchè non espressamente riferiti a detta sollecitazione, è direttamente volto a stimolare le adesioni all'offerta (c.d. warm-up advertising). A conferma di ciò si consideri che in alcune operazioni (quali soprattutto le privatizzazioni) la pubblicità "istituzionale" e la pubblicità "sull'offerta" non sono che fasi consequenziali di un'unica campagna "a tema", differenziandosi esclusivamente per l'assenza, nella prima fattispecie, della menzione esplicita dell'offerta medesima.

In tali ipotesi, tenuto conto delle contrapposte esigenze di consentire lo svolgimento di adeguate campagne pubblicitarie, da una parte, e di prevenire facili elusioni del divieto di cui all'art. 1/18-quinquies della legge n.216/74, dall'altra, gli uffici hanno pertanto provveduto caso per caso, seppur in via del tutto informale e spesso su esplicita richiesta degli interessati, ad esaminare anche la pubblicità denominata formalmente "istituzionale", intervenendo di frequente per sfumare alcune espressioni o richiedere precisazioni, oltre che - talvolta - per verificare la coerenza delle informazioni sull'emittente con quelle contenute nel prospetto informativo in corso di istruttoria. Nei fatti pertanto il controllo preventivo da parte della Consob nei casi in esame c'è sempre stato ed è da ritenersi necessario.

Da quanto esposto emerge chiaramente l'opportunità di indicare criteri precisi e trasparenti sull'argomento. Occorre pertanto chiedersi se, ferma restando l'assoluta ed indiscutibile libertà dell'emittente di promuovere la propria immagine e la propria attività presso il pubblico, sia tuttavia possibile considerare effettivamente "istituzionale" - e come tale non rientrante nell'ambito di applicazione dell'art. 101, comma 1, del T.u. - anche la pubblicità che viene diffusa per la prima volta o con modalità ed intensità diverse da quelle ordinarie, successivamente alla conoscenza da parte del mercato dell'intenzione dello stesso di effettuare un'offerta pubblica.

In proposito si è dell'avviso che in tali ipotesi detta pubblicità, ancorchè limitata alle informazioni sull'emittente, sia in realtà direttamente finalizzata a promuovere l'adesione all'offerta e che come tale debba essere disciplinata.

##### 9.4.2 Attività successiva alla pubblicazione del documento permanente

L'introduzione della possibilità di pubblicare, con notevole anticipo rispetto all'offerta, il documento permanente sull'emittente, unitamente alla facoltà consentita dalla legge di diffondere, anche prima della pubblicazione del prospetto, notizie attinenti all'offerta stessa oggetto di delibera assembleare (cfr. par. 8.4) potrebbe offrire una soluzione alla problematica legata alla difficile qualificazione del rapporto tra pubblicità "istituzionale" e manifestazione al mercato dell'intenzione di effettuare una sollecitazione.

Qualora infatti fosse possibile attribuire al termine "documento permanente" un significato ed una valenza equiparabili al "prospetto", ai fini dell'applicazione del divieto di cui all'art. 101 T.U., ne conseguirebbe logicamente la possibilità per l'emittente che adotti la procedura di scissione di anticipare di molto, rispetto all'inizio dell'offerta, l'effettuazione di una articolata campagna pubblicitaria.

Detta campagna potrebbe ricomprendere non solo quelle forme di pubblicità "limite" di cui al precedente paragrafo, il contenuto delle quali diventerebbe facilmente verificabile con le informazioni contenute nel documento permanente, ma altresì dei messaggi pubblicitari che, oltre ai dati sull'emittente contengano anche espressamente tutte quelle informazioni sull'offerta già rese pubbliche in quanto oggetto di delibera assembleare.

Tale sistema potrebbe quindi configurarsi quale ulteriore incentivo all'adozione dello strumento del documento permanente, in quanto la redazione e pubblicazione di quest'ultimo consentirebbe all'offerente, abbandonando la prassi attualmente diffusa di utilizzare messaggi promozionali ambigui e la cui qualificazione finisce per essere oggetto di una valutazione discrezionale, di diffondere annunci che espressamente colleghino dati rilevanti sulla società (quali ad esempio la crescita degli utili, l'aumento della produzione, etc..) alla prossima effettuazione di un'offerta pubblica.

Peraltro, qualora si acceda a tale soluzione, si ravvisa comunque l'opportunità dilimitare le informazioni sull'offerta ad aspetti verificabili (in quanto già pubblici) e che non necessitino di "apertura" nel prospetto. In altre parole potrebbe essere consentito indicare, ad esempio, gli offerenti, il tipo di offerta, la finalizzazione o meno all'ammissione, ma non gli incentivi (sconto, bonus share, etc) o la greenshoe. Tali informazioni richiedono infatti di essere riscontrate con quanto contenuto nella nota di offerta.

La natura di annuncio pubblicitario attribuita ai messaggi dal contenuto sopra indicato comporta necessariamente la preventiva autorizzazione della Consob. A tale riguardo, appare necessario snellire e adeguare sotto il profilo terminologico il regolamento del 1992, limitandosi a confermare solo i principi di carattere generale.

In tal senso si ritiene necessario che il materiale pubblicitario rechi l'avvertenza, nonché, ove compatibili con il tipo di messaggio, l'indicazione dei documenti informativi pubblicati e di quelli che lo saranno, l'indicazione dei luoghi ove è possibile acquisire copia di tali documenti, l'indicazione delle fonti ogni qualvolta vengano riportati dati quantitativi o affermazioni di preminenza. Parimenti opportuno pare il divieto di affermazioni tali da indurre l'investitore ad attribuire inappropriate qualificazioni di sicurezza, solidità o comunque risultati positivi.

Le medesime argomentazioni svolte in merito alla possibilità di diffondere pubblicità nel periodo in argomento, valgono a favore della possibilità di organizzare ed effettuare, dopo la pubblicazione del documento permanente ma prima di quella della nota di offerta, il roadshow. In tale sede, peraltro, vista la consolidata prassi di distribuire materiale informativo non verificato dalla Commissione e spesso contenente informazioni diverse o comunque rielaborate rispetto a quanto contenuto nel prospetto (ad esempio, cartelle stampa), si ritiene opportuno subordinare l'utilizzo di documentazione diversa dal documento permanente alla previa approvazione della Consob medesima.

Quanto agli avvisi e comunicati, gli stessi potranno riportare esclusivamente, oltre a quanto indicato al precedente paragrafo, informazioni contenute nel documento permanente. In tal caso la relativa documentazione dovrà essere trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione.

#### 9.4.3 Attività successiva alla pubblicazione del prospetto o della nota di offerta

Dopo la pubblicazione del prospetto, o, se del caso, della nota di offerta, è consentito svolgere qualsiasi attività di comunicazione o promozionale. Pertanto, oltre a quanto previsto nei precedenti paragrafi, sarà possibile, previa autorizzazione della Consob, diffondere messaggi pubblicitari riguardanti anche gli aspetti non consentiti nel periodo precedente, quali gli incentivi.

Si propone infine di non riprodurre la norma relativa alla necessaria autorizzazione di avvisi e comunicati diffusi durante il periodo dell'offerta purché il contenuto di questi sia limitato alle informazioni riportate nei documenti informativi pubblicati. Negli altri casi sarà necessaria la preventiva autorizzazione della Consob.

Per quanto riguarda l'effettuazione dei road-shows, si ritiene di confermare l'impostazione illustrata al paragrafo precedente.

## 10. Riconoscimento reciproco

### 10.1 Testo Unico

L'art. 98, comma 1, del T.U., prescrive che la Consob debba disciplinare con proprio regolamento il riconoscimento in Italia dei prospetti:

a) approvati, in conformità della disciplina comunitaria, dalle autorità competenti di altri Stati membri dell'Unione Europea;

b) approvati dalle autorità competenti di Stati con i quali l'Unione Europea abbia stipulato accordi di riconoscimento reciproco.

Lo stesso art. 98, al comma 2, stabilisce inoltre il principio secondo cui se una sollecitazione all'investimento è effettuata simultaneamente o in data ravvicinata in Italia e in altri Stati membri dell'Unione Europea, la stessa è sottoposta alla normativa italiana quando l'emittente ha sede in Italia.

Infine, si evidenzia che gli artt. 4 e 5 del T.U., stabiliscono un principio generale di collaborazione, anche mediante scambio di informazioni, con le autorità competenti dell'Unione Europea, dei singoli Stati comunitari, nonché degli Stati extracomunitari, al fine di agevolare le rispettive funzioni.

## 10.2 Disposizioni vigenti

L'art. 18-sexies della legge n. 216/74 prevede in tema di riconoscimento reciproco del prospetto una disciplina piuttosto articolata (di contenuto sostanzialmente corrispondente a quello indicato nelle direttive comunitarie) che si sostanzia nei seguenti principi:

- il prospetto informativo di offerta pubblica sottoposto al controllo preventivo dell'autorità competente di uno Stato facente parte dell'Unione Europea o di uno Stato terzo con il quale siano stati conclusi appositi accordi in materia, è riconosciuto dalla Consob anche ai fini dell'offerta in Italia, purchè lo stesso sia tradotto in lingua italiana e l'operazione nei due paesi sia effettuata simultaneamente o a date ravvicinate. La Commissione può esigere che nel prospetto vengano comunque forniti dati relativi specificatamente al mercato italiano, con particolare riferimento al regime fiscale, ai collocatori e alle modalità con le quali esercitare i diritti attribuiti ai portatori dei titoli offerti (comma 1);

- il riconoscimento del prospetto da parte della Consob può essere escluso nel caso in cui lo stesso benefici di dispense o deroghe parziali in applicazione della direttiva n. 80/390, se queste ultime non sono consentite dalla normativa italiana ovvero non sussistono in Italia le stesse circostanze che ne hanno comportato la concessione da parte dell'autorità competente (comma 2);

- nel caso di offerte effettuate simultaneamente o in date ravvicinate in Italia e in uno o più Stati UE si applica la normativa italiana se l'emittente ha sede in Italia(comma3);

- la Consob è tenuta, nell'ambito delle proprie competenze, a prestare la propria cooperazione alle autorità competenti degli Stati UE (comma 4);

- nel caso in cui in Italia venga effettuata un'offerta pubblica avente ad oggetto azioni o titoli che attribuiscono il diritto di sottoscrivere o acquistare azioni, di una società che ha sede in uno Stato UE e i cui predetti titoli sono già ammessi alla quotazione ufficiale in tale Stato, la pubblicazione del prospetto informativo è subordinata alla consultazione preventiva della Consob con l'autorità estera competente (comma 5).

L'art. 12 del regolamento n. 6430/92 disciplina, infine, la procedura da seguire nel caso in cui si voglia chiedere il riconoscimento in Italia di un prospetto di offerta ai sensi della normativa sopra descritta, con particolare riferimento alla documentazione da inviare a tali fini, nonché alle modalità di pubblicazione dell'offerta in questione (sostanzialmente analoghe a quelle previste in via generale).

## 10.3 Normativa comunitaria e estera

Non sono state rinvenute significative differenze tra la procedura di riconoscimento reciproco prevista nelle normative estere europee e quanto stabilito al riguardo nella direttiva n. 89/298.

## 10.4 Considerazioni e proposte regolamentari

In primo luogo si ritiene che il nuovo regolamento debba disciplinare gli aspetti del riconoscimento reciproco non affrontati nel T.U., il quale già prevede - come detto - specifiche disposizioni in materia di cooperazione tra autorità competenti e di normativa applicabile nel caso in cui l'emittente abbia sede in Italia.

Si ritiene peraltro opportuno riprodurre nella emananda normativa le previsioni, già contenute nel sopra esaminato art. 18-sexies della legge n. 216/74 e a loro volta espressione del dettato comunitario, in materia di condizioni generali del riconoscimento reciproco (comma 1), ipotesi di esclusione del riconoscimento medesimo (comma 2) e obbligo di preventiva consultazione tra Stati nell'ipotesi di offerte di titoli esteri già quotati all'estero (comma 5).

Con riferimento alla documentazione da inviare alla Consob ai fini del riconoscimento, si rileva che quanto disposto in materia dalla disciplina previgente potrebbe essere sostanzialmente mantenuto ma al contempo reso compatibile con le innovazioni introdotte in via generale nel nuovo regolamento, con particolare riguardo:

- al contenuto ed alle firme della comunicazione di offerta (la previsione sulle firme, ad esempio, dovrebbe essere interpretata come riferita al responsabile del collocamento in Italia);
- all'opportunità di determinare dei termini di istruttoria ridotti rispetto a quelli previsti in via generale, in considerazione del limitato potere di intervento della Consob in tali fattispecie e delle esigenze di rapidità che di solito sottendono a questo tipo di operazioni, caratterizzate spesso dalla effettuazione pressochè temporanea dell'offerta in Italia e nell'altro Stato UE;
- all' indicazione degli allegati (rispetto a quelli attualmente previsti dal Reg. n. 6430/92, occorrerà tener conto dell'eliminazione, nell'ambito della disciplina generale, dell'avviso di avvenuto deposito<sup>(32)</sup> e dell'attestato circa la composizione degli organi sociali; con riguardo alle proposte in tema di nuovi allegati - di cui al paragrafo 3.4.2 - sarà necessario procedere alla valutazione della compatibilità di ciascuno di essi con la procedura di riconoscimento reciproco, individuando - se del caso - gli opportuni adattamenti);
- al contenuto della dichiarazione di responsabilità del prospetto (valutando se sia opportuno riformularne il contenuto in modo da tener conto del diverso ruolo assunto, nell'ambito di un'offerta multinazionale, dall'emittente/proponente e dal responsabile del collocamento in Italia, ovvero se sia preferibile riferirla comunque non all'intero prospetto ma al solo documento integrativo);
- alle modalità di pubblicazione dell'offerta (con particolare riferimento alla possibilità di individuare una procedura unica - quale potrebbe essere il deposito del prospetto e la pubblicazione dell'avviso - e di prevedere dei termini ridotti tra detta pubblicazione e l'inizio dell'offerta)<sup>(33)</sup>.

Quale disposizione nuova ed ulteriore rispetto a quelle sopra riportate, si propone inoltre di esplicitare nel regolamento l'assoggettamento alle disposizioni italiane dell'eventuale materiale di comunicazione utilizzato per diffondere informazioni, effettuare indagini di mercato ovvero promuovere l'offerta in Italia. Tale previsione, oltre a consentire una agevole e certa soluzione di eventuali dubbi interpretativi in merito, trova una giustificazione nella circostanza che le fattispecie menzionate - peraltro non disciplinate dalla direttiva - non sembrano poter rientrare nell'ambito di applicazione del mutuo riconoscimento, anche perchè - a differenza di quanto previsto con riferimento al contenuto del prospetto - la regolamentazione concernente l'approvazione e i contenuti del predetto materiale varia notevolmente da paese a paese.

Infine, si rileva che la procedura sopra rappresentata potrebbe essere applicata anche nelle ipotesi di riconoscimento reciproco di prospetti approvati dalle autorità competenti di Stati non facenti parte dell'Unione Europea, ma con in quali la stessa abbia stipulato in materia specifici accordi.

## **11. Obblighi informativi**

### **11.1 Testo Unico**

L'art. 97, comma 2, del T.U. rimette alla normativa secondaria della Consob l'individuazione, dei soggetti diversi dall'emittente a cui risultino applicabili gli artt. 114 (Informazioni al pubblico), commi 3 e 4, e 115 (Informazioni alla Consob) nei periodi indicati, con riferimento all'applicabilità dei medesimi articoli all'emittente, dal comma 1 dello stesso articolo (rispettivamente dalla data di pubblicazione del prospetto fino alla conclusione della sollecitazione per l'art. 114 e dalla data della comunicazione fino ad un anno dalla conclusione della sollecitazione per il 115). I soggetti da prendere in considerazione sono l'offerente, coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento esso e con l'emittente, i componenti e gli organizzatori di consorzi di garanzia e di collocamento.

E' peraltro evidente che se gli strumenti finanziari offerti sono già quotati o diffusi al momento dell'operazione, ad emittenti e loro controllanti e controllate sono già applicabili gli artt. 114 e 115 del Testo Unico. Inoltre se, come normalmente accade, gli strumenti finanziari saranno quotati o diffusi al termine dell'operazione da quel momento i medesimi articoli risulteranno applicabili.



Conseguentemente l'art. 97 assume valore residuale e riguarda essenzialmente emittenti né quotati né diffusi in un periodo limitato (dall'inizio dell'operazione fino alla diffusione o quotazione).

### 11.2 Disposizioni vigenti

In base alla normativa vigente fino all'emanazione del regolamento in questione (art.18-quater legge n.216/1974) sono soggetti ad obblighi informativi verso la Consob o verso il pubblico su richiesta della Commissione l'emittente e l'offerente.

### 11.3 Normativa comunitaria e estera

Si fa rinvio agli specifici studi contenuti in appendice alla presente relazione. Peraltro, per una rappresentazione sintetica dell'argomento si veda la tabella riportata nella pagina seguente.

#### **OBBLIGHI DI INFORMATIVA - DIVERSI DAL PROSPETTO - CONNESSI ALLA SOLLECITAZIONE**

USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
Securities Act 1933	Direttive 80/390 e 89/298	Yellow Book	Loi 31.12.1970
Prevede che a partire dalla data di registration l'emittente per almeno 1 anno sia soggetto agli obblighi di reporting e debba pubblicare il Form 8-k, il Form 10-Q e il Form 10-K.	Disciplinano, rispettivamente per le offerte pubbliche finalizzate all'ammissione alla quotazione ufficiale di strumenti finanziari e per le offerte pubbliche di strumenti finanziari non quotati, l'obbligo di comunicazione del prospetto informativo all'Autorità competente dello Stato membro.	Definisce gli obblighi di informazione - continua, episodica e periodica - soltanto degli emittenti aventi strumenti finanziari quotati.	Prevede, tra l'altro, che alle società facenti appello al pubblico risparmio si applichino i poteri di richiesta e di ispezione della COB previsti dall'Ordonnance n.67-833 del 29.09.1967.
Condizioni di cessazione degli obblighi sono:	Non prevedono alcuna disciplina specifica relativa ad obblighi di informativa - ulteriori rispetto al prospetto - dei soggetti che sollecitano.	Disciplina il contenuto degli allegati alla comunicazione da inviare insieme al prospectus (o ai listing particulars), quali: bilanci dell'emittente, due diligence dello sponsor ecc.	Reglement 91-02 e Reglement 92-02
- esistenza di un flottante < 300 possessori, ovvero	Direttiva 79/279	P.O.S. Regulations	Non disciplinano obblighi specifici di informazione alla COB ed al pubblico, ad eccezione del prospetto informativo e della documentazione da allegare alla comunicazione
- esistenza di un flottante compreso tra i 300 ed i 500 possessori, se sono stati rispettati per almeno 3 anni gli obblighi di reporting e il totale attivo è di \$ 10 milioni per ognuno degli ultimi 3 anni.	Stabilisce principi generali in materia di obblighi di informazione degli emittenti quotati.	Non prevede obblighi di informazione ulteriori rispetto a quelli connessi all'invio all'Autorità competente (LSE) della documentazione da allegare al prospectus.	all'Autorità di vigilanza relativa all'intenzione di sollecitare il pubblico risparmio.

### 11.4 Considerazioni e proposte regolamentari

Analogamente a quanto realizzato in materia di Opa con l'art. 9, commi 4 e 5, del regolamento emittenti, sembra opportuno rendere applicabili le norme richiamate a tutti i soggetti indicati dalla norma, con eventuali limiti all'applicabilità del potere ispettivo e senza prevedere obblighi informativi applicabili in via generale.

Sia con riferimento a tali soggetti sia con riferimento agli emittenti indicati dall'art. 97, comma 1, non sembra opportuno prevedere invece l'applicabilità di norme oggi presenti negli artt. 19-41 del regolamento emittenti, attuativi dell'art 114 del T.U.. Infatti, trattandosi di ipotesi residuali che interesseranno, in linea di massima, operazioni di modesto ammontare, non si ravvisa un particolare need of protection degli investitori. L'unico obbligo che potrebbe rivestire interesse per il pubblico potrebbe essere rappresentato da un più esteso regime di pubblicità del bilancio di esercizio e del bilancio consolidato eventualmente approvati dai competenti organi sociali dell'emittente, fra la pubblicazione del prospetto e la chiusura dell'operazione.

Per quanto attiene, invece, ai flussi di informazione indirizzati alla Consob, per il periodo che va dalla data della comunicazione sino alla chiusura dell'offerta si ritiene opportuno prevedere che l'emittente e i suoi controllanti vengano sottoposti agli obblighi previsti dagli artt. 58-62 del regolamento emittenti, attuativi degli artt. 115 e 116 del T.U., relativamente alla tipologia degli emittenti diffusi.

Più in generale, in occasione di offerte finalizzate alla quotazione o alla diffusione degli strumenti finanziari, sembra opportuno anticipare al momento della comunicazione alla Consob l'applicabilità degli obblighi informativi verso la Commissione previsti dalle rispettive norme regolamentari attuative dell'art. 115 (artt. 42-66 del regolamento emittenti).

## **12. Casi di esenzione**

### 12.1 Testo Unico

L'art. 100 individua, al primo comma, alcune fattispecie per le quali non si applicano le disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento:

- a) offerte rivolte ai soli "investitori professionali" come definiti ai fini dell'offerta fuori sede dal regolamento intermediari;
- b) offerte rivolte ad un numero di soggetti ovvero di importo complessivo non superiore ai limiti indicati dalla Consob;
- c) offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi o garantiti dallo Stato, da uno Stato membro UE o da un organismo internazionale di cui questi facciano parte;
- d) offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi dalla BCE o da banche centrali nazionali di Stati UE;
- e) offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari, diversi dalle azioni e titoli assimilabili, emessi da banche, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione.

Il secondo comma dell'art. 100 attribuisce alla Consob il potere di individuare altri casi in cui non si applicano, in tutto o in parte, le predette disposizioni.

### 12.2 Disposizioni vigenti

Attualmente non vi sono previsioni legislative specifiche in tema di esenzioni, fatta eccezione per l'abrogato art. 12, terzo comma, della legge n. 77/83, ove è prevista l'applicabilità dell'art. 18 della legge n. 216/74 al collocamento di valori mobiliari emessi o garantiti dallo Stato Italiano o altro Stato UE, da organismi internazionali di cui questi ultimi facciano parte, nonché al collocamento di titoli, diversi da quelli azionari o assimilabili, emessi da banche nell'ambito della raccolta di risparmio per l'esercizio del credito.

Le ulteriori fattispecie esentate dagli obblighi previsti dal richiamato art. 18, sono state introdotte dai regolamenti Consob in materia di sollecitazione. Il regolamento n. 6430/92 individua le seguenti tipologie:

- a) offerte rivolte ai soli "investitori professionali";
- b) vendite all'incanto di valori mobiliari;
- c) offerte di pacchetti rappresentanti l'intero capitale o una partecipazione di controllo che debbano essere accettate da una sola persona;
- d) le costituzioni di società per pubblica sottoscrizione;
- e) offerte rivolte ai dirigenti dell'emittente o delle società facenti parte del suo gruppo;
- f) offerte rivolte ai dipendenti dell'emittente laddove ricorrano determinate condizioni;
- g) offerte di titoli emessi da società costituite ex art. 10 della legge n. 91/81 (norme in materia di rapporti tra società e sportivi professionisti).

### 12.3 Normativa comunitaria e estera

Si fa rinvio agli specifici studi contenuti in appendice alla presente relazione, con particolare riferimento alla normativa USA, la cui estrema complessità rende impossibile una rappresentazione sintetica dell'argomento. Con riguardo alle discipline europee e alla direttiva comunitaria si veda anche la tabella riportata nella pagina seguente.

#### CASI DI ESENZIONE

NORMATIVA COMUNITARIA	FRANCIA	REGNO UNITO
<p><u>DIR. 89/298:</u></p> <p>A) Offerte a persone nell'ambito delle loro attività professionali</p> <p>B) Offerte rivolte ad una cerchia ristretta di persone</p> <p>C) Offerte il cui controvalore non supera i 40.000 ECU</p> <p>D) Offerte in cui il lotto minimo è di almeno 40.000 ECU</p> <p>E) Offerte in cui i titoli hanno un taglio unitario di almeno 40.000 ECU</p> <p>F) Offerte di quote di OICVM diversi da quelli chiusi</p> <p>G) Offerte di titoli emessi da uno Stato o enti locali o organismi internazionali di cui facciano parte più stati membri</p> <p>H) Offerte di titoli in occasione di un'offerta pubblica di cambio o di una fusione</p> <p>I) Offerte di azioni gratuite</p> <p>L) Offerta di azioni o titoli assimilabili in sostituzione di altre della medesima società senza che ne derivi un aumento di capitale</p> <p>M) Offerte del datore di lavoro o impresa collegata a dipendenti o ex dipendenti</p> <p>N) Offerte di titoli risultanti dalla conversione di obbligazioni convertibili o warrant qualora sia stato pubblicato un prospetto</p>	<p><u>Reg. 92-02:</u> Non sono offerte pubbliche quelle rivolte (B) ad un numero di soggetti superiore a 100 (fino a luglio 98 erano 300 comprensive degli investitori istituzionali) o per le quali si faccia ricorso a intermediari finanziari, a pubblicità o offerta a domicilio. Il prospetto non è richiesto nei seguenti casi: A, C (250.000 franchi), D (1 milione di franchi), E (1 milione di franchi), F, H, I, L, N (se i titoli derivano dall'esercizio di un diritto legato a titoli per i quali sia stato pubblicato un prospetto), O e P (se la sottoscrizione dei titoli è una condizione per beneficiare dei servizi resi da organismi di carattere mutualistico), Q. Tali esenzioni non si applicano se i destinatari sono i dipendenti dell'emittente o del gruppo.</p>	<p><u>POS Reg.:</u> A (persone la cui attività ordinaria è l'acquisto, la gestione di titoli oppure che si ritiene effettuino l'investimento ai fini del loro business), B (50 persone, membri di un club o di un'associazione che abbiano in comune l'interesse nell'uso dei ricavi, cerchio ristretto di persone che l'offerente ritiene in grado di capire i rischi dell'investimento), C-D-E (40.000 ECU), H, I, L, M (inclusi anche i parenti), N, O, P, Q. Inoltre sono esenti le offerte collegate ad un underwriting agreement, rivolte ad un governo, autorità locale o pubblica. Sono infine esenti le offerte di titoli non trasferibili.</p>

<p>riguardante i titoli convertibili</p> <p>O) Offerte di titoli emessi al fine di procurarsi i mezzi necessari al raggiungimento dei propri scopi, da enti che godono di uno statuto legale o da enti non aventi scopo di lucro, riconosciuti dallo Stato</p> <p>P) Offerte di azioni o titoli assimilabili che costituiscono la condizione per beneficiare dei servizi resi da organismi quali Building societies, crédits populaires, ecc. o per diventare membro di tali organismi</p> <p>Q) Offerte di euro valori mobiliari che non sono oggetto di una campagna generalizzata di pubblicità o di offerte a domicilio</p>		
---	--	--

#### 12.4 Considerazioni e Proposte Regolamentari

Le ipotesi formulate prendono essenzialmente le mosse dalle ipotesi oggi previste dall'art. 100, comma 1, del T.U. o dal vigente regolamento Consob.

L'ampiezza della delega riconosciuta alla Consob dall'art. 100, comma 2, lascia spazio all'individuazione di altre ipotesi che, pur rientrando astrattamente nella definizione di cui all'art.1, comma 1, lett. t), del T.U., non presentano reali esigenze di tutela degli investitori potenziali, per la natura dei destinatari o dei prodotti finanziari o per altre caratteristiche dell'operazione.

I limiti al potere di deroga, totale o parziale, riconosciuto alla Consob sono essenzialmente due: le previsioni della direttiva comunitaria n. 89/298 e la tutela degli investitori prevista dall'art. 91 del T.U.

**Nell'ambito di tali limiti è possibile, nella fase di consultazione che precede l'adozione del regolamento, tener conto di istanze presentate dai soggetti consultati.**

Fermo restando che non si pongono particolari questioni in merito alle fattispecie indicate sub c), d) ed e) del precedente paragrafo 12.1., si riportano di seguito le proposte relative alle esenzioni individuate.

##### 12.4.1 Limiti quantitativi

Come accennato, il T.U. attribuisce alla Consob il potere di individuare dei limiti quantitativi, in termini di numero dei soggetti destinatari dell'offerta e di controvalore globale di questa, al di sotto dei quali non si applica la disciplina in tema di sollecitazione.

Al riguardo, l'art. 85 del regolamento sugli emittenti, ai fini dell'individuazione ancorchè transitoria(34)

della nozione di offerta pubblica di acquisto, determina il numero di soggetti e l'ammontare della sollecitazione all'investimento rispettivamente in duecento unità e ottanta milioni di lire; con riferimento all'indicazione relativa al numero dei soggetti, peraltro, la definizione sopra riportata è analoga a quanto previsto dall'art. 19, comma 1, lett. d), per la qualificazione di "emittente titoli diffusi".

Fermo restando il principio secondo cui l'individuazione del parametro necessario alla definizione dell'ambito della sollecitazione è svincolato dalla qualificazione di emittenti titoli diffusi, si propone di ribadire i parametri fissati per l'offerta pubblica di acquisto, in quanto gli stessi sono in linea con la direttiva 89/298(35).

Considerata peraltro l'esiguità di tale valore, si propone di prevedere un'ipotesi di deroga parziale avente ad oggetto offerte il cui controvalore totale si collochi tra 40.000 e 5.000.000 di EURO, escludendo, fermo restando l'obbligo di redazione del prospetto, l'applicabilità di altre disposizioni del Testo Unico (ad esempio controllo preventivo, revisione del bilancio, ecc.).

Si rileva che le altre legislazioni esaminate si sono attenute, quanto al controvalore dell'offerta, al limite indicato nella direttiva; quanto al numero dei soggetti, la Francia ha fissato un limite di 100 soggetti, mentre la Gran Bretagna addirittura di 50.

Si ritiene inoltre opportuno usufruire della possibilità, prevista dalla stessa direttiva, di escludere dall'ambito della sollecitazione anche le offerte in cui il lotto minimo sia pari ad almeno 250.000 EURO.

L'esclusione delle offerte rivolte a meno di 200 soggetti implica necessariamente il divieto, in tali casi, di effettuare attività promozionali generalizzate, in quanto le stesse sono senz'altro rivolte ad un numero superiore di destinatari. Al riguardo si precisa che il limite quantitativo indicato si riferisce ai soggetti contattati e non agli effettivi aderenti all'offerta.

#### 12.4.2 Altre esenzioni

Preliminarmente, si propone di mantenere tra i casi di esclusione quelli indicati alle lettere b), c), d) ed e) del precedente regolamento.

Con particolare riferimento alle ipotesi di costituzione di società per pubblica sottoscrizione, si rammenta che - secondo quanto emerge dalla relazione di accompagnamento alla delibera n. 6430/92 - la loro esclusione dall'ambito di applicazione della normativa in discorso "trae origine dalla considerazione che la costituzione di società mediante pubblica sottoscrizione, riferibile anche alle banche popolari, è compiutamente disciplinata dal codice civile anche nei profili prettamente informativi (l'art. 2333 individua, infatti, in modo puntuale i dati destinati a confluire nel programma di costituzione)".

Al riguardo tuttavia, non potendosi ritenere sufficienti le cautele informative predisposte dal codice civile, si propone di assoggettare l'ipotesi in esame alla disciplina della sollecitazione. In tal caso il prospetto informativo sarà sostanzialmente costituito dal piano di impresa.

Ferma restando, in virtù delle modifiche legislative intervenute in materia, l'impossibilità di ribadire l'esenzione concernente le offerte di prodotti finanziari emessi dalle società sportive professionistiche, di cui alla lettera g) del regolamento, si propone di individuare uno specifico caso di esenzione per i titoli emessi da società non aventi scopo di lucro.

In proposito occorre ricordare che la direttiva CEE prevede l'inapplicabilità della stessa nei casi in cui l'offerta abbia ad oggetto "valori mobiliari emessi, al fine di procurarsi i mezzi necessari al raggiungimento dei propri scopi, da enti che godono di uno statuto legale o da enti non aventi scopo di lucro, riconosciuti dallo Stato", nonché "azioni o valori mobiliari assimilabili ad azioni che costituiscono per il titolare la condizione per beneficiare dei servizi resi da organismi quali «building societies, crédits populaires....» o per diventare membro di tali organismi".

Considerato che attualmente la normativa già prevede una specifica esenzione per le offerte rivolte ad investitori istituzionali, ci si domanda se sia opportuno prevedere, al pari di altre legislazioni, un'ulteriore specifica esenzione per le offerte di eurovalori che non siano oggetto di una campagna generalizzata di pubblicità ovvero di offerta a domicilio.

La qualificazione dei titoli quale "eurovalori mobiliari", lo si ricorda, è connessa alle seguenti circostanze:

- assunzione a fermo e distribuzione da parte di un sindacato di cui almeno due membri abbiano sede in Stati diversi;
- offerta in maniera significativa in uno o più Stati diversi da quello in cui ha sede l'emittente;
- possibilità di sottoscrizione o iniziale acquisto solo tramite un ente creditizio o un altro ente finanziario.

#### 12.4.3 Offerte ai dipendenti

L'applicabilità dell'esenzione in parola, concernente le offerte rivolte ai dipendenti del soggetto emittente è condizionata, secondo quanto prescrive la delibera n. 6430/92, dal ricorrere di tre condizioni:

- i dipendenti devono essere nominativamente individuati;
- il quantitativo da assegnare a ciascun soggetto deve essere predeterminato;
- detto quantitativo deve essere riservato in via esclusiva al singolo dipendente (cosiddetta "infungibilità").

Peraltro, a fronte del notevole sviluppo e della marcata differenziazione che tale tipo di operazioni ha assunto<sup>(36)</sup> negli ultimi anni, la Commissione ha provveduto, con alcuni interventi interpretativi, ad ampliare la portata dei predetti requisiti, equiparando alla nozione di "dipendente dell'emittente" quella di "dipendente di società controllate dall'emittente"<sup>(37)</sup>, e ritenendo che il criterio della "predeterminazione" del quantitativo fosse da considerarsi soddisfatto anche in presenza di una "predeterminabilità" del medesimo.

Si è inoltre riscontrato che, nelle legislazioni esaminate, la fattispecie in discorso non costituisce sempre un'esenzione benchè gli obblighi informativi siano comunque semplificati. Al riguardo, in presenza di materiale informativo distribuito ai dipendenti residenti all'estero, la Commissione ha sempre raccomandato la corrispondente distribuzione anche ai dipendenti italiani, disponendo - in caso di elevato numero di questi - l'opportunità di una traduzione in lingua italiana.

Ferma restando la possibilità - se del caso - di usufruire dell'esenzione relativa al numero dei soggetti sollecitati (di fatto applicabile nella grande maggioranza delle fattispecie), si propone di non eliminare nelle restanti ipotesi l'obbligo di redazione del prospetto informativo, ancorchè dal contenuto semplificato. Potrebbe altresì ipotizzarsi, in ottemperanza alla possibilità di deroghe parziali concesse dal secondo comma dell'art. 100 del T.U., di non imporre la trasmissione preventiva di tale prospetto alla Commissione e di prevedere forme alternative di pubblicazione dello stesso e di comunicazione dei relativi risultati. Tale previsione non dovrebbe risolversi in un particolare aggravio per gli emittenti, posto che gli stessi frequentemente redigono di propria iniziativa un documento di analogo contenuto.

Da tali considerazioni consegue anche l'applicabilità alla fattispecie in esame della normativa in tema di pubblicità.

#### 12.4.4 Aumenti di capitale

Come accennato al paragrafo 1.3., si propone di esentare dal controllo preventivo del relativo prospetto informativo gli aumenti di capitale di società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico.

### **13. Disposizioni transitorie e finali**

In relazione ad aspetti di carattere generale, comunque direttamente o indirettamente connessi con i contenuti del presente regolamento, si propone di inserire una norma transitoria volta a disciplinare eventuali operazioni in corso, nonché di abrogare espressamente le disposizioni incompatibili con il regolamento, che non siano state già abrogate dal T.U..

## **Parte II**

### **Sollecitazione all'investimento avente ad oggetto quote di organismi di investimento collettivo (OICR) e fondi pensione**

#### **Premessa**

Il T.U.F. non ha introdotto significative innovazioni per quanto concerne la disciplina dell'informazione da rendersi al pubblico in merito all'offerta di quote di OICR e di fondi pensione.

In particolare, il procedimento di pubblicazione del prospetto viene a mantenere la valenza autorizzatoria prevista nel testo dell'art. 1/18 della legge n. 216/1974 (art. 94, comma 3, prima parte). Viene mantenuto il potere regolamentare della Consob di fissare norme per la redazione e pubblicazione del prospetto (art. 95) e criteri per l'effettuazione di annunci pubblicitari (art.101). Relativamente alla commercializzazione di quote di OICVM di diritto estero armonizzati, non sussistono significative novità rispetto alla disciplina di cui all'art. 10-bis della legge n. 77/1983 per quanto attiene alle competenze della Consob, fatta salva la circostanza per cui il procedimento non è più imperniato sul Ministero del tesoro, quale autorità che centralizza presso di sé le verifiche di competenza della Consob e della Banca d'Italia.

Fra le innovazioni, peraltro comuni alle altre offerte, si segnalano la delegificazione degli obblighi informativi a carico dell'emittente, con conseguente attribuzione della potestà regolamentare alla Consob (art.97) e,

viceversa, la previsione in via legislativa dei casi di inapplicabilità della disciplina della sollecitazione (peraltro affidando alla Consob il completamento del novero delle fattispecie di esenzione)(art. 100).

Di seguito si evidenziano gli specifici profili sui quali la Commissione è chiamata ad operare l'intervento regolamentare e che sono in dettaglio trattati nel prosieguo della presente Parte II (capitoli da 2. a 9.). La titolazione e l'ordine progressivo dei capitoli coincidono con quelli dei capitoli che formano la Parte I della presente relazione. Non sono ovviamente considerati quei capitoli della Parte I che si riferiscono ad aspetti della regolamentazione non applicabili agli OICR ed ai fondi pensione.

- Comunicazione
- Contenuto del prospetto
- Aggiornamento del prospetto
- Modalità di pubblicazione del prospetto
- Attività pubblicitaria (nella Parte I, Attività di comunicazione)
- Riconoscimento reciproco
- Obblighi informativi
- Casi di esenzione

L'elaborazione delle proposte è stata preceduta dallo studio della disciplina dell'informazione sui fondi comuni negli USA, nel Regno Unito ed in Francia, nonché della normativa comunitaria di riferimento. Tale disciplina, posta a confronto in forma tabellare in appositi paragrafi della presente Parte, è illustrata in forma estesa in appendice (app. V).

## **1. Linee strategiche**

### **1.1 Interventi innovativi**

Gli interventi innovativi proposti riguardano essenzialmente la materia dell'informazione resa al pubblico dagli organismi di investimento collettivo di tipo aperto (fondi comuni e SICAV) e si ispirano agli obiettivi della razionalizzazione dei procedimenti, della pianificazione e tempestività degli interventi di vigilanza in un'ottica che vede affiancati ai tradizionali controlli preventivi sull'offerta controlli sull'attività successiva.

In tale quadro, sono previsti interventi regolamentari sullo schema-tipo di prospetto, sulle relative modalità di aggiornamento nonché sugli obblighi informativi da porre a carico delle SGR e delle SICAV (oltre che dei soggetti gestori dei fondi pensione).

Relativamente al prospetto informativo ed alle relative modalità di aggiornamento, si sono assunte le seguenti linee-guida (molte delle quali peraltro sono state già attuate in sede di emanazione del recente schema-tipo di prospetto per i fondi pensione aperti):

- a) il prospetto deve contenere esclusivamente le informazioni generalmente necessarie perchè un "medio investitore" possa prendere una decisione di investimento. Informazioni utili ad investitori più sofisticati, dettagliate o altamente tecniche, non devono essere contenute nel documento d'offerta, potendo piuttosto essere incluse in altri documenti messi a disposizione e forniti su richiesta del sottoscrittore;
- b) il prospetto viene trasformato da documento ricognitivo delle norme contrattuali e descrittivo della struttura della società di gestione e dei suoi organi a documento che esprime la "storia" del rischio/rendimento del fondo e, in tal modo, fornisce al sottoscrittore gli elementi fondamentali per una scelta di investimento consapevole;
- c) la struttura del documento deve riuscire a comunicare "effettivamente" le informazioni e consentire agli investitori di comparare i fondi offerti tra di loro o con i prodotti offerti da altre società;
- d) poichè il prospetto è utilizzato per il collocamento di un numero sovente elevato di prodotti, vi è la necessità di contenere e strutturare l'informativa fornita in modo da renderlo effettivamente utilizzabile;

e) il prospetto informativo deve contenere informazioni sulla concreta operatività dei fondi, quali la composizione del portafoglio, la performance ed il rischio allo stesso correlato, in quanto elementi indispensabili per poter valutare compiutamente il prodotto offerto. Tali informazioni, per loro natura, richiedono un periodico aggiornamento del documento;

f) le procedure di aggiornamento del prospetto devono essere regolamentate in modo snello, in modo da contenere gli oneri a carico degli operatori e da consentire all'Ufficio di ridurre l'impegno da dedicare alla "manutenzione" dei prospetti pubblicati, destinando ad altri compiti di vigilanza, quali la verifica dell'informativa effettivamente diffusa ed il controllo della conformità della stessa alla politica di investimento concretamente seguita dal fondo, parte delle proprie risorse;

g) considerato il carattere continuativo delle offerte aventi ad oggetto OICR di tipo aperto, si rende necessario stabilire forme di aggiornamento periodico delle informazioni a disposizione dei partecipanti in merito alla concreta operatività del fondo. Tali forme di aggiornamento sono ispirate al criterio della minor onerosità possibile per i soggetti vigilati e tengono conto delle iniziative in materia spontaneamente già attivate dalle SGR;

h) la sottoscrizione di uno o più fondi offerti tramite uno stesso prospetto informativo costituisce un'operazione complessa di adesione, in quanto il risparmiatore accede sin dall'inizio ad uno schema contrattuale nell'ambito del quale l'operazione di conversione o successivo versamento rappresenta l'esercizio di una facoltà originariamente prevista e, pertanto, non dà luogo alla conclusione di un nuovo contratto. Occorre prevedere che gli OICR predispongano al riguardo una procedura volta a garantire una "effettiva conoscenza" da parte dei sottoscrittori dei fatti rilevanti accaduti successivamente alla stipulazione del contratto.

Per quanto attiene agli obblighi informativi nei confronti della Consob, la proposta regolamentare è finalizzata a fornire all'Ufficio gli strumenti necessari per poter procedere ai propri compiti di vigilanza.

L'attività di vigilanza sarà, in primo luogo, volta a verificare l'informazione effettivamente diffusa sui fondi. A tal fine, non occorre imporre specifici adempimenti informativi, essendo sufficienti gli strumenti di vigilanza di cui all'art. 115 (poteri di richiesta e di ispezione) ed all'art. 97, comma 4 (poteri di richiesta nei confronti dei sottoscrittori e dei soggetti di cui si sospetta lo svolgimento di attività di sollecitazione non corrette) del T.U.F..

L'attività di vigilanza sarà inoltre finalizzata alla verifica dell'adeguatezza nel tempo dell'informazione destinata al pubblico. A tal fine, è evidenziato nella proposta normativa l'elenco della documentazione richiesta, che comprende documenti sia relativi alla società di gestione (bilancio, modifiche statutarie, struttura organizzativa per quanto attiene ai rapporti con la banca depositaria, i soggetti collocatori, i negozianti, i soggetti cui sono delegati compiti di gestione) sia al fondo comune (regolamento di gestione, rendiconti periodici).

## 1.2 Interventi di "manutenzione"

Non si ritiene di procedere a significative revisioni dell'attuale disciplina regolamentare per quanto attiene ai prospetti relativi alle offerte di quote di fondi chiusi, sia mobiliari che immobiliari. La peculiarità della politica di investimento che caratterizza tali prodotti e la circostanza che la relativa offerta è priva del carattere della continuità suggeriscono di mantenere sostanzialmente inalterata la struttura e i contenuti del prospetto. Nel quadro dell'attività di manutenzione del regolamento, si provvederà all'introduzione del prospetto informativo per i fondi immobiliari costituiti mediante apporto di beni immobili pubblici, la cui disciplina, contenuta nell'art. 14-bis della legge 25.1.1994, n. 86, è stata confermata dal T.U.F. (art. 214, comma 1, lett. hh).

Analogamente, si ritiene opportuno ribadire, fatti salvi limitati interventi di manutenzione, la struttura ed il contenuto del prospetto informativo previsto per l'offerta concernente i fondi pensione aperti. Infatti, lo schema-tipo di prospetto, già ispirato a principi di semplificazione e di sostanzialità dell'informazione, è stato recentemente adottato dalla Commissione (delibera n. 11539/8.7.1998) e, riferendosi a prodotti in fase di primissimo avvio di operatività, sarà oggetto di revisione in un momento successivo, decorso un periodo di tempo (almeno pari a tre anni) sufficiente a delineare un orientamento consolidato.

Interventi di mera manutenzione saranno inoltre effettuati in materia di commercializzazione di quote di OICVM esteri armonizzati (rispetto alla vigente disciplina contenuta nel regolamento adottato con delibera n. 6426/1992) e in materia di pubblicità (rispetto alla vigente disciplina contenuta nelle disposizioni adottate con delibera n. 6378/1992).

## **2. Comunicazione**

### 2.1 Testo Unico



Non vi sono profili peculiari rispetto a quanto rappresentato al par. 3.1 della Parte I della presente relazione.

## 2.2 Disposizioni vigenti

Non vi sono profili peculiari rispetto a quanto rappresentato al par. 3.2 della Parte I della presente relazione.

## 2.3 Normativa comunitaria e estera

Si rinvia alla tabella riportata alla pagina successiva.

## 2.4 Considerazioni e proposte regolamentari

Si rinvia a quanto rappresentato al par. 3.4 della Parte I della presente relazione.

Con particolare riguardo agli allegati posti a corredo della comunicazione, peraltro, si ritiene che la peculiarità delle operazioni in argomento richieda, per un verso, la trasmissione di documenti ulteriori rispetto a quelli previsti nella Parte I, per altro verso, renda inutile la produzione di altra parte della documentazione.

## PROCEDURA E CONTROLLI

	USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
PROCEDURA E CONTROLLI	<p>I mutual funds devono effettuare la registrazione, comprensiva del prospetto, presso la SEC prima di offrire al pubblico le quote di partecipazione. La registrazione sarà considerata presentata nella "proper form" se obiezioni al riguardo non siano state avanzate dalla Commissione entro 30 giorni dalla data di presentazione. La SEC può richiedere numerose correzioni e modifiche prima di dichiarare effettiva la dichiarazione di registrazione.</p> <p>Il profilo (prospetto semplificato dev'essere presentato alla SEC almeno 30 giorni prima che lo stesso sia utilizzato per la prima volta.</p>	<p>La norma comunitaria non entra nel merito dei controlli che ciascuno Stato membro ritenga di organizzare sull'informazione, limitandosi a stabilire che l'OICVM è tenuto a trasmettere il prospetto e le relative modifiche, nonché le relazioni annuali e semestrali, alle autorità competenti.</p>	<p>Lo scheme particulars (prospetto) non è oggetto di approvazione da parte delle Autorità di controllo. La normativa individua il gestore quale responsabile dell'accuracy del documento. E' compito di tale soggetto verificare e conseguentemente garantire che lo scheme particulars non contenga informazioni false o fuorvianti, oppure ometta informazioni che la normativa richiede. Sono altresì specificati nella normativa i casi in cui tale responsabilità è ritenuta non sussistere.</p>	<p>Il prospetto informativo è approvato dalla COB nell'ambito della procedura di autorizzazione dell'OICVM. Il termine della procedura è di un mese, rinnovabile di un altro mese in caso di richieste di chiarimenti o modifiche.</p>

Si ritiene infatti necessario che in occasione della comunicazione vengano trasmessi, oltre al prospetto informativo, allo statuto vigente ed alle delibere assunte per l'emissione, anche i seguenti documenti: regolamento di gestione, provvedimenti di autorizzazione/approvazione, convenzioni stipulate dal soggetto emittente con la banca depositaria, i soggetti collocatori, gli eventuali soggetti delegatari di attività di gestione ed i soggetti incaricati della negoziazione dei titoli oggetto di compravendita (l'acquisizione di tale ultima documentazione è finalizzata alla verifica del contenuto del prospetto informativo, con particolare riguardo alla struttura operativa adottata dalle società per l'effettuazione dell'operazione).

## 3. Contenuto del prospetto

### 3.1 Testo Unico

Non vi sono profili peculiari rispetto a quanto rappresentato al par. 4.1 della Parte I della presente relazione.

### 3.2 Disposizioni vigenti

Si rinvia a quanto rappresentato al par. 4.2 della Parte I della presente relazione in materia di contenuti del prospetto e di dichiarazione di responsabilità.

### 3.3 Normativa estera e comunitaria

Si rinvia alle tabelle riportate alle pagine successive.

### 3.4 Considerazioni e proposte regolamentari

#### 3.4.1 Struttura dello schema-tipo di prospetto

In ragione della natura continuativa dell'offerta di quote di OICR di tipo aperto, si propone di adottare una struttura del prospetto informativo articolata in più parti mobili che consenta un aggiornamento agevole e non particolarmente oneroso e che possa essere utilizzata con riferimento a più prodotti.

Il documento si compone quindi di:

- una Parte I, contenente una sintesi delle informazioni essenziali sull'investimento contenute nel regolamento di gestione del fondo (o dei fondi), ordinate cronologicamente secondo quella che è la sequenza operativa dell'investitore.

Tali contenuti sono soggetti a modifica solo qualora la società modifichi i contenuti del regolamento riflessi nel prospetto o modifichi temporaneamente la struttura dei costi con un'agevolazione di applicazione generale.

#### PROSPETTO INFORMATIVO E DOCUMENTI CONTABILI PERIODICI

	USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
PROSPETTO INFORMATIVO	<p>Il prospetto USA si caratterizza per la presenza di una sintesi delle caratteristiche di rischio e rendimento del prodotto, volta a fornire agli investitori una specie di sommario in un formato standardizzato, di immediata evidenza in quanto situato all'inizio del testo, da utilizzare per valutare il fondo e compararlo ad altri prodotti (c.d. "risk/return summary").</p> <p>Nella sintesi sono indicati gli obiettivi, le principali strategie ed i maggiori rischi che l'investimento nel fondo comporta. Un grafico a barre riporta il rendimento annuale del fondo per ciascuno degli ultimi 10 anni</p>	<p>La direttiva n. 85/611 stabilisce l'obbligo di pubblicazione per ogni OICVM di un prospetto informativo e fornisce uno schema dettagliato delle informazioni minime che lo stesso deve contenere (obiettivi e politica di investimento, oneri, modalità di sottoscrizione e rimborso, criteri di valutazione e di determinazione del prezzo delle quote, dati sul gestore e sul depositario, regime fiscale).</p> <p>La direttiva consente che siano omesse informazioni nel prospetto, se le stesse risultano già riportate nel regolamento di gestione dell'OICVM allegato al prospetto.</p>	<p>Il prospetto informativo inglese (scheme particulars), contiene informazioni su: soggetti coinvolti nell'operazione (società di gestione, trustee, consulente per gli investimenti, agente amministrativo, revisore dei conti); natura giuridica, obiettivi e politiche d'investimento seguite; caratteristiche delle quote di partecipazione e dello organismo d'investimento; procedure di emissione e riscatto delle quote e criteri di fissazione del prezzo; oneri a carico del sottoscrittore e dello organismo d'investimento; distribuzione; modalità di diffusione dei documenti e delle informazioni sul fondo.</p>	<p>Il prospetto informativo francese (note d'information) si compone di due parti distinte: la notice d'information (anche detta fiche signalétique) e lo statuto (in caso di Sicav) ovvero il regolamento di gestione (in caso di fondi).</p> <p>La fiche signalétique illustra in modo sintetico (l'intero documento si compone di due facciate) le principali caratteristiche dell'operazione proposta.</p> <p>In particolare, sono riportati i seguenti contenuti: estremi identificativi dell'OICVM</p>

	solari (o, se minore, per il periodo di operatività) ed è prevista l'indicazione del			(denominazione e autorizzazione); soggetti che partecipano all'operazione con indicazione del ruolo ricoperto;
	USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
PROSPETTO INFORMATIVO	<p>migliore e peggiore rendimento trimestrale nel corso di tale periodo, da affiancare al grafico per evidenziare le fluttuazioni di prezzo nel breve periodo. Una tabella sui rendimenti compara il rendimento medio annuale del fondo per gli ultimi 1-5-10 anni solari a quello di un indice di mercato di larga diffusione (benchmark).</p> <p>Un'ulteriore tabella sugli oneri descrive le commissioni e spese gravanti direttamente sul partecipante in connessione con un investimento e le spese operative prelevate dal patrimonio del fondo.</p> <p>La sintesi del profilo rischio/ rendimento del fondo è seguita da una esposizione più dettagliata di alcuni degli elementi già trattati in tale sintesi. Sono quindi riportate informazioni riguardanti i soggetti coinvolti nell'operazione (consulente per gli investimenti e persone incaricate della quotidiana gestione del</p>	<p>Di norma, il regolamento di gestione forma parte integrante del prospetto. La direttiva fa peraltro salva la facoltà di non allegare il regolamento al prospetto, purchè il partecipante sia informato della possibilità di ottenere, su richiesta, l'invio del documento ovvero la sua messa a disposizione presso determinati luoghi.</p>	<p>Il trust deed (regolamento del fondo) non è allegato allo scheme particulars, ma è tenuto a disposizione del pubblico, che può prenderne gratuitamente visione, presso il trustee e la società di gestione.</p>	<p>caratteristiche finanziarie del prodotto offerto (classificazione del fondo, politica di investimento, durata minima dell'investimento raccomandata, destinazione dei proventi e riferimenti fiscali); notizie sull'operatività (chiusura dell'esercizio, periodicità del calcolo del valore della quota, condizioni di sottoscrizione e rimborso, commissioni massime di sottoscrizione e di rimborso, con indicazione di eventuali agevolazioni e commissioni di gestione); indicazione dei luoghi dove è possibile accedere alla note d'information completa ed alla documentazione contabile.</p> <p>Gli argomenti contenuti nella fiche sono trattati in estrema sintesi. Inoltre, non sono previsti riferimenti ai rischi dell'investimento nè indicazioni sui soggetti (persone fisiche) gestori; del pari, non è prevista la indicazione dei rendimenti.</p>
	USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
PROSPETTO INFORMATIVO	<p>portafoglio), le procedure di acquisto e vendita delle quote di partecipazione, i criteri di valutazione delle quote, il regime fiscale.</p> <p>Presso la SEC viene inoltre registrato lo "Statement of Additional Information" (SAI), documento nel quale sono approfondite materie trattate nel prospetto includendo informazioni addizionali sul fondo che, a</p>			<p>conseguiti dall'OICVM nè, tantomeno, l'adozione di un benchmark per la valutazione degli stessi.</p> <p>Lo statuto della Sicav, ovvero il regolamento di gestione del fondo, che concorrono con la fiche a costituire la note d'information, contengono meramente le regole di funzionamento dell'organismo. Al contrario di quanto avviene per gli OICVM italiani, non si ritrovano in tali documenti informazioni sulle caratteristiche finanziarie del</p>

	giudizio della SEC, possono essere utili per alcuni investitori ("more sophisticated investors") ma non è necessario o opportuno inserire nel prospetto (notizie storiche sul fondo e sulle esperienze professionali e compensi degli amministratori, analisi dettagliata della politica di investimento, metodo di calcolo delle commissioni di gestione e degli oneri di negoziazione, etc.).			prodotto, quali, ad esempio, la politica di investimento.
	USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
PROSPETTO SEMPLIFICATO	<p>I mutual funds possono predisporre un documento informativo che riassume le caratteristiche chiave dell'investimento in un formato conciso e standardizzato (c.d. "profile").</p> <p>La prima parte del profile è sostanzialmente identica al "risk/return summary" situato all'inizio di ogni prospetto (obiettivi, principali strategie e rischi derivanti dall'investimento nel fondo, commissioni e spese). Sono poi riportate informazioni su altri aspetti chiave dell'investimento (consulente per gli investimenti e "portfolio manager", procedure per l'acquisto e la vendita delle azioni, distribuzione, tassazione e servizi offerti agli investitori).</p>	<p>Nella proposta di modifica della direttiva n. 85/611 in corso di discussione presso l'UE, viene introdotto il cd. "prospetto semplificato".</p> <p>Il prospetto semplificato è un documento che, in via di sintesi, riporta le informazioni giudicate fondamentali ai fini delle scelte di investimento e deve corrispondere, nei suoi contenuti minimi, ad uno schema allegato alla proposta (dati sintetici di presentazione dell'OICVM, informazioni sugli obiettivi e la politica di investimento, rendimenti, regime fiscale, oneri, informazioni su modalità di acquisto e rimborso delle quote, modalità di distribuzione dei proventi e di pubblicazione dei prezzi). Il prospetto semplificato può essere strutturato quale parte mobile del prospetto completo.</p>	Viene previsto un documento di offerta semplificato, il c.d. key features, che riporta sintetiche informazioni sugli obiettivi e sulle strategie di investimento del fondo, sui rischi correlati e sugli oneri. Una tabella illustra l'incidenza che le commissioni e spese previste possono avere su un ipotetico investimento di £ 1.000, assumendo un rendimento costante. Non sono forniti dati sui rendimenti (così come del resto nello scheme particulars).	Non previsto.
	USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
DOCUMENTI CONTABILI PERIODICI	E' prevista la redazione di un rendiconto annuale e di una relazione semestrale.	La direttiva n. 85/611 prevede l'obbligo di pubblicazione di un rendiconto annuale e di una relazione semestrale in conformità ad uno schema di minima allegato alla direttiva stessa.	<p>E' prevista la redazione di un rendiconto annuale ed una relazione semestrale del fondo.</p> <p>Tali documenti riportano, oltre la usuale informazione di natura contabile, un riepilogo dell'informazione sui soggetti coinvolti nell'operazione e sulle politiche ed obiettivi dell'organismo d'investimento, nonchè informazioni sulle variazioni significative apportate allo scheme particulars e qualsiasi altro elemento rilevante per i possessori di quote ai fini della valutazione dell'andamento e dei risultati dell'investimento.</p>	<p>E' prevista la redazione di un rendiconto annuale ed una relazione semestrale per gli OICVM.</p> <p>In aggiunta, per gli OICVM con patrimonio superiore ai 500 milioni di franchi, è richiesta una relazione trimestrale.</p>

Contrariamente a quanto attualmente previsto, non si ritiene di dover inserire all'interno del prospetto il regolamento di gestione, che dovrà comunque essere disponibile su richiesta. Tale scelta consente di rendere particolarmente snello il prospetto informativo e di ridurre i costi di produzione e distribuzione della

documentazione da consegnare nella fase della promozione del prodotto. La non inclusione del regolamento di gestione, poi, consente di evitare gli aggiornamenti conseguenti a modifiche di lieve entità apportate al regolamento stesso che non abbiano riflessi sul prospetto.

- una Parte II, con le informazioni sulla concreta operatività degli OICVM, quali performance, rischio e composizione del portafoglio.

- il modulo di sottoscrizione (ed eventualmente i moduli di adesione a particolari servizi - ad esempio, servizio di abbinamento al c/c). E' opportuno riportare esclusivamente nel modulo, non anche nel prospetto, alcune informazioni che formano oggetto di opzione al momento della sottoscrizione o a cui bisogna attribuire particolare evidenza (ad esempio, diritto di recesso per il collocamento effettuato fuori sede). E' altresì opportuno prevedere garanzie di consegna delle Parti I e II del prospetto al momento della sottoscrizione del modulo.

Ognuno dei suddetti documenti è separatamente aggiornabile, con tempi e modalità proprie (cfr. par. 4.4 della presente Parte II).

Il prospetto informativo dev'essere consegnato al momento della sottoscrizione (cfr. par. 5.4 della presente Parte II).

Infine, si ritiene opportuno prevedere la messa a disposizione, su richiesta di chi voglia procedere ad un ulteriore approfondimento sulle caratteristiche del prodotto, della seguente ulteriore documentazione: il regolamento di gestione; i documenti contabili; un ulteriore documento sui soggetti coinvolti nell'operazione.

Contrariamente a quanto attualmente previsto, non si ritiene opportuno richiedere la consegna del rendiconto annuale e della relazione semestrale del fondo al momento della sottoscrizione. Ciò dovrebbe consentire un notevole risparmio sugli oneri di stampa e distribuzione, gravanti oltretutto direttamente sul fondo.

In ordine ai documenti disponibili su richiesta, verrà regolamentata la procedura di richiesta, i soggetti a cui la stessa dev'essere indirizzata e i termini di invio della documentazione.

#### 3.4.2 Analisi dei contenuti dello schema-tipo di prospetto e del documento sui soggetti coinvolti nell'operazione

Relativamente al contenuto del prospetto informativo, si è predisposto uno schema-tipo che si distanzia significativamente dall'esperienza finora maturata, con l'obiettivo di rendere più incisiva l'informazione fornita, sia sotto il profilo del contenuto che dell'immediata percezione della stessa.

A tal fine, nella Parte I del prospetto, sono riportate le informazioni relative a:

- la premessa, in cui viene sinteticamente illustrato il funzionamento di un fondo comune e sono indicati i soggetti coinvolti nell'operazione;
- la politica di investimento, che viene illustrata tramite gli obiettivi e le strategie di investimento che il gestore intende adottare (al di là quindi delle generiche indicazioni fornite nel regolamento di gestione). E' altresì corrispondentemente individuato il benchmark rappresentativo dei mercati oggetto di investimento;
- una sintetica indicazione del livello di rischio correlato alla struttura complessiva del portafoglio del fondo. In aggiunta a tale informativa, occorre altresì indicare i rischi correlati alle principali tipologie di titoli oggetto di investimento;
- le modalità di sottoscrizione e i termini di valorizzazione dell'investimento;
- i tempi e modalità di esecuzione delle operazioni di passaggio verso altri fondi riportati nel prospetto e gli ulteriori servizi disponibili per l'investitore;
- l'imposizione fiscale a carico dell'investitore e del fondo;
- le commissioni di sottoscrizione, di rimborso e gli altri oneri a carico del sottoscrittore, ed altresì i principali oneri a carico del fondo (commissioni di gestione e di incentivo). I dati storici relativi agli oneri sono riportati nella Parte II del prospetto.

Sempre in materia di costi, si evidenzia la disciplina prevista per le agevolazioni finanziarie. Attualmente si richiede che le stesse siano dettagliatamente illustrate sia con riguardo alla misura applicabile, che ai destinatari, i quali devono essere indicati almeno per categoria. Tale impostazione determina un notevole irrigidimento dell'operatività "commerciale" degli intermediari ed un numero rilevante di aggiornamenti del prospetto.

Al riguardo, si ritiene sufficiente l'indicazione della misura massima dell'agevolazione applicabile. Tale soluzione, già prevista per gli operatori qualificati, viene incontro sia alle necessità commerciali e di alleggerimento degli oneri burocratici degli intermediari che alle esigenze conoscitive del pubblico, che disporrebbe comunque di elementi informativi sufficienti per l'avvio di una singola trattativa.

- le procedure di rimborso;
- l'elenco degli ulteriori documenti disponibili su richiesta, con l'evidenziazione di un numero verde e della procedura di richiesta;
- la dichiarazione di responsabilità.

In ordine alla Parte II del prospetto, è opportuno indicare:

- il soggetto cui è stata delegata la gestione del fondo;
- la classificazione del fondo secondo i comparti Assogestioni e la "torta" sulla composizione degli investimenti, per macrocategorie (azioni, obbligazioni e liquidità) o con un maggiore dettaglio (principali tipologie di titoli, mercati di investimento e valute). In ordine ai differenti livelli di dettaglio sulla composizione del portafoglio che possono essere adottati, si rinvia all'informativa già fornita, a scopo pubblicitario, da alcune società (app. VI e VII);
- il profilo rischio/rendimento del prodotto. Un grafico a barre illustra la variabilità di rendimento del prodotto negli ultimi 10 anni (o per il periodo di operatività, se inferiore). La comparazione con l'andamento del benchmark nel corso del medesimo periodo consente di valutare la capacità del gestore di muoversi sul mercato.

Per evidenziare le fluttuazioni di prezzo nel breve periodo senza complicare ulteriormente il grafico a barre, il fondo potrebbe altresì indicare il migliore ed il peggiore rendimento trimestrale nel corso del periodo di 10 anni preso in considerazione.

Si potrebbe inoltre proporre l'indicazione della performance media su base annuale negli ultimi 3 e 5 anni, in lire e nella valuta di denominazione del prodotto nonché l'inserimento di un grafico lineare per l'ultimo anno o per un periodo corrispondente al grafico a barre, che consenta di visualizzare ulteriormente l'andamento del valore della quota. Si rinvia alla fase di proposizione dello schema di prospetto informativo la valutazione se tali ultime informazioni risultino eccessivamente onerose per la società o siano già ricomprese in altre e risultino quindi non essenziali.

- l'ammontare del patrimonio ed il valore della quota al termine del periodo di riferimento;
- i costi percentuali gravanti sul fondo nel corso del precedente anno solare. Si potrebbe inoltre inserire un'evidenziazione dei costi gravanti direttamente sull'investitore, a titolo esemplificativo.

Fra i documenti da mettere a disposizione, oltre al regolamento di gestione ed ai documenti contabili del fondo, viene previsto il documento sui soggetti coinvolti nell'operazione, che dovrebbe consentire agli investitori interessati di avere informazioni ulteriori su società di gestione, organi sociali della stessa, soggetti delegati alla gestione (anche "day to day") con i limiti operativi stabiliti per la delega, elenco dei collocatori, forme di remunerazione ulteriori previste per la società di gestione.

#### **4. Aggiornamento del prospetto**

##### **4.1 Testo Unico**

Non vi sono profili peculiari rispetto a quanto rappresentato al par. 5.1 della Parte I della presente relazione.

##### **4.2 Disposizioni vigenti**

L'art. 11 del regolamento Consob n. 6430/1992 disciplina in modo articolato la procedura di aggiornamento del prospetto informativo con modalità che si differenziano a seconda che l'aggiornamento si sostanzia nel deposito di un nuovo prospetto ovvero operi mediante la sostituzione di un allegato al prospetto depositato ovvero ancora mediante l'inserimento di un foglio provvisorio di aggiornamento.

#### 4.3 Normativa estera e comunitaria

Si rinvia alla tabella riportata alla pagina successiva.

#### 4.4 Considerazioni e proposte regolamentari

##### 4.4.1 Aggiornamento del prospetto

L'obiettivo di snellire le procedure burocratiche, garantendo peraltro un elevato livello qualitativo dell'informazione, è stato tenuto presente anche nell'elaborare i criteri di aggiornamento del prospetto. Le procedure proposte determineranno il venir meno delle istruttorie finalizzate all'aggiornamento degli attuali "Allegati" (circa n. 160 istruttorie nel corso degli ultimi 12 mesi).

Sono state previste tre differenti procedure di aggiornamento: 1) l'aggiornamento periodico automatico; 2) l'aggiornamento occasionale automatico; 3) l'aggiornamento occasionale sottoposto a controllo preventivo.

L' aggiornamento periodico automatico riguarda la Parte II del prospetto e viene previsto con cadenza semestrale al fine di aggiornare i dati soggetti a continua variazione, quali i rendimenti e la composizione del patrimonio. La Società si limiterà quindi a trasmettere alla Consob e contestualmente a diffondere presso il pubblico la versione aggiornata del documento, sul quale non verrà svolto da parte dell'Ufficio alcun controllo preventivo. Un simile controllo, del resto, avrebbe scarso significato, considerato che i dati oggetto di aggiornamento, da diffondere tempestivamente, non sono per loro natura suscettibili di valutazione discrezionale da parte della Consob.

L' aggiornamento occasionale automatico riguarda le modifiche dei dati contenuti nella Parte I del prospetto, il cui contenuto informativo non presenta alcun margine di discrezionalità e per le quali è necessario procedere tempestivamente (ad esempio, variazione del gruppo di controllo della società di gestione o agevolazioni commissionali temporanee di applicazione generale, approvate dalla Banca d'Italia).

Tale aggiornamento, non soggetto ad un preventivo controllo da parte della Consob, può essere ottenuto tramite l'inserimento di un foglio provvisorio di aggiornamento, di uno stick ovvero, nell'ipotesi in cui la modifica entri in vigore nel periodo di aggiornamento della Parte II del prospetto, riportando i contenuti della modifica su tale Parte. Al riguardo deve peraltro prevedersi l'aggiornamento della Parte I, anche in questo caso con l'esclusione del controllo preventivo da parte della Consob, decorso un determinato periodo di tempo.

#### MODALITA' DI AGGIORNAMENTO DELLE INFORMAZIONI

	USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
MODALITA' DI AGGIOR- NAMENTO DELLE INFORMA- ZIONI	I mutual funds aggiornano la registration statement entro 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio annuale. Lo aggiornamento, riferito ai dati contabili, ha effetto immediato. Le modifiche di carattere non sostanziale diventano efficaci nella stessa data di presentazione alla SEC o entro un termine indicato dal registrante.  Per le altre modifiche, gli aggiornamenti della registration statement	La direttiva n. 85/611 si limita a stabilire il principio secondo cui gli elementi essenziali del prospetto devono essere tenuti aggiornati.	Lo scheme particulars deve essere aggiornato almeno una volta all'anno, sempre che sia intervenuta qualche modifica o una nuova informazione che il gestore reputi significativa.  Il documento dev'essere rivisto immediatamente, senza attendere l'aggiornamento annuale, qualora la modifica o le nuove informazioni da fornire risultino essere particolarmente rilevanti.	Le modifiche intervenute con riguardo a dati contenuti nella note d'information comportano l'aggiornamento del documento.  Le modifiche di maggior rilievo (variazione del depositario, della società di gestione, del delegato alla gestione, del revisore dei conti, della classificazione dell'OICVM) sono preventivamente sottoposte alla COB che si pronuncia entro trenta giorni, rinnovabili di altri otto giorni in caso di

	<p>intervengono con un termine di efficacia differenziato a seconda della rilevanza della variazione. La SEC, qualora riscontri incompletezze o inesattezze di rilievo, può sospendere l'entrata in vigore della modifica.</p> <p>Le modifiche al profilo sono trasmesse alla SEC entro i 5 giorni successivi all'utilizzo del documento aggiornato.</p>		<p>Alcune modifiche di rilievo riguardanti le strategie e gli obiettivi di investimento, per le quali è prevista l'approvazione della assemblea straordinaria, non possono essere rese operative fino a che non sia stato pubblicato lo scheme particulars conformemente modificato.</p>	<p>richieste di chiarimenti o modifiche.</p> <p>Le altre modifiche non necessitano della approvazione della COB, e quindi operano in via immediata.</p> <p>Ogni modifica deve comunque essere comunicata alla COB.</p>
--	--	--	--	--

L' aggiornamento occasionale soggetto a preventivo controllo riguarda modifiche di altra natura che dovessero interessare la Parte I del prospetto (ad esempio, inserimento di un nuovo fondo, variazione della politica di investimento o delle modalità di svolgimento del rapporto contrattuale), il cui contenuto informativo, presentando margini di discrezionalità, è opportuno sottoporre ad un preventivo controllo. In occasione di tale modifiche, si procederà all'aggiornamento del prospetto, con procedure analoghe a quelle attualmente previste (con rilascio quindi del nulla-osta alla sostituzione del documento interessato dalla modifica con il nuovo documento aggiornato).

Per quanto concerne la documentazione posta a disposizione su richiesta, i documenti contabili ed il regolamento di gestione modificato per un profilo che non comporti una variazione della Parte I del prospetto devono essere trasmessi alla Consob contestualmente alla messa a disposizione del pubblico.

La diffusione del regolamento di gestione modificato per un profilo che comporti invece la variazione della Parte I del prospetto è subordinata all'approvazione e diffusione della Parte I del prospetto.

In ordine al documento sui soggetti coinvolti nell'operazione, da trasmettere unitamente alle convenzioni sottostanti eventualmente modificate, la Consob dovrebbe avere 15 giorni per esprimere valutazioni o osservazioni. Tale termine consente alle società di procedere all'inserimento di nuovi collocatori in termini estremamente rapidi.

#### 4.4.2 Informativa da inviare periodicamente ai partecipanti ai fondi

E' opportuno che un'informativa analoga a quella contenuta nella Parte II del prospetto sia semestralmente inviata ai partecipanti ai fondi, in modo da rendicontarli periodicamente sull'andamento dell'investimento. Tale previsione andrebbe ad integrare l'informativa a favore dei partecipanti prevista dall'art. 62, comma 4 del regolamento concernente la disciplina degli intermediari, approvato con delibera Consob n. 11522 del 1°.7.1998.

Un obbligo di tal genere non comporterebbe costi rilevanti per le società, gran parte delle quali inviano, di propria iniziativa, documentazione analoga alla clientela, con frequenza trimestrale o semestrale. Inoltre, la diffusione della Parte II del prospetto potrebbe determinare una riduzione delle richieste di inoltro dei documenti contabili del fondo.

Tale invio potrebbe essere utilizzato anche per comunicare le modifiche al regolamento di gestione intervenute (per le quali già attualmente si prevede in via di prassi la comunicazione individuale ai partecipanti, se particolarmente rilevanti) nonchè i nuovi fondi operanti nell'ambito di sistemi prospettati unitariamente, garantendo in tal modo la continuità informativa sull'investimento.

## 5. Modalità di pubblicazione del prospetto

### 5.1 Testo Unico

Non vi sono profili peculiari rispetto a quanto riportato al par. 6.1 della Parte I della presente relazione.

### 5.2 Disposizioni vigenti



Non vi sono profili peculiari rispetto a quanto riportato al par. 6.2 della Parte I della presente relazione.

### 5.3 Normativa estera e comunitaria

Si rinvia alla tabella riportata alla pagina successiva.

### 5.4 Considerazioni e proposte regolamentari

Si rinvia al par. 6.4, punti 6.4.1 e 6.4.4, della Parte I della presente relazione, per quanto concerne la procedura di deposito del prospetto e la data di validità del nulla-osta.

Circa le modalità di pubblicazione del prospetto, si propone di mantenere l'obbligo di consegna del documento di offerta ai soggetti sollecitati. Ciò in connessione alla circostanza che il rapporto che si instaura a seguito della sottoscrizione è destinato a perdurare nel tempo e a dare origine ad ulteriori operazioni (rimborsi, switches). Di tal che si ritiene opportuno ed utile che il sottoscrittore disponga di un documento cui poter fare riferimento per l'intera durata della sua partecipazione al fondo.

Considerato che per gli OICR e i fondi pensione verrebbe mantenuto il principio della consegna del prospetto, non si ritiene necessaria la pubblicazione dell'avviso di avvenuto deposito dello stesso. Si ritiene peraltro opportuna una comunicazione alla Consob che confermi l'inizio di operatività del prodotto.

Pertanto, la pubblicazione del prospetto avverrà mediante deposito presso l'Archivio-Consob del documento approvato dalla Commissione e consegna ai risparmiatori di copia a stampa, conforme al modello depositato. La sottoscrizione avverrà sulla base della scheda di adesione, posta in allegato al prospetto informativo.

Sembra inoltre opportuno precisare che copia del prospetto informativo deve essere rilasciata gratuitamente dalla società di gestione ovvero dai soggetti collocatori a chiunque ne faccia richiesta.

Per quanto attiene alle vendite a distanza, si ribadisce l'esigenza di mantenere fermo i principi della forma scritta e della consegna del prospetto, quanto meno nella forma della disponibilità del documento da parte dell'investitore su supporto duraturo.

#### MODALITA' DI PUBBLICAZIONE DELLE INFORMAZIONI

	USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
MODALITA' DI PUBBLICAZIONE DELLE INFORMAZIONI	<p>A scelta dell'investitore è consegnato il profile ovvero il prospetto.</p> <p>Qualora gli investitori richiedano la consegna di documenti ulteriori (il prospetto, nel caso di ricezione del profile, oppure lo Statement of Additional Information e i documenti contabili periodici, nel caso di ricezione del prospetto) prima di effettuare l'investimento, questi devono essere inviati entro 3 giorni lavorativi dalla ricezione della richiesta.</p> <p>Il sottoscrittore in base al profile riceverà in ogni caso il prospetto con la lettera di</p>	<p>La direttiva n. 85/611 impone che il prospetto, unitamente alle relazioni annuale e semestrale dell'OICVM, sia consegnato gratuitamente al sottoscrittore prima della conclusione del contratto. I documenti contabili, a disposizione del pubblico nei luoghi indicati nel prospetto, devono essere trasmessi gratuitamente ai partecipanti che ne facciano richiesta.</p> <p>Con la proposta di modifica della direttiva, l'obbligo di consegna al sottoscrittore prima della conclusione del</p>	<p>In sede di sottoscrizione è prevista la consegna dello scheme particulars, unitamente ad una copia dell'ultimo rendiconto annuale e della relazione semestrale (qualora più aggiornata del rendiconto).</p> <p>Relativamente al key features, viene prevista la consegna prima della sottoscrizione. Sullo stesso sono inoltre evidenziati gli ulteriori documenti informativi</p>	<p>La note d'information e i documenti contabili periodici devono essere tenuti a disposizione del pubblico con modalità tali da consentire un "accesso comodo".</p> <p>Per la fiche, invece, deve essere garantita una messa a disposizione "sistematica" (essenzialmente presso i soggetti incaricati del collocamento) e, in ogni caso, la stessa deve essere consegnata prima della sottoscrizione.</p>

	<p>conferma dell'investimento.</p> <p>I documenti contabili periodici sono spediti ai partecipanti registrati entro 60 giorni dalla chiusura del periodo di riferimento.</p>	<p>contratto viene riferito non più al prospetto completo ma al solo prospetto semplificato. Il prospetto completo e le relazioni annuali e semestrali sono meramente messi a disposizione, gratuitamente, del sottoscrittore su sua richiesta.</p>	<p>disponibili (scheme particulars e documenti contabili periodici) ed i soggetti a cui richiederli.</p> <p>I documenti contabili periodici, a disposizione del pubblico presso il gestore ed il trustee, sono spediti gratuitamente ad ogni intestatario delle quote e, su richiesta, ad ogni possessore di quote al portatore.</p>	
--	--	---	--	--

L'utilizzo di tecniche a distanza potrebbe inoltre essere consentito, prescindendo dalla forma scritta, per le operazioni disposte dal partecipante nell'ambito del rapporto contrattuale già concluso (ad esempio, per rimborsi, versamenti successivi, switches). Infatti, in tali casi, le manifestazioni di volontà del partecipante non hanno natura contrattuale, ma costituiscono esercizio di facoltà espressamente previste nel contratto a suo tempo stipulato. Nè sussistono, in tali casi, particolari esigenze informative, in ragione del flusso costante di dati e notizie che la società di gestione, secondo quanto già esposto nel precedente punto 4.4.2, rivolgerebbe ai partecipanti ai propri fondi.

## **6. Attività pubblicitaria**

### **6.1 Testo Unico**

Si rinvia a quanto rappresentato in materia di annunci pubblicitari al par. 9.1 della Parte I della presente relazione. La previsione di cui all'art. 95, comma 1, lett. b) del T.U.F. non appare invece rilevante per le offerte di cui alla presente Parte II.

### **6.2 Disposizioni vigenti**

Si rinvia a quanto esposto, con riguardo all'art. 1/18-quinquies della legge n. 216/1974 ed al relativo regolamento attuativo, al par. 9.2 della Parte I della presente relazione.

### **6.3 Normativa comunitaria e estera**

Si rinvia alla tabella riportata alle pagine successive.

### **6.4 Considerazioni e proposte regolamentari**

Secondo quanto già esposto al par. 9.4 della Parte I della presente relazione, si ritiene che l'attuale normativa regolamentare possa essere mantenuta, con opportune semplificazioni, nelle sue linee generali.

Per quanto attiene specificamente alle offerte di cui alla presente Parte II, si ritiene peraltro opportuno introdurre, in relazione all'esperienza maturata, alcune modifiche in materia di: rappresentazione dei rendimenti, periodo di validità dell'autorizzazione a diffondere i singoli annunci pubblicitari; ampliamento della categoria di annunci la cui pubblicazione è consentita senza preventiva autorizzazione Consob (categoria attualmente prevista all'art. 10, comma 3, del regolamento vigente).

Relativamente al primo aspetto, si ravvisa l'opportunità, considerata la capacità persuasiva di tali informazioni, di fornire linee guida per una rappresentazione corretta ed esaustiva del profilo rischio-rendimento dei prodotti pubblicizzati.

#### ANNUNCI PUBBLICITARI

	USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
ANNUNCI PUBBLICITARI	<p>Principio generale è che ogni tipo di annuncio pubblicitario deve proporre contenuti corretti.</p> <p>Il Securities Act vieta la promozione e vendita di prodotti finanziari prima della registrazione del prospetto. La definizione di prospetto è peraltro molto ampia, essendo compreso anche ogni tipo di pubblicità.</p> <p>Da tale nozione sono comunque esclusi taluni annunci pubblicitari, i cui contenuti sono limitati ad un elenco di notizie fissate nelle rules SEC. In tali annunci non sono ammesse le performances ed è richiesto un richiamo al prospetto. Non rilevano anche le pubblicità che descrivono in via generale la natura ed il funzionamento dei fondi o le tipologie di prodotti presenti sul mercato.</p>	<p>La direttiva si limita a stabilire che ogni pubblicità che contenga un invito all'acquisto di quote di un OICVM deve indicare l'esistenza di un prospetto ed i luoghi in cui il pubblico lo può ottenere.</p> <p>Nel disciplinare la commercializzazione di quote di OICVM nel territorio dell'Unione, la direttiva precisa altresì che l'OICVM può fare pubblicità nello Stato di commercializzazione, purchè siano rispettate le regole che in materia di pubblicità vigono in tale Stato.</p>	<p>In materia di pubblicità, i mutual funds sono sottoposti alla generale disciplina contenuta nella section 57 del Financial Services Act. Per la relativa illustrazione, si rinvia quindi alla tabella relativa all'"Investment Advertisement" delle offerte pubbliche nel Regno Unito (cfr. par. 9.3, Parte I).</p> <p>In aggiunta, è prevista l'applicazione di regole della Financial Services Authority. In particolare, l'annuncio deve: non essere fuorviante; contenere dei "risk warnings"; riportare le performances su un arco di almeno cinque anni; essere verificato dal trustee per quanto attiene alla sua conformità alla disciplina di riferimento.</p>	<p>In via legislativa, è previsto che la COB definisca le condizioni attraverso le quali gli OICVM possono fare pubblicità. In via regolamentare, la COB ha previsto il proprio potere di richiedere la trasmissione dei documenti diffusi da un OICVM nonchè di imporne la modifica.</p> <p>Nell'ambito della complessiva attività di vigilanza svolta a campione sui fondi, la COB procede anche all'esame della pubblicità da essi diffusa. Inoltre, la COB ha stimolato le organizzazioni professionali ad emanare principi di autoregolamentazione in materia pubblicitaria, con particolare riguardo al profilo delle performances. La violazione di tali principi da parte della società di gestione è valutata dalla COB in sede di vigilanza.</p>

	USA	NORMATIVA COMUNITARIA	REGNO UNITO	FRANCIA
ANNUNCI PUBBLICITARI	<p>Gli annunci che rimangono al di fuori delle suddette categorie devono: essere riferiti a società di gestione regolarmente registrate; contenere informazioni la cui sostanza è inclusa nel prospetto; indicare i soggetti presso i quali è possibile ottenere il prospetto; fornire i dati sulla performance del fondo in conformità ai criteri fissati dalla SEC.</p> <p>Gli annunci di cui sopra sono considerati registrati presso la SEC se registrati presso un'Associazione professionale riconosciuta a norma del Securities Exchange Act, che abbia fissato standards per la realizzazione di iniziative pubblicitarie da parte degli associati e che abbia posto in essere procedure di controllo di tali iniziative. Nella prassi la registrazione avviene presso la NASD, l'organismo di autoregolamentazione dei brokers e dei dealers.</p>			

A tal fine si potrebbe consentire la pubblicizzazione di rendimenti solo a condizione che la loro rappresentazione sia coincidente con quanto riportato nel prospetto informativo. In tal modo si fornirebbe al pubblico una rappresentazione corretta ed esaustiva, in quanto verrebbero indicati i rendimenti conseguiti per un periodo sufficientemente lungo (10 anni) e con riferimenti anche al livello di rischio. Inoltre, adottando uno standard comune per tutti i soggetti, i dati risulterebbero facilmente confrontabili. Infine, l'adozione di tale impostazione consentirebbe una semplificazione delle istruttorie, venendo meno la necessità di una valutazione caso per caso delle informazioni proposte.

Per quanto attiene al secondo aspetto, l'esperienza sin qui maturata sulle iniziative concernenti i fondi aperti, ha evidenziato la necessità, in ragione del carattere continuativo delle relative offerte, di individuare l'ambito temporale di validità del materiale pubblicitario autorizzato. In tal senso, si ravvisa l'opportunità di fissare il principio per cui la diffusione del materiale pubblicitario è consentita fino a quando non intervengano modifiche dei dati e delle notizie ivi contenuti.

Infine, con riguardo alle previsioni dell'art. 10, comma 3, dell'attuale regolamento, si ritiene possibile ampliare la categoria di annunci la cui pubblicazione, in ragione dei relativi contenuti, non è soggetta a preventiva autorizzazione Consob. Si potrebbe infatti integrare questa categoria con la previsione secondo la quale gli annunci pubblicitari che riportino l'esposizione di argomenti già trattati all'interno del prospetto non necessitano di preventiva autorizzazione, a condizione che tali argomenti vengano illustrati, per quanto riguarda i termini utilizzati e la completezza dell'informazione, in modo assolutamente identico al prospetto.

## **7. Riconoscimento reciproco**

### 7.1 Testo Unico

L'offerta in Italia di quote di OICVM rientranti nel campo di applicazione delle direttive 85/611/CEE e 88/220/CEE (ccdd. organismi "armonizzati"), è disciplinata dall'art. 42 del T.U.F.. La nuova normativa non importa significative novità rispetto alla disciplina vigente di cui all'art. 10-bis della legge n. 77/1983 per quanto attiene alle competenze della Consob e della Banca d'Italia, fatta salva la circostanza per cui il procedimento non è più imperniato sul Ministero del tesoro, quale autorità che centralizza presso di sé le verifiche attribuite alla Consob ed alla Banca d'Italia.

### 7.2 Disposizioni vigenti

Per effetto dell'art. 42 e del provvedimento attuativo emanato dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, il 1°.7.1998, l'offerta di quote di OICVM "armonizzati" è subordinata all'instaurazione di un procedimento amministrativo attivato dal soggetto istante attraverso una comunicazione alla Consob ed una alla Banca d'Italia. Il procedimento, disciplinato dalla Banca d'Italia, ha mantenuto gli stessi termini previsti dalla disciplina previgente. Pertanto, decorsi due mesi dalla comunicazione, può avere inizio l'offerta, a meno che il termine non sia stato interrotto dalla Consob o dalla Banca d'Italia per formulare rilievi o richieste di chiarimenti.

L'art. 42 del T.U.F. non ha modificato le competenze della Banca d'Italia (verifica del modulo organizzativo posto in essere dall'OICVM per assicurare l'esercizio dei diritti patrimoniali dei partecipanti in Italia) nè quelle della Consob (verifica delle informazioni e dei documenti destinati al pubblico e controllo delle relative modalità di diffusione).

Per quanto attiene ai profili dell'informazione, è attualmente vigente il regolamento Consob n. 6426/1992, che disciplina le modalità di pubblicazione del prospetto e di aggiornamento dello stesso, nonché le modalità di diffusione degli altri documenti e delle informazioni che l'OICVM è tenuto a diffondere in Italia. Si rammenta che il prospetto informativo è costituito dal prospetto approvato dalla competente autorità estera, corredato di un documento integrativo, approvato dalla Consob, che racchiude le informazioni specificamente attinenti alla commercializzazione delle quote in Italia (modalità di sottoscrizione e rimborso, oneri, regime fiscale, banca corrispondente e soggetti collocatori).

### 7.3 Normativa estera e comunitaria

La direttiva n. 85/611 stabilisce il principio secondo cui, per ciò che attiene al regime autorizzatorio e alla struttura, agli obblighi di informazione ed al controllo, gli OICVM sono sottoposti alla disciplina dello Stato membro in cui essi sono situati. E' invece previsto che l'OICVM che intenda commercializzare le proprie quote in uno Stato membro diverso da quello in cui è situato, è tenuto ad osservare le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative vigenti in tale Stato ed attinenti ad aspetti relativi all'operatività degli OICVM non contemplati dalla direttiva (essenzialmente gli aspetti relativi alla commercializzazione delle quote). In tal caso, l'OICVM deve altresì adottare le misure necessarie affinché i pagamenti ai partecipanti, il riacquisto o rimborso delle quote e la diffusione delle informazioni siano assicurati nello Stato dei partecipanti.

La normativa comunitaria stabilisce che l'OICVM, che intenda commercializzare le proprie quote in uno Stato membro diverso da quello in cui è situato, è tenuto ad una serie di adempimenti nei confronti delle Autorità dell'altro Stato membro (informativa sull'intenzione di collocare e sulle relative modalità di commercializzazione, inoltre di un "attestato" delle Autorità dello Stato membro di origine, del regolamento, del prospetto, delle relazioni periodiche del fondo). E che, decorsi due mesi dall'assolvimento di tali obblighi, l'OICVM può iniziare la commercializzazione delle sue quote, a meno che le Autorità dello Stato membro in questione non abbiano adottato un motivato provvedimento in senso contrario.

Non si ritiene di procedere ad una disamina delle normative estere, in quanto meramente attuative della disciplina comunitaria.

#### 7.4 Considerazioni e proposte regolamentari

La Consob, ai sensi dell'art. 42 del T.U.F., è chiamata ad emanare disposizioni regolamentari, sulle quali la Banca d'Italia deve rilasciare un proprio parere, aventi ad oggetto le informazioni da fornire al pubblico nell'ambito della commercializzazione delle quote in Italia nonché le modalità con cui devono essere resi pubblici il prezzo di emissione o di vendita, di riacquisto o di rimborso delle stesse quote.

Disposizioni analoghe a quelle emanate si rinvengono, come accennato, all'interno del citato regolamento n. 6426/1992 le cui previsioni non subiranno sostanziali modifiche. Ciononostante, la prossima attività regolamentare potrebbe costituire l'occasione per semplificare il documento integrativo utilizzando, nei limiti del possibile, le stesse soluzioni prescelte per i fondi di diritto nazionale (ad esempio, con riguardo ai temi delle agevolazioni finanziarie e dei soggetti collocatori) nonché per disciplinare, attraverso l'integrazione di specifiche disposizioni, gli aspetti affrontati fino ad oggi esclusivamente in via di prassi, (ad esempio, previsione dell'esenzione dalla pubblicazione del prospetto informativo nella ipotesi di offerta riservata ai soli investitori istituzionali; previsione di un foglio provvisorio di aggiornamento per l'introduzione tempestiva di modifiche, articolazione di una disciplina per l'informazione da rendere ai partecipanti in occasione del verificarsi di eventi di rilievo).

### **8. Obblighi Informativi**

#### 8.1 Testo Unico

Non vi sono profili peculiari rispetto a quanto rappresentato al par. 11.1 della Parte I della presente relazione.

#### 8.2 Disposizioni vigenti

Non vi sono profili peculiari rispetto a quanto rappresentato al par. 11.2 della Parte I della presente relazione.

#### 8.3 Normativa comunitaria e estera

A livello comunitario, occorre fare riferimento alla direttiva n. 85/611 la quale, peraltro, non contiene elementi utili per la disciplina della materia oggetto del presente capitolo. La norma comunitaria, infatti, non prevede obblighi particolari a carico degli OIC concernenti la comunicazione di notizie e documenti alle autorità di vigilanza.

Analogamente, non sono rinvenibili spunti nelle legislazioni estere. Queste ultime, infatti, contrariamente all'esperienza italiana, non presentano la suddivisione dei controlli sugli OICR fra più autorità, a seconda che la vigilanza riguardi la stabilità patrimoniale e il rispetto delle regole di investimento ovvero la trasparenza. Conseguentemente, non sono individuabili specifici poteri attribuiti in materia di trasparenza, essendo l'attività di vigilanza volta a coprire unitariamente tutti gli aspetti.

#### 8.4 Considerazioni e proposte regolamentari

La SGR, in quanto soggetto emittente le quote dei fondi, risulta sottoposta ai poteri di cui agli artt. 114, commi 3 e 4, e 115 del T.U.F. per effetto della previsione di cui all'art. 97, comma 1.

Per quanto attiene agli altri soggetti indicati all'art. 95, comma 2, si rinvia alle proposte formulate al par. 11.4 della Parte I della presente relazione.

Le particolari caratteristiche delle offerte di cui alla presente Parte, sia per quanto concerne gli strumenti finanziari offerti che per le modalità di svolgimento dell'offerta (offerta continuativa), portano a disciplinare gli obblighi informativi in capo ai soggetti emittenti in modo differente da quanto previsto nel regolamento n.

11520 del 1°7.1998. Rimane comunque ferma la finalità dell'imposizione di tali obblighi che, come del resto enunciato all'interno dell'art. 115 del T.U.F., consiste nella verifica della correttezza delle informazioni fornite al pubblico e, quindi, sostanzialmente, del contenuto del prospetto informativo consegnato al sottoscrittore e delle altre informazioni tenute a sua disposizione.

A tal fine appare necessario (e sufficiente) chiedere ai soggetti in questione la comunicazione della seguente documentazione:

- a) verbale dell'assemblea ordinaria di approvazione del bilancio annuale;
  - b) documentazione relativa all'assemblea straordinaria di approvazione di progetti di fusione;
  - c) convenzioni stipulate dal soggetto emittente con la banca depositaria, con i soggetti collocatori, con eventuali soggetti delegatari di attività di gestione e con soggetti incaricati della negoziazione dei titoli oggetto di compravendita;
  - d) il regolamento di gestione dei fondi;
  - e) relazione semestrale e rendiconto annuale dei patrimoni gestiti.
- a) Verbale dell'assemblea ordinaria di approvazione del bilancio annuale

La trasmissione del verbale dell'assemblea di approvazione del bilancio costituisce un obbligo già attualmente prescritto dall'art. 1/4 della legge n. 216/1974. Tale norma, infatti, impone alle società di trasmettere sia (in via preventiva) la bozza di bilancio che (successivamente all'approvazione) la versione definitiva dello stesso.

Ai fini di vigilanza che qui interessano non appare necessaria la trasmissione preventiva della bozza di bilancio, essendo sufficiente acquisire la versione approvata dall'assemblea. Nel caso di specie, infatti, l'attività di vigilanza della Consob non è assimilabile a quella svolta nei confronti di soggetti quotati a tutela degli azionisti della società. Non esiste, dunque, l'eventualità di interventi della Consob atti a consentire un'adeguata informazione degli azionisti prima dell'approvazione del bilancio.

L'acquisizione del bilancio di esercizio, pur non necessariamente contenendo elementi direttamente connessi al contenuto del prospetto informativo, appare comunque utile per la conoscenza delle vicende economico-patrimoniali della società e dell'attività di gestione da essa svolta.

Per quanto riguarda i termini di invio, la disciplina attualmente in vigore (30 gg. dall'assemblea) appare congrua.

- b) Documentazione relativa all'assemblea straordinaria di approvazione di progetti di fusione

Anche per la documentazione in argomento la normativa vigente ne prescrive l'invio alla Consob sia in via preventiva che successiva. Si ritiene che la conoscenza, anche in via preventiva, dei progetti di fusione assuma particolare rilevanza al fine di approntare con la dovuta tempestività l'informativa sia nei confronti di coloro i quali già partecipano ai fondi che dei potenziali sottoscrittori.

Per quanto riguarda le modalità ed i termini di invio, la disciplina attualmente vigente (45 gg. prima dell'assemblea per l'invio della proposta e 30 gg. dall'assemblea per l'invio del verbale) appare congrua.

- c) Convenzioni stipulate dal soggetto emittente con la banca depositaria, con i soggetti collocatori, con eventuali soggetti delegatari di attività di gestione e con soggetti incaricati della negoziazione dei titoli oggetto di compravendita

La documentazione di cui al presente punto non è attualmente trasmessa da parte dei soggetti vigilati. Si ritiene peraltro che la sua acquisizione sia necessaria al fine di verificare che le modalità di partecipazione (procedure di sottoscrizione, rimborso, switch ecc.) e la struttura di gestione delle attività del fondo esposte all'interno del prospetto informativo siano coerenti con le convenzioni stipulate dal soggetto emittente con i soggetti che intervengono nell'operazione (banca depositaria, soggetti collocatori e delegatari alla gestione). Per quanto attiene alla convenzione con i soggetti negozianti, all'interno della stessa potrebbero desumersi elementi utili al fine di verificare, ad esempio, le informazioni inerenti le cosiddette "soft commissions", ovvero la retrocessione di parte delle commissioni di negoziazione.

Per quanto riguarda le modalità ed i termini di inoltro, si ritiene che le convenzioni dovrebbero essere inviate in occasione della prima istruttoria e le successive modifiche entro quindici giorni dalla relativa definizione contrattuale o, comunque, in occasione della presentazione di nuove istruttorie concernenti i prospetti informativi.

#### d) Regolamento di gestione dei fondi

Attualmente il regolamento di gestione costituisce un'appendice del prospetto informativo. Nella struttura proposta con la presente relazione il regolamento non farà più parte del prospetto ma costituirà un documento a parte, messo a disposizione del sottoscrittore. Il suo invio alla Consob, pertanto, dovrà essere espressamente richiesto in occasione della presentazione del prospetto informativo e di suoi aggiornamenti dovuti a modifiche regolamentari. Andrà comunque segnalata ogni modifica del regolamento di gestione che non comporti un aggiornamento del prospetto entro trenta giorni dall'approvazione da parte della Banca d'Italia.

#### e) Relazione semestrale e rendiconto annuale dei fondi gestiti

L'invio di tale documentazione è attualmente previsto al fine di aggiornare i prospetti depositati presso l'archivio Consob. Secondo l'attuale struttura del prospetto, infatti, la documentazione contabile costituisce allegato dello stesso.

In considerazione del fatto che la futura struttura del prospetto informativo, così come proposta nella presente relazione, non contemplerà quale allegato la documentazione contabile, la trasmissione del rendiconto annuale e della relazione semestrale dovrà essere richiesta ai sensi dell'art. 115 del T.U.F.. Tale documentazione, infatti, è necessaria al fine di verificare la correttezza dell'informativa contenuta nel prospetto, soprattutto in considerazione dei nuovi contenuti che si vogliono attribuire allo stesso in materia di rappresentazione delle performances e di composizione degli attivi.

Per quanto concerne i termini di inoltro, si ritiene congrua la trasmissione dei documenti entro quindici giorni dalla loro approvazione.

Un ulteriore flusso informativo concernente i soggetti vigilati ed i prodotti offerti deriva comunque dalle modalità di aggiornamento del documento di offerta (comprensivo del documento sui soggetti coinvolti nell'operazione). Secondo tali procedure, infatti, le società hanno l'obbligo di comunicare alla Consob tutte le modifiche inerenti il contenuto del prospetto informativo e dell'ulteriore documentazione posta a disposizione del pubblico.

Per quanto concerne il periodo di sottoposizione agli obblighi di trasmissione sopra descritti, trova applicazione l'art. 97, comma 1, lett. b) del T.U.F., secondo il quale i soggetti vigilati vi sono tenuti dalla data della comunicazione fino a un anno dalla conclusione della sollecitazione. Tale previsione porta ad escludere, per i soggetti gestori di fondi chiusi, la produzione di rendicontazioni contabili con riguardo al fondo, posto che quest'ultimo diviene operativo in un momento successivo alla chiusura della sollecitazione.

Occorre comunque tenere presente che i fondi chiusi, immobiliari e mobiliari, sono tenuti a chiedere l'ammissione a quotazione entro, rispettivamente, sei mesi e tre anni dalla chiusura dell'offerta. Una volta ammessi sarebbero quindi sottoposti agli obblighi informativi propri dei titoli quotati(38).

## **9. Casi di esenzione**

### 9.1 Testo Unico

Non vi sono profili peculiari rispetto a quanto riportato al par. 12.1 della Parte I della presente relazione.

### 9.2 Disposizioni vigenti

Non vi sono profili peculiari rispetto a quanto riportato al par. 12.2 della Parte I della presente relazione.

### 9.3 Normativa estera e comunitaria

Si rinvia a quanto riportato al par. 12.3 della Parte I della presente relazione. Si fa inoltre presente che nella direttiva n. 85/611 sugli OICVM di tipo aperto non è contemplata alcuna disciplina dei casi di esenzione.

### 9.4 Considerazioni e proposte regolamentari

Si rinvia a quanto riportato al par. 12.4 della Parte I della presente relazione.

---

NOTE:

1. Come diffusamente argomentato nel capitolo della presente relazione inerente ai contenuti del prospetto, la disclosure sull'emittente riportata nei prospetti relativi ad IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione ufficiale di strumenti finanziari sarà oggetto di revisione per tenere conto dell'esigenza degli investitori di disporre di informazioni sul valore dell'impresa, che consentano di formarsi un giudizio consapevole sull'investimento che si intende effettuare.
2. Si rammenta che, con riferimento alle IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione, il vigente regolamento Consob sul prospetto di ammissione prevede quale allegato da trasmettere alla domanda di nulla osta al relativo prospetto, non solo l'indicazione dell'intervallo di valori nell'ambito del quale si intende posizionare il prezzo di offerta delle azioni, ma altresì il documento elaborato a supporto della valutazione. Tale previsione è contenuta anche nel regolamento della Borsa Italiana S.p.A..
3. Al riguardo, si ritiene di fondamentale importanza responsabilizzare gli istanti in ordine alla presentazione di un prospetto completo e correttamente redatto, al fine di eliminare la prassi ora invalsa di trasmettere alla Consob documenti talmente carenti dal punto di vista informativo da comportare la necessità per gli uffici di formulare richieste di integrazioni e modifiche che si traducono di fatto in una sostanziale riscrittura del prospetto.
4. Qualora non sia presente un soggetto qualificabile come lead manager, la firma potrebbe essere apposta da colui che comunque si assume la responsabilità di sovrintendere alle operazioni di collocamento.
5. Il citato articolo dispone che "Nella prestazione del servizio di collocamento gli intermediari autorizzati si attengono alle disposizioni dettate dall'offerente o dal soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento al fine di assicurare l'uniformità delle procedure di offerta e del riparto".
6. In particolare: patrimonio immobiliare, analisi del business degli ultimi 5 anni, principali poste di bilancio e grandezze quantitative utili per apprezzare il trend gestionale degli ultimi 5 anni, commento andamento economico-finanziario degli ultimi 3 esercizi, informazioni relative ai procedimenti giudiziari pendenti, agli amministratori e dirigenti, schemi di stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario e prospetto delle variazioni del patrimonio netto relativi agli ultimi tre anni corredati da note esplicative, compensi agli amministratori, ecc.
7. Inoltre il form S3 può essere utilizzato solo per le seguenti operazioni:
  - le secondary offering se i titoli sono già quotati;
  - le secondary offering di azioni non quotate e le primary offering di azioni se il valore di mercato delle azioni già diffuse presso il pubblico è maggiore di 75 mln di \$;
  - le offerte di obbligazioni non convertibili purché almeno una agenzia di rating riconosciuta abbia emesso sui titoli offerti un rating che rientri almeno nelle prime quattro classi.
8. Trattasi in particolare della previsione per via regolamentare di una Key Information, nella quale si può ricomprendere, oltre alla standardizzazione dei contenuti minimali delle tavole comparative dei dati economici e patrimoniali, anche la descrizione dei risk factors, l'analisi della redditività in rapporto ai più significativi settori di attività, la descrizione delle più importanti variabili macroeconomiche e microeconomiche che condizionano l'attività dell'emittente, l'aggiornamento dei dati sull'indebitamento finanziario netto, maggiori dettagli sulla destinazione dei mezzi finanziari raccolti con l'offerta pubblica da parte dell'emittente, una descrizione dei principali fattori che hanno caratterizzato la redditività dell'emittente nel periodo al quale si riferiscono i dati economici presentati nel prospetto, l'evidenza di eventuali significative operazioni effettuate con parti correlate, il miglioramento delle informazioni previsionali.



9. Si evidenzia che approfondite analisi necessiterebbero - quanto meno nei prospetti di IPO - sia la "segment information" che l' "analisi di sensitività", intesa quale analisi dei rischi di mercato, ivi incluse le perdite potenziali connesse con l'attività in derivati.

10. Si ritiene che i contenuti degli schemi ripartiti per settore merceologico di appartenenza degli emittenti potrebbero essere stabiliti con successive apposite Istruzioni.

11. Cfr. comunicazione Consob DIS/RM/97003601 del 17 aprile 1997.

12. Cfr. comunicazione Consob n. DAC/RM/95002402 del 24.3.1995.

13. L'emittente potrebbe per esempio ritenere opportuno estendere l'ambito temporale della serie storica del fatturato per considerare la specificità di eventuali cicli economici settoriali più ampi dei tre anni previsti in via generale.

14. In tali operazioni il procedimento di determinazione del prezzo si articolava come di seguito rappresentato:

- il prospetto informativo non riportava alcuna indicazione puntuale in ordine a detto prezzo, ma precisava soltanto le modalità e la tempistica di individuazione dello stesso;

- entro il giorno precedente l'inizio dell'offerta veniva reso noto, mediante pubblicazione di un apposito avviso integrativo, il prezzo massimo di collocamento;

- al termine del periodo di offerta si determinava il prezzo definitivo di offerta (a sua volta comunicato al pubblico mediante apposito avviso). Detto prezzo definitivo era il minore tra:

- il prezzo ufficiale di quotazione del titolo nell'ultimo giorno di offerta;

- il prezzo istituzionale;

- il prezzo massimo.

Peraltro, con riferimento all'offerta di azioni BNL, la Commissione ha di recente consentito che - ai fini della determinazione del prezzo definitivo - si prendessero in considerazione solo due parametri (prezzo massimo e prezzo istituzionale), con l'esclusione quindi di quello rappresentato dal prezzo ufficiale.

15. Per overallocation si intende quando i titoli, in assenza di adeguata domanda istituzionale, vengono collocati prevalentemente presso il pubblico ad un prezzo sopravvalutato, con il rischio di una sua sensibile riduzione all'apertura delle negoziazioni in quanto non sostenuto da adeguata domanda nell'after market.

16. A ben vedere il rischio di overallocation è comunque presente anche nella struttura attualmente adottata ove non è prevista una misura atta ad impedire la riallocazione di azioni inizialmente destinate all'offerta istituzionale presso quella retail.

17. Si rammenta che attualmente la procedura di determinazione del prezzo nelle IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione (in cui tradizionalmente vi è sempre una OPS) è la seguente:

- al momento della comunicazione ex art. 18 della legge n. 216/74 alla Consob, nel prospetto è riportato esclusivamente il prezzo minimo di offerta (che si sostanzia nel prezzo minimo deliberato dall'Assemblea straordinaria della società in relazione all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione);

- pochi giorni prima del rilascio del nulla osta da parte della Commissione, il Consiglio di amministrazione dell'emittente determina un range di prezzo minimo e massimo che viene indicato nel prospetto stesso;

- il prezzo definitivo viene comunicato, mediante apposito avviso integrativo, entro il giorno di inizio dell'offerta.

In tale ottica, qualora venga adottato il sistema dell'open price, ben potrebbe l'emittente limitarsi ad indicare nel prospetto informativo un intervallo di valori piuttosto ampio, provvedendo poi a rendere noto - con avviso integrativo da pubblicarsi entro il giorno di inizio dell'offerta pubblica - il range definitivo.

18. L'interpretazione riportata è stata suggerita dalla Commissione al fine di evitare che la presentazione di richieste di adesione per quantitativi artatamente "gonfiati" potesse di fatto alterare l'assegnazione dei titoli a ciascun collocatore.

19. La prassi operativa e l'analisi delle informazioni contenute nel prospetto ha posto in rilievo la differenza tra:

- revoca dell'offerta, configurabile qualora tra la data di pubblicazione della stessa e la data fissata per il relativo inizio si verificano circostanze straordinarie e/o eventi eccezionali così come previsti nella prassi internazionale (quali, ad esempio, gravi mutamenti nella situazione politica, economica, valutaria, finanziaria o normativa del mercato) tali da rendere pregiudizievole o sconsigliabile il proseguimento dell'operazione, ovvero - nel caso di IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione - non si raggiunga l'accordo su prezzo tra i proponenti e gli advisors;

- ritiro o decadenza dell'offerta, configurabile successivamente alla chiusura della stessa nel caso previsto dalla attuale normativa (accettazioni inferiori al quantitativo offerto).

20. "La revoca dell'offerta, se è fatta nella stessa forma dell'offerta o in forma equipollente, è efficace anche in confronto di chi non ne ha avuto notizia".

21. Infatti, se da una parte l'art. 1326 stabilisce che il contratto è concluso nel momento in cui chi ha fatto la proposta ha conoscenza dell'accettazione dell'altra parte (ossia, nel caso di offerte effettuate per il tramite di soggetti incaricati del collocamento, presumibilmente nel momento in cui la domanda di sottoscrizione è presentata o comunque perviene al collocatore), dall'altra l'art. 1328 fa dipendere la possibilità di revocare l'accettazione al fatto che detta revoca giunga a conoscenza del proponente prima dell'accettazione, ipotesi che - proprio in ragione della particolare struttura delle offerte pubbliche - appare difficilmente configurabile.

22. Il sistema descritto è stato utilizzato ad esempio nelle offerte di azioni ENI, Mediaset e AEM.

23. Sinteticamente, le caratteristiche di tale procedura possono essere così individuate:

- l'adesione all'offerta pubblica può avvenire sia mediante presentazione di apposita domanda (irrevocabile) durante il periodo di svolgimento dell'operazione, sia mediante conferimento, durante il periodo che precede l'offerta comunque individuato nel prospetto informativo, di un mandato speciale al collocatore perché presenti in nome e per conto del cliente domanda di adesione secondo le modalità ordinarie;

- nel mandato deve essere indicato il quantitativo di titoli che il mandante desidera acquistare, nonché il conseguente importo che lo stesso è disposto ad investire, computato sulla base del prezzo massimo dell'intervallo indicato nel prospetto informativo;

- il mandato può essere revocato, mediante comunicazione scritta, entro il giorno precedente l'inizio dell'offerta;

- in mancanza di revoca regolarmente comunicata il mandatario provvede ad eseguire l'incarico ricevuto al prezzo definitivo, predisponendo l'atto di adesione e presentando lo stesso durante il periodo di offerta;

- le domande di adesione predisposte sulla base del mandato si considerano tutte convenzionalmente presentate all'orario di apertura dell'offerta, indipendentemente dall'effettivo momento in cui materialmente i collocatori provvedono a presentarle nel corso della stessa.

Tale procedura dei mandati di acquisto è stata sempre utilizzata nell'ambito delle IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione, nelle quali il procedimento di determinazione del prezzo - così come rappresentato in precedenza - viene così articolato:

- indicazione, nel prospetto informativo, di un range di prezzo (minimo e massimo);

- comunicazione del prezzo definitivo, mediante apposito avviso integrativo, entro il giorno di inizio dell'offerta.

Per quanto riguarda le offerte di titoli già quotati, l'applicabilità del sistema in esame è stata sempre esclusa dalla circostanza che al momento della redazione del prospetto non è disponibile alcuna indicazione puntuale sul prezzo (il prezzo massimo viene infatti comunicato al pubblico entro il giorno di inizio dell'offerta), a parte il dato relativo all'andamento della quotazione del titolo nell'ultimo semestre.

24. Il vantaggio sopra indicato, così come fatto riportare espressamente nei prospetti informativi, non comporta peraltro la matematica assegnazione di almeno un lotto minimo, in quanto il numero di adesioni

presentate sulla base dei mandati potrebbe comunque superare il quantitativo di titoli assegnato a ciascun collocatore a seguito del riparto.

25. La casistica relativa al rilevante numero delle accettazioni è particolarmente numerosa, ricomprendendo le operazioni di privatizzazione e pressochè tutte le IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione.

26. Si pensi che, soprattutto nel caso delle IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione, l'eventuale annullamento dell'assegnazione irregolare e la successiva riallocazione dei titoli all'avente diritto (cioè al soggetto immediatamente successivo in ordine cronologico ovvero estratto a seguito di un ulteriore sorteggio) può essere fortemente condizionata dall'andamento del titolo.

27. Nel tentativo di ovviare, seppur parzialmente, agli inconvenienti riscontrati, gli uffici hanno ritenuto, nelle ultime operazioni esaminate, di richiedere l'inserimento nei prospetti informativi di esplicite indicazioni circa i tempi previsti per l'effettuazione dei controlli sulla regolarità del collocamento, nonché sulle conseguenze di eventuali doppie sottoscrizioni.

28. Tale previsione appare coerente con la nuova definizione del ruolo del lead manager/coordinatore dell'offerta pubblica.

29. Il collocatore di solito utilizza per l'inserimento dei dati relativi alle sottoscrizioni un procedimento elettronico in grado di verificare in tempo reale la presenza di due codici fiscali identici.

30. Si rileva che, nell'ambito delle competenze della Consob in materia (legate esclusivamente ai profili attinenti alla corretta effettuazione del riparto), si è cercato, con espresse richieste in tal senso, di rendere evidente nel prospetto informativo e nel modulo di adesione l'esistenza del divieto e le conseguenze della sua violazione.

31. La disamina relativa alle modalità ed ai contenuti della comunicazione relativa ai risultati dell'offerta dovrà altresì tener conto di quanto già previsto dalla normativa vigente con riferimento a specifiche operazioni (per es. aumenti di capitale).

32. Come si argomenta diffusamente nel prosieguo della presente relazione, la comunicazione dei dati riassuntivi in ordine agli esiti del collocamento privato consente al mercato - nei casi in cui il menzionato collocamento è direttamente connesso ad un'offerta pubblica (come di prassi avviene nelle IPO finalizzate all'ammissione alla quotazione) - di avere un'informativa completa sull'operazione complessiva. La conoscenza dei predetti dati appare ancor più rilevante in relazione alla prospettata ipotesi di introdurre il meccanismo dell'open price (cfr. par. 4.4.4).

33. Si rammenta che con il suddetto termine si intende la facoltà, concessa di solito dall'emittente o dagli azionisti dello stesso nell'ambito di una IPO finalizzata all'ammissione alla quotazione, di concedere ai membri del consorzio di collocamento privato un'opzione per l'acquisto - al prezzo di offerta - di un ulteriore quantitativo predeterminato di titoli della società, da collocare presso i destinatari dell'offerta istituzionale. Tale opzione di prassi può essere esercitata entro 30 giorni dalla data di inizio delle negoziazione dei titoli in questione.

34. Tale previsione andrà comunque coordinata con le eventuali nuove disposizioni concernenti le operazioni di stabilizzazione (cfr. par. 8.4), ferma restando l'opportunità di distinguere il profilo degli obblighi di correttezza da quello attinente alla necessità di accertare gli esiti complessivi di un'offerta globale.

35. La comunicazione in esame richiede, ad esempio, l'indicazione della ripartizione del valore della quota sottoscritta tra le diverse tipologie di investitori (famiglie, imprese non finanziarie, etc.. separatamente per residenti o non residenti); i nominativi degli assegnatari di quantitativi di titoli superiori al massimo previsto (ipotesi inapplicabile alle offerte pubbliche); il valore della quota residua presso ogni partecipante del consorzio etc..

36. L'acquisizione di tale dato sembra costituire un interessante indice, anche a fini statistici e di studio, del grado maggiore o minore di operatività di ciascun collocatore nell'ambito delle singole offerte pubbliche.

37. Nell'ottica rappresentata la comunicazione di che trattasi potrebbe essere esaminata, nell'ambito delle rispettive competenze, non solo dalla scrivente Divisione, ma altresì dalla Divisione Studi Economici e dalla Divisione Mercati.

38. Si fa presente che, con riferimento a recenti operazioni (a partire dalla offerta di azioni Lazio), la Commissione ha richiesto che l'avvertenza regolamentare fosse preceduta dalla ulteriore frase "Trattasi di investimento in capitale di rischio".

39. Si rammenta che - secondo le proposte formulate sul punto dagli uffici - l'avviso in questione, il cui schema dovrebbe comunque continuare ad essere contenuto nel regolamento con gli adattamenti dovuti alla modifica delle modalità di pubblicazione dell'offerta, non sarà più inserito tra gli allegati, ma inviato alla Consob contestualmente alla pubblicazione medesima.

40. Si fa presente che nella prassi, al fine di assicurare la contemporaneità dell'operazione in Italia e negli altri paesi interessati, la Commissione ha sempre derogato al disposto dell'art. 9, comma 1, lett. b), che prevede un termine di cinque giorni tra la pubblicazione dell'avviso e l'inizio dell'offerta, riducendo detto termine ad un solo giorno.

41. L'art. 1, comma 1, lett. v), del T.U. infatti, richiama il regolamento previsto dall'art. 100 ai fini dell'individuazione dei limiti suddetti.

42. La direttiva in questione non si applica alle "offerte di valori mobiliari offerti ad una cerchia ristretta di persone" o il cui prezzo di vendita dell'insieme dei valori mobiliari "non supera i 40.000 ECU".

43. Si pensi che alle offerte tradizionali di tipo cosiddetto "chiuso", aventi carattere episodico e di solito collegate all'effettuazione di aumenti di capitale riservati ai dipendenti, si è diffusa e spesso sostituita la concezione del piano "aperto", inteso come strumento permanente di investimento nei titoli della società di appartenenza (o della società controllante quest'ultima) a prezzi generalmente più convenienti di quelli di mercato e con un vincolo di inalienabilità (nel duplice scopo di fidelizzare il dipendente, incentivandolo ad accrescere i risultati economici della propria società, e di offrirgli un'opportunità di impiego del proprio risparmio).

44. La sopra menzionata interpretazione è stata suggerita anche dalla circostanza che un numero particolarmente elevato di offerte ai dipendenti vengono in genere promosse da società multinazionali con sede in uno Stato estero (di solito gli USA) e filiali in molti altri paesi.

45. Si rileva, peraltro, che l'attuale regolamento concernente la disciplina degli emittenti non contiene previsioni specifiche riguardanti i fondi chiusi mobiliari e immobiliari. Pertanto, si prospetta la necessità di apportarvi opportune e specifiche integrazioni.