

# CONSOB

## DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

### Attuazione del nuovo art. 100-bis del TUF

12 maggio 2006

**Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 25 maggio 2006 al seguente indirizzo:**

**CONSOB**  
**Divisione Intermediari**  
**Via Broletto, 7**  
**20121 MILANO**

**oppure all'indirizzo di posta elettronica: [consob@consob.it](mailto:consob@consob.it).**

### Premessa

L'art. 11, comma 1, lett. c), della l. n. 262/2005 (“Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”, c. d. “legge sul risparmio”) ha introdotto un nuovo art. 100-bis nel d.lgs. n. 58/1998 (TUF), del seguente tenore<sup>1</sup>:

*Art. 100-bis  
(Circolazione dei prodotti finanziari)*

*1. Nei casi di sollecitazione all'investimento di cui all'articolo 100, comma 1, lettera a)<sup>2</sup>, e di successiva circolazione in Italia di prodotti finanziari, anche emessi all'estero, gli investitori professionali che li trasferiscono, fermo restando quanto previsto ai sensi dell'articolo 21, rispondono della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali, per la durata di un anno dall'emissione. Resta fermo quanto stabilito dall'articolo 2412, secondo comma, del codice civile<sup>3</sup>.*

*2. Il comma 1 non si applica se l'intermediario consegna un documento informativo contenente le informazioni **stabilite dalla CONSOB** agli acquirenti che non siano investitori professionali, anche qualora la vendita avvenga su richiesta di questi ultimi. Spetta all'intermediario l'onere della prova di aver adempiuto agli obblighi indicati dal presente comma”.*

<sup>1</sup> Contestualmente, la l. n. 262/2005 ha previsto (art. 11, comma 1, lett. b) l'**abrogazione** del settimo comma dell'art. 2412 c.c., ai sensi del quale: “7. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche alle obbligazioni emesse all'estero da società italiane ovvero da loro controllate o controllanti, se negoziate nello Stato, nei limiti stabiliti con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze e del Ministro della giustizia, da adottare ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, su proposta della Commissione nazionale per le società e la borsa; in questo caso la negoziazione ad opera di investitori professionali nei confronti di soggetti diversi deve, a pena di nullità, avvenire mediante consegna di un prospetto informativo contenente le informazioni stabilite dalla Commissione nazionale per le società e la borsa, anche quando la vendita avvenga su richiesta dell'acquirente”.

<sup>2</sup> Sono le sollecitazioni esonerate da prospetto in quanto “rivolte ai soli investitori professionali”.

<sup>3</sup> Il limite all'emissione di obbligazioni previsto dal primo comma dell'art. 2412 c.c. (il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato) “può essere superato se le obbligazioni emesse **in eccedenza** sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.”

Ai sensi della riferita norma, quindi, dinnanzi a prodotti “non prospettati”, gli investitori professionali che li hanno acquistati hanno dinnanzi a sé, essenzialmente, quattro strade:

1. rivendere i titoli ad altri investitori professionali;
2. tenere in portafoglio i titoli per almeno un anno prima di rivenderli agli investitori *retail* (*holding period*);

ovvero, se decidono di rivenderli a investitori *retail* prima di un anno dall’emissione:

3. rispondere della solvenza dell’emittente;
4. in alternativa a quanto *sub* 3) consegnare ai clienti un documento informativo.

Alla CONSOB è demandato di fissare le informazioni da riportare nel documento informativo, la cui consegna fa venir meno la garanzia di solvenza dell’emittente in capo all’investitore professionale.

Tuttavia, al fine di meglio motivare ed inquadrare le scelte che si sottopongono con il presente “*Documento di consultazione*” sui profili demandati all’attuazione CONSOB, è imprescindibile tratteggiare la cornice di riferimento entro la quale, a giudizio della Commissione, l’individuato contenuto del documento informativo si inserisce.

Tale cornice costituisce infatti il presupposto logico-giuridico delle scelte effettuate: pertanto, a fini di trasparenza del processo di formazione delle regole, si ritiene utile far precedere l’indicazione delle informazioni che il “documento informativo” deve riportare, dall’illustrazione di talune opzioni interpretative utilizzate nell’attuare l’art. 100-*bis* del TUF, al fine di raccogliere, anche su tali orientamenti logicamente preliminari, le osservazioni delle associazioni degli operatori, dei consumatori e di tutti gli altri soggetti interessati.

Va altresì fin da subito osservato che, nel tentativo di inquadrare la portata dell’art. 100-*bis*, si aprono all’interprete numerose scelte, il che è in particolare dovuto alla novità della disposizione, e alla difficoltà, sotto taluni aspetti, di garantirne la compatibilità con la disciplina comunitaria di riferimento.

In tale processo assume comunque una peculiare funzione di guida la constatazione che il legislatore ha dettato il nuovo art. 100-*bis* del TUF, all’indomani di casi, del recente passato, in cui titoli obbligazionari, emessi nel circuito degli *eurobond* ed offerti ad investitori professionali (come tali, non oggetto di un prospetto di sollecitazione depositato presso un’Autorità di vigilanza), sono stati messi a disposizione del pubblico *retail*, fin dalla stessa fase di *grey market*<sup>4</sup>, da parte di intermediari, e sono, successivamente andati in *default*, a fronte di crisi della società (e del gruppo) emittente.

Fermo restando che in quei casi è stato accertato che gli intermediari che hanno negoziato con la clientela non qualificata non hanno, in talune circostanze, adempiuto, alla propria regola di condotta (già presente nel sistema) di informare adeguatamente i clienti, il legislatore ha inteso fornire, con il nuovo art. 100-*bis*, una ulteriore regola in grado di contribuire ad accrescere, secondo le intenzioni, il livello dell’informativa dei risparmiatori.

---

<sup>4</sup> Intendendosi per tale il periodo che va dalla data di lancio dell’emissione a quella di primo regolamento.

## **1. Entrata in vigore dell'art. 100-bis, e condizioni della fattispecie.**

Ci si può chiedere se per operare il nuovo art. 100-bis occorra che (anche) la circolazione, a monte, fra i soli istituzionali, si sia avuta successivamente alla data di entrata in vigore della norma, ovvero “basti” che il trasferimento ai *retail* avvenga a seguito della piena efficacia dell'art. 100-bis.

Per quanto rimesso alla determinazione della Commissione, alla luce dalla *ratio* della normativa in esame, il presupposto, a monte, costituito dalla circolazione ai soli istituzionali, appare come una mera “condizione di fatto”, con la conseguenza di ritenere che l'art. 100-bis debba trovare applicazione ai trasferimenti agli investitori non qualificati avvenuti successivamente all'entrata in vigore della disposizione, anche se la relativa distribuzione riservata agli istituzionali si sia avuta prima della data di piena efficacia dell'art. 100-bis.

Momento rilevante e “sensibile” della fattispecie disegnata dall'art. 100-bis è infatti che titoli, già esonerati dalla pubblicazione di un prospetto perché destinati solo agli investitori qualificati, siano resi accessibili ai clienti *retail*.

## **2. I limiti temporali dell'obbligo di garanzia (o di consegna del documento informativo).**

La versione finale della norma in esame nella sua portata letterale dispone che la garanzia di solvenza nei confronti del risparmiatore *retail* si “estende” “*per la durata di un anno dall'emissione*”. Non sembra quindi possibile intendere l'obbligo di garanzia (o di consegna del documento informativo) esteso all'intera durata di vita del titolo.

Così, se la società X emette *bond* riservati a investitori professionali il 1° gennaio 2007 e l'investitore professionale decide di rivenderli ai *retail* prima del 31 dicembre 2007, risponderrebbe della solvenza dell'emittente comunque “solo” fino al 31 dicembre 2007.

## **3. I titoli cui si applica l'art. 100-bis.**

La norma, che pure letteralmente contempla i “*prodotti finanziari*” in genere e quindi, in linea astratta, tutte le diverse tipologie degli stessi, con il proprio incentrarsi sulla garanzia di “*solvenza dell'emittente*” e con il proprio espresso riferimento all'art. 2412 c.c. (riguardante le obbligazioni) pare riferita esclusivamente ai prodotti finanziari che rivestano la qualità di titoli di debito per l'emittente.

In tal senso depone anche la ragione e l'origine storica della norma volta a fornire una risposta ai problemi informativi posti da emissioni di titoli obbligazionari oggetto di un iniziale *private placement*, e quindi non accompagnati da un prospetto informativo, e resi immediatamente disponibili a clienti non qualificati, in assenza di un idoneo *set* di informazioni sulla natura e sui rischi dell'investimento.

La categoria “titoli di debito” è nota alla disciplina comunitaria, che la “contrappone”, in particolare, a quella di “titoli di capitale”, e allo stesso TUF, che, all'art. 1, comma 2, lett. b), menziona “*le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali*”.

Ai fini della determinazione dei confini della definizione “**titoli di debito**” (specie in contrapposizione a quella *titoli di capitale*, che evoca la tradizionale alterità azioni/obbligazioni) risulta centrale il criterio del “*contenuto*” del diritto che tali titoli riconoscono al titolare (e di converso di prestazione che l’emittente si impegna a fornire).

Al riguardo, può essere preliminarmente utile rammentare che ai sensi dell’art. 2483 del c.c. (in tema di s.r.l.) “*la società può emettere **titoli di debito**... La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del **prestito** e le modalità del **rimborso**...*”.

Già dalla richiamata disposizione pare possibile individuare una preliminare conclusione circa il fatto che tratti caratteristici della categoria sono quelli per i quali il portatore ha un diritto di *credito* nei confronti dell’emittente il quale ultimo è tenuto ad un vero e proprio *rimborso* a fronte di un *prestito* (un finanziamento) ricevuto (e “incorporato” nel titolo).

Il diritto al rimborso è tratto tipologico caratteristico anche, e più in specifico, delle **obbligazioni**, le quali sono espressamente individuate dal legislatore come una *species* del *genus* “**titoli di debito**”.

Acquista allora uno specifico valore orientativo, nel tracciare le linee della categoria titoli di debito, rammentare che (ex art. 2411 c.c.) il diritto degli obbligazionisti è, essenzialmente, alla *restituzione* del capitale, le cui modalità di “**rimborso**” compaiono nel contenuto essenziale del titolo (ex art. 2414, c.c. n. 4), accanto alla “*data di **rimborso del prestito***” (art. 2414, c.c. n. 6).

Peraltro, ad individuare i confini più ampi della **categoria titoli di debito** può contribuire l’art. 2411, c. 3, c.c., ai sensi del quale “*la disciplina ...[della sezione dedicata alle obbligazioni] si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del **rimborso del capitale all’andamento economico della società***”.

Ai fini che qui più rilevano, (individuare il minimo comun denominatore del *genus* “*titoli di debito*”) il citato comma 3 dell’art. 2411 può essere valorizzato per concludere che, ai sensi del codice civile, la disciplina dallo stesso recata con riguardo alle obbligazioni “propriamente dette”, in vero si applica (compreso in particolare l’art. 2412 c.c. cui fa rinvio l’art. 100-bis del TUF) anche a tutti quei titoli nei quali il titolare, vanta un **diritto al rimborso**, seppure nei tempi e nell’entità condizionato all’andamento economico della società.

Quest’ultima appare la *frontiera* del “titolo di debito” rispetto al “titolo di partecipazione” anche ai fini dell’art. 100-bis del TUF: il titolo è (ancora) di debito quando il titolare ha un vero e proprio **diritto al rimborso**, alla “restituzione”, seppure, al limite, condizionato all’andamento dell’impresa o ad altri parametri.

Gli indicati criteri forniscono anche una chiave di indirizzo con riguardo ai cc.dd. “titoli ibridi”, strumenti finanziari considerati dalla riforma del diritto societario, il cui contenuto è in parte rilevante rimesso all’autonomia statutaria degli emittenti, e che si possono collocare in uno dei tanti punti intermedi fra “obbligazioni” ed “azioni”. Un titolo può essere considerato, “di debito” ai fini dell’art. 100-bis del TUF, purchè “incorpori” un obbligo di rimborso ed anche “*a prescindere dall’eventuale attribuzione di diritti amministrativi*”<sup>5</sup> al titolare.

Certamente rientrano nella categoria rilevante ai fini dell’art. 100-bis anche le obbligazioni **strutturate**, comprese dallo stesso regolamento n. 809/2004/CE fra i titoli di debito (11°

---

<sup>5</sup> Il riferimento è tratto dalle disposizioni CICR del 19 luglio 2005 (e successive modifiche) in tema di strumenti finanziari di raccolta del risparmio emessi da soggetti diversi dalle banche.

considerando: “Alcuni **titoli di debito**, quali ad esempio le **obbligazioni strutturate**, incorporano taluni elementi degli strumenti derivati...”).

#### 4. La prima condizione della fattispecie rilevante: che si tratti di titoli oggetto di “sollecitazione all’investimento di cui all’articolo 100, comma 1, lettera a)” del TUF.

La norma richiede che ci si trovi dinnanzi a “ *casi di sollecitazione all’investimento di cui all’articolo 100, comma 1, lettera a)*”.

Intesa in senso letterale la disposizione, si dovrebbe concludere che l’art. 100-*bis* trovi applicazione solo per quei casi nei quali vi sia stata, a monte, una vera e propria “sollecitazione all’investimento”<sup>6</sup>, ma non accompagnata da prospetto poiché indirizzata solo a investitori professionali.

Sulla base della *ratio* della norma, finalizzata ad accrescere (quanto meno) l’informazione del cliente *retail* dinnanzi a titoli non accompagnati da prospetto, il citato riferimento letterale della disposizione, può, peraltro, essere “superato” e inteso nel senso che “qualsivoglia operazione, a monte, che veda il coinvolgimento degli investitori professionali” sia suscettibile, nel caso di successiva circolazione dei titoli ai *retail*, di vedere l’applicazione dell’art. 100-*bis*. Inoltre, esigenze di certezza del diritto per gli stessi operatori<sup>7</sup>, fanno ritenere preferibile la seconda chiave di lettura che assegna alla formula legislativa in commento una portata meramente negativa: l’art. 100 *bis* si applica in caso di successiva circolazione ai *retail* di titoli che erano stati, in precedenza, oggetto di circolazione (anche in assenza di una vera e propria “sollecitazione all’investimento” intesa in senso tecnico) solo fra gli investitori professionali e che come tali non avevano registrato una preventiva pubblicazione di un prospetto informativo.

Ulteriormente, è necessario individuare se “a monte” si debba trattare di sollecitazioni all’investimento o di circolazioni (non prospettate poiché indirizzate solo agli istituzionali):

- A. **svolte in Italia** (poiché, si potrebbe sostenere, solo ad esse si applicherebbe il comma 1, lett. a), dell’art. 100, del TUF, citato dall’art. 100-*bis*);
- B. **anche se svolte all’estero** purchè uno o più investitori professionali **italiani** ne siano stati diretti destinatari;
- C. **anche se svolte all’estero a prescindere** dal fatto che siano stati direttamente coinvolti nel *private placement* investitori professionali italiani.

La *ratio* della disposizione, e la ricostruzione dei casi pratici (del passato) che possono aver indotto il legislatore ad introdurre l’art. 100-*bis*, fanno propendere, al fine di garantire effettività alla disposizione, per la soluzione *sub C*).

Secondo l’individuata soluzione, il fenomeno a monte (sollecitazione all’investimento riservata agli istituzionali) non è necessariamente ancorato al “territorio italiano”, in continuità con la valutazione dello stesso come mero “presupposto di fatto” (cfr. anche par. 1), a prescindere dalla sua specifica connotazione giuridica e dal suo “radicamento” territoriale.

---

<sup>6</sup> Intesa dall’art. 1, comma 1, lett. t), del TUF, come “ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, ... finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari...”.

<sup>7</sup> Secondo la chiave di lettura strettamente letterale della disposizione gli operatori sarebbero chiamati a valutare se la fattispecie a monte sia (o meno) tecnicamente riconducibile ad una “sollecitazione all’investimento”.

Così, dinnanzi a titoli che, pur oggetto di iniziale *private placement*, siano stati all'estero "prospettati" (magari perché i *bond*, come quelli CIRIO, sono stati ammessi alla quotazione su un mercato regolamentato UE), ma rispetto ai quali in Italia non vi sia stata alcuna richiesta di riconoscimento o di validità del suddetto prospetto, la *ratio* (ed anche la lettera) della norma nazionale è nel senso di far operare pienamente l'art. 100-bis.

Se questo è vero con riguardo a titoli che all'estero siano stati oggetto (eventualmente) di "prospetto di quotazione", non altrettanto è possibile affermare con riguardo ai casi in cui i suddetti titoli siano stati oggetto, all'estero, di "prospetto di sollecitazione": nel caso, i titoli non sono stati infatti destinati ad un *private placement* indirizzato ai soli istituzionali e non sono stati esonerati per tale motivo dalla pubblicazione di un prospetto di sollecitazione.

### **5. La relazione dell'art. 100-bis con le cause di inapplicabilità della disciplina del prospetto di cui alle lett. b), c), d), ed e) dell'art. 100 del TUF.**

Le lett. b); c), d) ed e) dell'art. 100 del TUF contengono "cause di inapplicabilità" della disciplina del prospetto *ulteriori* rispetto a quella di cui alla lett. a), a cui solo in via espressa si riferisce l'art. 100-bis nell'individuare positivamente l'ambito di operatività della propria disciplina.

In particolare, ai sensi dell'art. 100 del TUF, le disposizioni in tema di sollecitazione all'investimento (ed *in primis* l'obbligo di prospetto) "*non si applicano alle sollecitazioni all'investimento*":

*b) rivolte a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento;*

*c) di ammontare complessivo non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento;*

*d) aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi o garantiti dallo Stato italiano, da uno Stato membro dell'Unione Europea o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'Unione Europea;*

*e) aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione Europea".*

Alcune di queste "esenzioni" (è il caso di quella *sub b*) hanno (esattamente come quella contemplata alla lett. **a** dell'art. 100: offerte indirizzate esclusivamente ad investitori professionali) una connotazione "*soggettiva*", essendo relative ai *destinatari* della sollecitazione; le altre hanno una connotazione "*oggettiva*", riguardando l'ammontare o la tipologia dei titoli oggetto dell'offerta (è il caso di quelle *sub c*), *sub d*) e *sub e*).

In tale contesto, occorre definire se l'art. 100-bis trovi applicazione nei casi in cui la sollecitazione all'investimento non sia stata "prospettata" (non solo perché si trattava di un'offerta indirizzata solo agli istituzionali, ma anche) perché ricorreva un'altra delle cause di inapplicabilità di cui alle sopra riportate lett. da b) ad e) dell'art. 100, del TUF.

Con riguardo alla causa di inapplicabilità *sub b*), trattandosi di una esenzione *soggettiva* (proprio come quella della lett. a) dell'art. 100 del TUF, esplicitamente richiamata dall'art. 100-bis) si può ritenere che la stessa sia già **assorbita** nel presupposto da cui muove l'art. 100-bis medesimo e costituito dal fatto che il fenomeno a monte della rivendita ai *retail* deve consistere in una circolazione, esonerata da prospetto, in quanto indirizzata ai soli istituzionali, a prescindere quindi dal numero degli stessi.

Con riguardo alle cause di inapplicabilità *sub c), d) ed e)*, (limitato ammontare complessivo dell'offerta; specifiche tipologie di titoli), trattandosi di esenzioni "oggettive" si può concludere che le stesse continuano a dispiegare la propria efficacia e determinino, pertanto, l'**inapplicabilità dell'art. 100-bis**.

La soluzione pare in particolare "necessitata" con riguardo ai prodotti finanziari esonerati da prospetto perché rientranti nei casi di "inapplicabilità di cui alle lett. **d)** ed **e)** dell'art. 100 del TUF (titoli di Stato UE; ...): rimangono **fuori** dall'ambito di applicazione dell'art. 100-bis le successive circolazioni ai clienti *retail* dei titoli citati, pur oggetto di *private placement*. Nel caso, ci si trova, infatti, dinanzi a titoli, che quand'anche fossero oggetto di un'offerta al pubblico estesa agli investitori non professionali, sarebbero comunque esonerati, oggettivamente, dal preventivo prospetto. Se i titoli di cui alle lett. d) ed e) del comma 1, dell'art. 100, del TUF, rientrassero nell'ambito di operatività del nuovo art. 100-bis ci si troverebbe dinnanzi alla (poco giustificabile e "paradossale") situazione per la quale, dinnanzi ad un'offerta pubblica ai *retail* avente ad oggetto i menzionati titoli non si avrebbe comunque la redazione di alcun prospetto informativo, mentre la successiva circolazione degli stessi alla clientela qualificata sarebbe assistita da un dovere di garanzia circa la solvenza dell'emittente (che nelle ipotesi in commento sono uno Stato membro dell'UE; la Banca Centrale Europea, o le banche centrali nazionali...) o dalla consegna di uno specifico documento informativo.

## **6. Chi deve predisporre il documento informativo.**

**6.1** Occorre definire se il documento informativo (la cui consegna all'investitore *retail* fa venir meno l'obbligo di garanzia), e fermo restando che deve essere consegnato dall'"intermediario" (ex art. 100-bis, comma 2), debba essere predisposto unicamente dall'intermediario, ovvero, quantomeno, in collaborazione con l'emittente, e/o con l'investitore professionale (ove diverso dall'intermediario stesso). E' evidente come la soluzione del tema abbia ripercussioni (dirette ed indirette) sul "contenuto" del documento informativo medesimo.

Con riguardo all'emittente, e all'*investitore professionale* (ove diverso dall'intermediario), si osserva, che gli stessi, **di norma**, non entrano in contatto diretto con l'investitore *retail*, essendo, normalmente, la relazione con il cliente non qualificato intermediata da un'impresa di investimento o da una banca (cui l'ordinamento riserva la prestazione dei servizi di investimento ed in particolare dei servizi di negoziazione). Immaginando che un'impresa di assicurazioni (investitore professionale), ad es., sottoscriva, in sede di *private placement*, *bond* offerti solo ad istituzionali (e come tali non prospettati), e successivamente intenda cederli avvalendosi di un intermediario, si può ritenere che l'ipotesi *normale e fisiologica* sia quella per la quale l'individuazione delle controparti acquirenti in clienti *retail* spetti e sia esclusivamente dell'intermediario. Nel caso, l'obbligo di garanzia (o di consegna del documento informativo) dovrebbe incombere esclusivamente sull'intermediario (che è l'unico che ha concretamente messo a disposizione i titoli non prospettati a clienti non qualificati).

Il "principio" è che chi mette i titoli non prospettati a disposizione dei clienti *retail* deve sopportare la garanzia di solvenza dell'emittente, salva la possibilità di consegna del documento informativo.

**6.2** Si è ricondotto l'obbligo di consegna del documento informativo ad una regola posta ad integrazione delle regole di condotta che insistono sugli intermediari essenzialmente ex art. 21 del TUF (significativamente, in modo espresso, mantenuto fermo dall'art. 100-bis in commento).

Peraltro, anche alla luce della disciplina comunitaria di riferimento, non è possibile leggere il dovere di consegna del documento informativo come diretta estrinsecazione e specificazione del dovere di informare il cliente di cui all'art. 21, comma 1, lett. b) del TUF, e di cui all'art. 28 del reg. CONSOB n. 11522/1998.

Va infatti, innanzitutto considerato che il dovere di consegnare il documento informativo è “alternativo” all’assunzione (prioritaria) di garanzia, la quale ultima non è certo adempimento riconducibile all’area delle regole di condotta degli intermediari.

Le regole introdotte dall'art. 100-bis appaiono quindi da leggersi come integrative ma “altre” rispetto al sistema delle regole di condotta imposte agli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento, in via non dissimile da quanto accade con riguardo al secondo comma dell'art. 2412 c.c. il quale stabilisce che il limite all'emissione di obbligazioni previsto dal primo comma dell'art. 2412 c.c. (il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato) “*può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali*”.

Al fine di garantire effettività all'art. 100-bis e di non realizzare ingiustificabili situazioni di disparità di trattamento ai danni degli operatori nazionali, l'obbligo di garanzia di solvenza dell'emittente (o di consegna del documento informativo) deve quindi trovare applicazione nei confronti di chiunque (investitore professionale/intermediario) entri in contatto con il cliente *retail* italiano.

**6.3** Ulteriori questioni interpretative ed applicative si pongono con riguardo ai casi in cui fra l'emittente ed il cliente *retail* si frapponga una **pluralità** di intermediari, dovendosi individuare a carico di quale intermediario si pongano i doveri di cui all'art. 100-bis. Si consideri il caso in cui a contatto con l'investitore *retail* vi sia un intermediario raccoglitore di ordini che trasmette l'ordine al negoziatore.

La consegna del documento informativo dovrebbe poter insistere sull'unico intermediario che ha un *rapporto diretto* con il cliente: nell'esempio, l'intermediario raccoglitore di ordini, il quale è anche quello che concretamente “decide” di rendere disponibili al cliente *retail* titoli non prospettati perché oggetto di *private placement*. L'intermediario negoziatore avrebbe comunque rapporto diretto con un investitore professionale (il raccoglitore di ordini). Questo fa ritenere che anche il dovere di garantire la solvenza dell'emittente insista solo sull'intermediario raccoglitore.

Ulteriormente, occorre definire se un intermediario gestore (specie individuale) che inserisse i prodotti in questione nei portafogli dei clienti gestiti *retail* risponda della solvenza dell'emittente (o debba consegnare il documento informativo).

La risposta appare, di norma, negativa. Al di fuori di casi di elusione della disciplina (il cui accertamento porterebbe all'applicazione piena dell'art. 100-bis, del TUF), si deve osservare che il gestore individuale, che, come tale, è un investitore professionale, *decide discrezionalmente* quali titoli inserire nel portafoglio del cliente gestito. Non deve ricevere certamente il documento informativo dalla controparte da cui acquistasse titoli non oggetto di prospetto, ma non dovrebbe neppure consegnare il suddetto documento al cliente nel cui patrimonio tali titoli sono inseriti, non essendo tale decisione una scelta diretta del cliente medesimo.

A scelte opposte dovrebbe pervenirsi per i casi in cui la scelta di investire nei menzionati titoli derivasse da una diretta “*istruzione vincolante*” del cliente gestito.

**6.4** Alla luce dei principi sopra tratteggiati, può anche risolversi il caso in cui, entro un anno dall'emissione, vi siano più transazioni del medesimo titolo, che coinvolgano più intermediari e più investitori *retail*.

Così, se l'intermediario "A" negozia i titoli in questione con l'investitore non qualificato "A", in presenza delle condizioni di cui all'art. 100-*bis* del TUF, risponderà della garanzia di solvenza dell'emittente, ovvero dovrà consegnargli il relativo documento informativo. Se, per ipotesi, l'investitore "A" decidesse di vendere il titolo in questione (entro l'anno dall'emissione) ed il proprio intermediario "A" trovasse un intermediario "B" disposto all'acquisto, quest'ultimo, qualora operi per conto di un investitore *retail* "B" o comunque ad un cliente "B" trasferisca i menzionati strumenti finanziari (entro l'anno dall'emissione), sarà *autonomamente* tenuto a rispondere, nei confronti del proprio cliente "B", della garanzia di solvenza dell'emittente, ovvero dovrà autonomamente consegnare il documento informativo all'investitore non qualificato "B".

## **7. Il rapporto con l'art. 2412, comma 2, del c.c..**

Il **comma 1**, del nuovo **art. 100-*bis***, del TUF, fa espressamente salvo *“quanto stabilito dall'articolo 2412, secondo comma, del codice civile”*. Il secondo comma dell'art. 2412 c.c. stabilisce che il limite all'emissione di obbligazioni previsto dal primo comma dell'art. 2412 c.c. (il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato) *“può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.”*

Il **comma 2**, del nuovo **art. 100-*bis*** del TUF stabilisce che *“il comma 1 non si applica se l'intermediario consegna un documento informativo contenente le informazioni stabilite dalla CONSOB agli acquirenti che non siano investitori professionali...”*. Vista la portata letterale del riferito comma 2, occorre definire se la consegna del documento informativo da parte dell'intermediario al cliente faccia venir meno (non solo l'obbligo di garanzia specificamente introdotto nell'ordinamento dal comma 1, dell'art. 100-*bis*, ma) anche quello di cui all'art. 2412 c.c., secondo comma, che viene espressamente mantenuto fermo dall'art. 100-*bis*, comma 1. Si ritiene che la consegna del documento informativo faccia venir meno “solo” il (nuovo) obbligo di garanzia di cui al primo comma dell'art. 100-*bis* e non possa incidere sulla perdurante vigenza della disposizione codicistica. In tal senso depone la *ratio* e la collocazione della norma in commento.

In via ancor più generale, nella relazione fra l'art. 2412 c.c. e il nuovo art. 100-*bis*, si ritiene vada privilegiata una chiave di lettura che cerchi di garantire “parallelismo” fra le due norme (e non diretti punti di contatto che si potrebbero verificare fra le due disposizioni solo in via di fatto). Le due norme assolvono a finalità diverse, partono da presupposti distinti, e producono effetti non coincidenti.

## **8. Informazioni che devono essere contenute nel documento da consegnare agli investitori non professionali.**

Posto quanto sopra, in attuazione di quanto previsto dal 2° comma dell'art. 100-*bis*, e tenuto conto del fatto che la consegna del documento informativo è disegnata dal legislatore come adempimento in grado di far venir meno il dovere di garantire la solvenza dell'emittente altrimenti sussistente, il suddetto documento dovrebbe contenere le seguenti informazioni:

- 1. Denominazione dell'intermediario che consegna il documento informativo e riproduzione dell'art. 100-bis, del TUF.**
- 2. Informazioni sull'emittente dei prodotti finanziari.**
  - 2.1** Denominazione e sede legale. Forma giuridica. Data di costituzione e durata se determinata; legislazione in base alla quale opera, capitale sociale.
  - 2.2** Descrizione del gruppo cui appartiene l'emittente o indicazione dei principali soci.
  - 2.3** Indicazione dell'eventuale sottoposizione dei conti dell'emittente a revisione con evidenziazione della società incaricata e dell'ultimo giudizio disponibile.
  - 2.4** Indicazione delle attività svolte dall'emittente.
  - 2.5** Principali dati tratti dall'ultimo bilancio dell'emittente, o indicazione del fatto che si tratta di un emittente neo costituito.
  - 2.6** Informazioni rese disponibili dall'emittente circa le ragioni dell'emissione e le modalità di utilizzo delle risorse raccolte.
  - 2.7** Nel caso in cui i prodotti finanziari siano accompagnati da una garanzia, vanno fornite sul garante la stessa tipologia di informazioni richieste sull'emittente. Vanno indicate natura e condizioni della garanzia.
- 3. Informazioni sui prodotti finanziari.**
  - 3.1** Tipologia di prodotto finanziario, con illustrazione dei diritti che conferisce al titolare (compresa qualsiasi loro limitazione o subordinazione) e delle procedure per il loro esercizio [Fra l'altro, puntuale indicazione della data di scadenza e delle modalità di ammortamento del prestito, comprese le procedure di rimborso; indicazione circa le modalità di determinazione del flusso cedolare] . Indicazione della legislazione in base alla quale i prodotti finanziari sono stati creati.
  - 3.2** Illustrazione dell'eventuale componente derivata presente nel prodotto finanziario, con esemplificazione del diverso rendimento del titolo in ragione di diversi scenari.
  - 3.3** Data di emissione/regolamento dei prodotti finanziari.
  - 3.4** Ammontare totale dell'emissione.
  - 3.5** Indicazione se si tratta di titoli al portatore o nominativi ed illustrazione di eventuali restrizioni alla libera trasferibilità degli strumenti finanziari.
  - 3.6** Indicazione se si tratta di prodotti negoziati in mercati regolamentati con specifica indicazione dei mercati regolamentati di negoziazione.
  - 3.7** Valuta di emissione dei prodotti finanziari.
  - 3.8** Codice ISIN o altri analoghi codici di identificazione.
  - 3.9** Se siano, o meno, stati attribuiti *rating* all'emittente o ai suoi titoli di debito su richiesta dell'emittente o con la sua collaborazione nel processo di attribuzione. Indicazione puntuale dei *rating* attribuiti e del loro significato.
- 4. Fattori di rischio** che possono influire sulla capacità dell'emittente di adempiere alle obbligazioni derivanti dai prodotti finanziari. Indicazione dei possibili rischi finanziari (di credito, di interesse, di cambio, di liquidità, di mercato, legale) sottesi ai prodotti finanziari.
- 5. Indicazione delle fonti da cui sono state tratte le informazioni rese ai sensi dei punti che precedono.**

*Tutte le tipologie di informazioni vanno sempre considerate nel documento informativo, anche, se del caso, con espressa indicazione che non sono disponibili dati in argomento.*

