

**DALLA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO ALL'OFFERTA AL PUBBLICO
DI PRODOTTI FINANZIARI: UNA PRIMA RIFLESSIONE SUL RECEPIMENTO
DELLA *PROSPECTUS DIRECTIVE* NEL MERCATO DEI CAPITALI ITALIANO. ***

FERDINANDO BRUNO¹ E ANDREA ROZZI²

** Il presente saggio è stato redatto per la rivista Giurisprudenza Commerciale ed ivi è pubblicato, 2008*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La *Prospectus Directive*. – 3. La *Prospectus Directive* la sua attuazione in Italia. - 4. Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta pubblica di prodotti.

1.Premessa - Con Decreto Legislativo 28 marzo 2007, n. 51³ (il Decreto) è stata attuata in Italia la direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari. Come rilevato dall'articolo 1 del Decreto, che ne individua l'ambito di applicazione, vengono apportate modifiche ed integrazioni al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni (il TUF), al fine di dare attuazione alla direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla

¹ Avvocato in Milano. L'Autore è dottore di ricerca in diritto dell'economia presso l'Università "Federico II" di Napoli, *PhD student* in *International Taxation* presso la Queen Mary University di Londra e Professore a contratto di "Fiscaltà internazionale e degli strumenti finanziari" presso l'Università della Svizzera italiana di Lugano.

² *Head of Legal Department*, HVB Milan Branch (già UniCredito Banca Mobiliare S.p.A.). Le opinioni espresse nell'articolo riflettono esclusivamente il pensiero dell'Autore e non impegnano l'Istituto di appartenenza.

³ Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 94 del 23 aprile 2007.

negoziazione di strumenti finanziari⁴, il cui scopo è quello di armonizzare i requisiti relativi alla redazione, all'approvazione e alla diffusione del prospetto⁵ da pubblicare per l'offerta al pubblico⁶ di strumenti finanziari o la loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato che ha sede o opera in uno Stato membro dell'EEA⁷. L'ambizioso obiettivo della Direttiva⁸ è, in una, quindi, quello di facilitare l'accesso ai mercati europei delle società nell'EEA e di uniformare il livello dell'informazione destinata agli investitori. A tal fine, si anticipa sin d'ora, è stata rafforzata

⁴ C.d. *Prospectus Directive* o Direttiva Prospetto, di seguito indicata come la "Direttiva". La Direttiva consta di 49 considerando e di 33 articoli.

⁵ Sul prospetto ante Direttiva, si vedano, tra gli altri: LEMBO, *Le forme di pubblicità ed il prospetto informativo nei servizi di investimento: problematiche recenti in nota ai casi Cirio e Parmalat e prospettive di riforma*, in *Il Diritto Fallimentare e delle Società commerciali*, 2004, n. 5, p. I-959; RIZZINI BISINELLI, ZUCCATO, *Danno da falso in prospetto*, in questa *Rivista*, 2004, n. 1, p. 75; TINA, *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto informativo*, in *Corr. Giur.*, 2004, n. 7, p. 938; LUCCHINI, GUASTALLA, *Falsità del prospetto informativo, danno agli investitori e responsabilità civile della Consob*, in *N. giur. civ. comm. (La)*, 2004, n. 2, p. I-213; MONTALENTI, *Tutela dell'investitore e del mercato: false informazioni da prospetto e autorità di vigilanza*, in *N. giur. civ. comm.*, 2002, n. 5, p. 449; VALENTINO, DARI MATTIACCI, *Nuova informativa societaria: la Consob scinde il prospetto*, in *Dir. prat. soc.*, 12, 1999, 24; MARCHETTI, *Note sul prospetto informativo*, in *Informazione e pubblicità sull'offerta al pubblico di valori mobiliari*, (a cura di) Auteri, 1991, 45; ALPA, *Il prospetto informativo*, in *Nuova Giur. Civ.*, 1988, II, 303; FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, in *Quad. giur. comm.*, 78, Milano, 1986, 120 e ss.

⁶ Su cui: SOLFERINI, *Il risarcimento derivante da sottoscrizione di obbligazioni ad alto tasso di rischio e l'offerta al pubblico di prodotti finanziari: il fenomeno, nell'ambito degli investimenti di capitale privato, della mediazione al ribasso*, *Magistra - Banca & Finanza*, aprile 2005; ACCINNI, *Gestione ed offerta al pubblico via internet di giochi "d'azzardo" e profili di responsabilità penale*, *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2002, n. 1, p.1; DE LILLO, *La proposta di direttiva sui prospetti informativi per l'offerta al pubblico e per l'ammissione a quotazione di valori mobiliari*, *Banca, borsa tit. cred.*, 2002, n. 2, p. II-270; CARELLA, *Offerta al pubblico e negoziazione di valori mobiliari in Europa: l'introduzione del passaporto unico europeo e nuove regole all'orizzonte*, *Magistra - Banca & Finanza*, 2002; AA.VV., *Proposta di direttiva UE relativa al prospetto unico da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari*, *Riv. soc.*, 2001, n. 5, p. 1319; CIAN, *L'offerta al pubblico e l'art. 3 del d. legisl. 31 maggio 1998, n. 114, in materia di rendite al dettaglio*, *Riv. dir. civ.*, 2001, n. 3, p. I-313; MIRIELLO, *Tra offerta al pubblico e invito a proporre: orientamenti giurisprudenziali e dottrinali in merito alle ipotesi controverse*, *Contr. impr.*, 2000, n. 3, p.1124; TONELLI, *L'offerta al pubblico di swap e l'attività di intermediazione mobiliare*, *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, n. 3, p. I-342.

⁷ Art. 1 della Direttiva.

⁸ La Direttiva rientra nel c.d. piano d'azione per i servizi finanziari (PASF), un programma comunitario che si propone obiettivi politici e misure specifiche al fine di migliorare il mercato unico dei servizi finanziari e nel cui ambito si inseriscono: (i) la Direttiva 2003/48/CE del Consiglio, del 3 giugno 2003, in materia di tassazione dei redditi da risparmio sotto forma di pagamenti di interessi, (ii) la Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 dicembre 2002, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), e (iii) la nuova architettura organizzativa in tutti i settori dei servizi finanziari.

l'armonizzazione delle disposizioni concernenti la struttura ed il contenuto dei prospetti, di quelle inerenti la loro approvazione, introducendo, a riguardo, un sistema di autorizzazione unica per i prospetti utilizzabile in tutti gli Stati dell'EEA (passaporto unico per gli emittenti)⁹. Sebbene non sia possibile, in tale contesto, effettuare un'analisi esegetica delle singole disposizioni della Direttiva, appare tuttavia necessario svolgere una breve ricognizione delle previsioni più importanti contenute nella disciplina comunitaria *de qua*.

2.La *Prospectus Directive*. - *In primis*, si devono esaminare due figure fondamentali nell'architettura giuridica predisposta dal Legislatore comunitario con la Direttiva: lo Stato membro d'origine (*i.e.* lo Stato alla cui autorità compete l'approvazione del prospetto) e lo Stato membro ospitante (*i.e.* lo Stato cui è destinata l'offerta). In merito alla prima fattispecie, la Direttiva ne disciplina le modalità di individuazione in tre diversi casi: in caso di emissione di strumenti finanziari¹⁰ diversi dai titoli di capitale il cui valore nominale unitario è di almeno 1.000 Euro¹¹ lo Stato membro d'origine

⁹ Sulla Direttiva, nella dottrina italiana, si vedano: CICHETTI, DIALTI, *Prime osservazioni in merito alle nuove regole comunitarie in tema di prospetto informativo*, in *Riv. dir. Ban.*, www.diritto bancario.it, luglio 2005; CARIELLO, *La Direttiva 2001/34/Ce riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e la proposta di direttiva sul prospetto per l'offerta al pubblico*, in *Europa dir. priv.*, n. 2/2002 pag. 567 e ss. Più numerosi i contributi stranieri, tra cui si segnalano: AIDAN, *The proposal for a new directive on prospectuses: potential impact on the structure of capital markets in Europe*, in pubblicazioni dell'Harvard Law School, International Finance Seminar, in www.Harvard.edu; TAUBOECK, *The "European Passport" for issuers of prospectuses and its consequences as seen from the Austrian perspective*, in pubblicazioni dell'Harvard Law School, International Finance Seminar, *ivi*; BOURY, PANASAR, *The Prospectus Directive: creating a single European passport*, in *PLC Cross-border Quarterly*, Volume IX (June 2004), RANDELL, *Listing and prospectus rules: a guide to the new regime*, in *Practical Law Company*, Volume XVI, August 2003; AA.VV., *Prospectus Directive: offering a better regime?*, in www.practicallaw.com/A32779; AA.VV., *The Prospectus Directive*, in www.practicallaw.com/A29185; AA.VV., *Harmonisation of financial services: the Financial Services Action Plan*, in www.practicallaw.com/A20718; AA.VV., *Prospectus liability in Europe and US: understanding the issues*, in www.practicallaw.com/A32108; AA.VV., *International disclosure standards for cross-border offerings and initial listings by foreign issuers*, in www.iosco.org/library/pubdocs/IOSCOPD81.pdf.

¹⁰ La Direttiva definisce come strumenti finanziari i titoli negoziabili definiti nell'articolo 1, punto 4), della direttiva 93/22/CEE, a eccezione degli strumenti del mercato monetario definiti nell'articolo 1, punto 5), della direttiva 93/22/CEE, aventi una scadenza inferiore a 12 mesi.

¹¹ "ed in caso di 'emissione di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale che conferiscono il diritto di acquisire titoli negoziabili o di ricevere un importo in contanti mediante conversione o esercizio dei diritti che essi conferiscono, se l'emittente degli strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale non coincide con l'emittente degli strumenti finanziari sottostanti o non è un'entità appartenente al gruppo di quest'ultimo emittente". Va incidentalmente evidenziato come la

può essere scelto, a seconda dei casi, dall'emittente, dall'offerente o dalla persona che chiede l'ammissione e può quindi consistere (i) nello Stato membro in cui l'emittente ha la sua sede sociale, (ii) nello Stato membro nel quale gli strumenti finanziari sono stati o sono destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e (iii) nello Stato membro nel quale gli strumenti finanziari sono offerti al pubblico. Nel caso di emittenti comunitari di strumenti finanziari non rientranti nella predetta categoria, lo Stato membro d'origine corrisponde con lo Stato membro in cui l'emittente ha la sua sede sociale; infine, nel caso di emittenti di strumenti finanziari che non rientrino nella prima ipotesi e che abbiano sede in un paese terzo, lo Stato membro d'origine può consistere (i) nello Stato membro nel quale gli strumenti finanziari sono destinati ad essere offerti al pubblico per la prima volta dopo la data di entrata in vigore della Direttiva o (ii) nello Stato membro nel quale è stata presentata la prima domanda di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato a scelta dell'emittente, dell'offerente o della persona che chiede l'ammissione¹². Relativamente allo Stato membro ospitante, questo è invece individuato nello Stato membro in cui viene effettuata un'offerta al pubblico o viene richiesta l'ammissione alla negoziazione, qualora sia diverso dallo Stato membro d'origine. Tanto premesso, si passerà ora ad esaminare il prospetto, come disciplinato dalla Direttiva.

Il prospetto comunitario

Va preliminarmente rilevato che, nell'ambito del suesposto scopo fondamentale della Direttiva di conciliare i due obiettivi (quello di un più facile accesso al mercato dei capitali in Europa e quello di una maggior tutela degli investitori) la disciplina del prospetto tende (o dovrebbe tendere) al perseguimento ed al raggiungimento di tali risultati e rappresentando idealmente lo strumento più idoneo a perseguirli, quale luogo deputato all'incontro delle suesposte esigenze. In merito alla disciplina sostanziale del prospetto, l'articolo 5 della Direttiva prevede che questo contenga tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, sono necessarie affinché gli investitori possano valutare con cognizione di causa la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici e le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti,

Direttiva, nel definire i soggetti individuati nella propria disciplina, ometta di dare una definizione di gruppo.

¹² La Direttiva fa salva l'ipotesi di una scelta successiva da parte degli emittenti aventi sede in un paese terzo qualora lo Stato membro d'origine non fosse stato determinato da una loro scelta.

come pure i diritti connessi agli strumenti finanziari stessi. Tali informazioni devono essere presentate in una forma facilmente analizzabile e comprensibile; a tal proposito, si noti che, in connessione alla Direttiva, è stato approvato uno specifico regolamento (il **Regolamento**)¹³, cui il Legislatore comunitario ha demandato il compito di descrivere dettagliatamente gli elementi di informazione che compongono il prospetto ed il prospetto di base (su cui *infra*) e che sono contenuti in un c.d. schema (*i.e.* l'elenco di base delle informazioni minime obbligatorie) e nel modulo relativo alle informazioni supplementari: per ciascun emittente e ciascuna categoria di strumenti finanziari è previsto uno schema particolare e lo stesso dicasi, se previsto, per il modulo. Schema e modulo permettono, dunque, di offrire agli investitori le necessarie garanzie di informazione; al fine di evitare la duplicazione delle informazioni, il Regolamento propone combinazioni di schemi e moduli idonee a fornire le informazioni sull'emittente dei prodotti finanziari, come di volta in volta rilevanti¹⁴.

La Direttiva prevede tre diversi tipi di prospetto, ciascuno destinato ad una specifica categoria di soggetti caratterizzati da una diversa propensione al ricorso al mercato dei capitali e da una diversa dimistecchezza con quest'ultimo. Il prospetto può, quindi, essere anzitutto redatto nella forma di un unico documento: in questo caso, esso contiene anche una nota di sintesi, redatta in linguaggio non tecnico e riportante brevemente i rischi e le caratteristiche essenziali connessi all'emittente, agli eventuali garanti e agli strumenti finanziari, nella lingua in cui il prospetto è stato in origine redatto. Il prospetto unico è destinato alle c.d. *IPO*¹⁵ ed a soggetti che fanno limitato ricorso al mercato dei capitali. Accanto al prospetto unico, la Direttiva

¹³ Regolamento (CE) N. 809/2004 della Commissione del 29 aprile 2004 recante modalità di esecuzione della Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari, pubblicato sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 149/1 IT, in data 30 aprile 2004. Il Regolamento consta di 39 considerando e 36 articoli.

¹⁴ AMOROSINO, RABITTI BEDOGNI, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2004; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*³, Torino, Giappichelli, 2004; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2006; AA.VV., in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA – CAPRIGLIONE Padova, Cedam, 1998; AA.VV., in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione mobiliare*, a cura di RABITTI BEDOGNI, Padova, Cedam, 1998; AA.VV., in *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di PATRONI GRIFFI – SANDULLI – SANTORO, Torino, Giappichelli, 1999; AA.VV., in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, Cedam, 1997.

¹⁵ *L'IPO* (dall'inglese "*Initial Public Offering*") è l'offerta pubblica iniziale di sottoscrizione e/o di vendita (OPS, OPV o OPVS) di titoli di una società che per la prima volta viene ammessa alle negoziazioni di borsa.

introduce poi la possibilità di utilizzare un prospetto c.d. "tripartito", in cui le informazioni richieste dal Legislatore comunitario sono distribuite in un documento di registrazione¹⁶, una nota informativa sugli strumenti finanziari¹⁷ ed una nota di sintesi: l'articolo 12 della Direttiva prevede, a riguardo, che l'emittente che abbia già fatto approvare dall'autorità competente il documento di registrazione è tenuto a redigere solo la nota informativa sugli strumenti finanziari e la nota di sintesi quando i titoli vengono offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. In quest'ultima ipotesi, la nota informativa fornisce le informazioni che sarebbero di norma contenute nel documento di registrazione qualora sia intervenuto un cambiamento rilevante o uno sviluppo recente, che possano influire sulle valutazioni degli investitori, successivamente all'approvazione del più recente documento aggiornato di registrazione o di un qualsiasi supplemento: si noti come la nota informativa sugli strumenti finanziari e la nota di sintesi sono soggette a separata approvazione. Per contro, se l'emittente ha solamente depositato un documento di registrazione senza approvazione, l'intera documentazione, compresa l'informazione aggiornata, è assoggettata ad approvazione; la fattispecie del prospetto tripartito non è certo sconosciuta al mercato estero, essendo, infatti, strumento comune per gli emittenti americani, i quali, nei loro bilanci, posseggono tutte le informazioni richieste per il documento di registrazione (di conseguenza, gli emittenti americani di strumenti finanziari saranno oggettivamente avvantaggiati nell'utilizzo di tale prospetto), ed è diretto a soggetti che, a pari loro, fanno un ricorso frequente ma differenziato al mercato dei capitali (tale strumento, utilizzato poi con il prospetto di base (su cui vedi *infra*), rappresenta la soluzione più flessibile per le predette ipotesi).

Altro strumento predisposto dalla Direttiva è il prospetto base, che contiene tutte le informazioni rilevanti concernenti sia l'emittente sia gli strumenti finanziari offerti al pubblico o destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ed è caratterizzato dal fatto che, se le condizioni definitive (c.d. *Final Terms*) dell'offerta non sono incluse nel prospetto di base né in un eventuale supplemento (su cui vedi *infra*), esse sono comunicati agli investitori e depositate presso l'autorità competente in occasione di ciascuna offerta al pubblico, quanto prima e, se possibile, prima dell'inizio dell'offerta. In merito alla nota di sintesi in caso di prospetto di base, l'articolo 26 del Regolamento prevede che quando si scelga di chiedere

¹⁶ Che contiene le informazioni sull'emittente.

¹⁷ Che contiene informazioni concernenti gli strumenti finanziari offerti al pubblico o destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato tramite un prospetto di base, il prospetto di base è composto delle seguenti parti: (i) un indice chiaro e dettagliato; (ii) la nota di sintesi; (iii) i fattori di rischio legati all'emittente e al tipo di strumenti finanziari oggetto dell'emissione; (v) gli altri elementi di informazione previsti dagli schemi e dai moduli in base ai quali il prospetto viene redatto. Inoltre, qualora il prospetto di base abbia ad oggetto diversi strumenti finanziari, esso include un'unica nota di sintesi per tutti gli strumenti finanziari: le informazioni sui diversi strumenti finanziari contenute nella nota di sintesi devono tuttavia essere chiaramente separate. Il prospetto di base è frequente nel mercato dei capitali e viene utilizzato nelle emissioni di obbligazioni nell'ambito di c.d. *Euro Medium Term Note Programme (EMTN programme)*¹⁸.

Altra previsione rilevante della Direttiva è quella del supplemento al prospetto, previsto dall'articolo 16 della Direttiva, secondo cui qualunque fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione

¹⁸ Un programma di emissione, o *EMTN Programme*, può essere definito come una “piattaforma documentale” (sviluppata con l’assistenza di una banca in funzione di *Arranger* del programma stesso) che permette ad un emittente di effettuare più operazioni di finanziamento obbligazionario sulla base di una documentazione quadro (*in primis*, un unico prospetto informativo) e di procedure predefinite, in maniera flessibile e con carichi amministrativi e costi ridotti. Le predette emissioni si distinguono dalle emissioni *stand alone*, che sono prestiti obbligazionari (domestici od *Eurobond*) la cui documentazione è specifica e legalmente valida e vincolante solo per la relativa singola emissione. Gli emittenti che scelgono di documentare le loro emissioni su base *stand alone* sono solitamente quelli il cui ricorso al mercato obbligazionario ha carattere di eccezionalità. Per una descrizione delle fasi dell'emissione di *Eurobond*, si veda il documento Consob, in "Gli *Eurobond*: cenni sulle caratteristiche e sulle prassi di mercato" (allegato 2 del verbale di un'audizione parlamentare Consob del 27 aprile 2004). Il relativo verbale è disponibile sul sito della Consob, www.Consob.it. Si evidenzia che la Direttiva definisce programma di offerta come un programma che consentirebbe l'emissione di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale, incluso qualsiasi tipo di *warrant*, di una categoria e/o classe simile, in modo continuo o ripetuto durante un determinato periodo di emissione. Sulla definizione di *Eurobond* e sulle caratteristiche del titolo si vedano, tra gli altri: FULLER, *Corporate Borrowing*, Second Edition, Jordans, 1999, part. 26 e seg.; DOSOO, *The Eurobond market*, Woodhead-Faulkner, 2nd edition (1992); WALMSLEY, *Global Investing: Eurobonds and Alternatives*, Palgrave Macmillan (April, 1991); CLARKE, *Guide to eurobonds: A comprehensive analysis for issuers and practitioners* (Special report), Economist Publications (1990); BOWE, *Eurobonds*, Irwin Professional Pub (January, 1989); Frederick Fisher, *Eurobonds*, Euromoney Publications (December, 1988); HUBBARD, *Top of Form A History of Eurobonds: The shaping of the global market*, Division of Research, Harvard Business School (1987); COURTADON, *The Competitive Structure of the Eurobond Underwriting Industry*, by New York Univ Stern School of (January, 1986); QUINN, *The New Euromarkets: A Theoretical and Practical Study of International Financing*, in the Eurobond, Eurocurrency and Related Financial Markets, by Palgrave Macmillan (December 31, 1975); M Bucknell, *The Eurobond market* (Morgan research), Morgan Guaranty Ltd (1986); CAMBITSIS, *The Eurobond market: The organization and function of an international capital market*, Institut universitaire de hautes études internationales (1974).

degli strumenti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico o, se del caso, inizia la negoziazione in un mercato regolamentato, deve essere menzionato in un supplemento del prospetto. Il supplemento è approvato nello stesso modo entro un massimo di sette giorni lavorativi e pubblicato almeno secondo le stesse modalità che sono state applicate in occasione della pubblicazione del prospetto iniziale. Anche la sintesi e le sue eventuali traduzioni sono integrate, se necessario, per tener conto delle nuove informazioni incluse nel supplemento. Il medesimo articolo prevede che gli investitori che hanno già concordato di acquistare o sottoscrivere gli strumenti finanziari prima della pubblicazione del supplemento hanno il diritto esercitabile entro un termine non inferiore a due giorni lavorativi dopo la pubblicazione del supplemento di revocare la loro accettazione.

In merito alla validità della documentazione utilizzata dagli emittenti in caso di ricorso al mercato dei capitali, la Direttiva¹⁹ prevede che il prospetto rimanga valido per dodici mesi a decorrere dalla sua pubblicazione ai fini dell'offerta al pubblico e dell'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, purché venga integrato con i supplementi eventualmente resisi necessari; inoltre, nel caso di un programma di emissione, il prospetto di base previamente depositato rimane valido per un periodo fino a dodici mesi, mentre, nel caso di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da enti creditizi, il prospetto rimane valido fino a quando essi non sono più emessi in modo continuo o ripetuto. Quando, conformemente all'articolo 16, paragrafo 1, della Direttiva, occorra integrare la nota di sintesi del prospetto di base, è possibile sia integrare le nuove informazioni nella nota di sintesi iniziale²⁰, producendo una nuova nota di sintesi sia redigere un supplemento alla nota di sintesi.

La Prospectus Directive e la sua attuazione in Italia.

Passando ad esaminare il recepimento della Direttiva nell'ordinamento italiano²¹, si evidenzia come la Direttiva prevedeva che gli Stati membri

¹⁹ Articolo 9 della Direttiva.

²⁰ Qualora le nuove informazioni vengano integrate nella nota di sintesi iniziale, l'emittente, l'offerente o la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato assicura che gli investitori possano facilmente individuare le modifiche apportate, in particolare tramite note a piè di pagina

²¹ Pregevole sul punto la seguente sintesi del recepimento della Direttiva in Italia fatta dall'Avv. Valentina Barbanti, *Know-How Manager in Italia* dello Studio Legale Allen & Overy, disponibile

attuassero la disciplina comunitaria sul prospetto ivi contenuta nella rispettiva normativa nazionale entro il termine del 1 luglio 2005. Diversi paesi, tra cui l'Italia, non avevano rispettato il predetto termine: nonostante ciò, anche prima del Decreto, il mercato italiano ha comunque "recepito" alcune delle disposizioni relative al prospetto europeo. Ed invero, sin dal 25 luglio 2005 la Consob ha recepito la nuova disciplina sui modelli di prospetto, applicando il Regolamento ed abrogando di fatto l'allegato 1b del Regolamento n. 11971/1999²² (RE), che indicava gli schemi applicabili alla redazione dei prospetti di offerta; in pari data, la Consob ha inoltre pubblicato sul proprio sito *web* un documento di consultazione relativo alle proposte di

sul sito web dello stesso (www.allenoverly.com) “L'Italia recepisce la *Prospectus Directive* europea - 2 Aprile 2007 - Il 7 marzo 2007, il Governo ha approvato il Decreto Legislativo di attuazione della direttiva europea sui prospetti informativi (*Prospectus Directive*). L'Italia non ha rispettato la scadenza del 1° luglio 2005 per l'attuazione della *Prospectus Directive* (2003/71/EC). La Legge sul Risparmio (legge. n. 262/2005) delegava il Governo italiano ad emanare il decreto di attuazione della PD entro la metà del mese di luglio 2007. Tuttavia, di fatto già dal 1° gennaio 2006 è entrato in vigore il nuovo regolamento emittenti che la CONSOB (Commissione nazionale per le Società e la Borsa) ha modificato in accordo con la disciplina contenuta nella PD. Ma è solo con il decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri in data 7 marzo che si è data attuazione in Italia alla PD attraverso l'introduzione di modifiche al TUF. La CONSOB é l'autorità nazionale competente responsabile per il controllo dell'adempimento delle prescrizioni della PD. Nel caso in cui la CONSOB, quale autorità competente dello Stato membro ospitante, rilevi irregolarità commesse dall'emittente o dai soggetti abilitati incaricati dell'offerta degli strumenti finanziari comunitari, essa ne informa l'autorità competente dello Stato membro d'origine.:Se le misure adottate dall'autorità competente dello Stato membro d'origine si dovessero rivelare inadeguate, la CONSOB adotta tutte le misure idonee a tutelare gli investitori, dopo averne informato l'autorità competente dello Stato membro d'origine. In riferimento alla disciplina dei prospetti , tutti i soggetti che intendano realizzare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto. A tal fine, ne danno preventiva comunicazione alla CONSOB allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto potrà essere reso pubblico solo successivamente all'approvazione della Commissione. Il prospetto dovrà contenere tutte le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Questa informativa deve essere comunicata in maniera chiaramente comprensibile e facilmente analizzabile e aggiornata in seguito ad eventi che possano influenzarne il contenuto. L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nello stesso.”

²² Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato con delibere n. 12475 del 6 aprile 2000, n. 13086 del 18 aprile 2001, n. 13106 del 3 maggio 2001, n. 13130 del 22 maggio 2001, n. 13605 del 5 giugno 2002, n. 13616 del 12 giugno 2002, n. 13924 del 4 febbraio 2003, n. 14002 del 27 marzo 2003, n. 14372 del 23 dicembre 2003, n. 14692 dell'11 agosto 2004, n. 14743 del 13 ottobre 2004, n. 14990 del 14 aprile 2005, n. 15232 del 29 novembre 2005, n. 15510 del 20 luglio 2006, n. 15520 del 27 luglio 2006, n. 15586 del 12 ottobre 2006 e n. 15915 del 3 maggio 2007)

modifica al RE per adeguarne i contenuti alla Direttiva ed al relativo Regolamento. Con delibera n. 15232 del 29 novembre 2005 la Consob, recependo le indicazioni ricevute da alcuni soggetti qualificati²³, ha pubblicato un RE modificato con la ricezione di alcune previsioni contenute nella Direttiva e concernenti la disciplina dei prospetti. Tale intervento suppletivo (rispetto al Legislatore italiano) trovava il suo fondamento giuridico nell'articolo 95 del il TUF, ed è stato espressamente spiegato dalla Consob, che ha anzitutto rilevato come la Direttiva sia soggetta all'interpretazione assegnata agli orientamenti giurisprudenziali comunitari e nazionali, che considerano direttamente applicabili le direttive non recepite dagli Stati membri dell'Unione Europea, ove queste abbiano un contenuto sufficientemente dettagliato. Nonostante ciò, la Consob ha ritenuto indispensabile un intervento di coordinamento della propria normativa secondaria con il Regolamento, così come ha ritenuto necessaria la chiara individuazione del momento di entrata in vigore delle norme che prevedono l'adozione dei nuovi schemi di prospetto di cui al citato regolamento europeo, in modo da segnare con certezza il momento di passaggio alla nuova disciplina²⁴. Al fine di esplicitare chiaramente la *ratio* del suesposto intervento "suppletivo", la Consob ha rilevato, inoltre, come, nelle more dell'intervento legislativo richiesto per l'attuazione della Direttiva, l'assenza totale di disposizioni nazionali sulla nuova procedura del "passaporto europeo" sul prospetto avrebbe potuto far sorgere dubbi sulla capacità degli emittenti nazionali di potersene avvalere, in sostituzione della più complessa procedura del "mutuo riconoscimento del prospetto". Di conseguenza, la mancanza di riferimenti normativi nel diritto nazionale, ivi inclusi quelli di fonte regolamentare, avrebbe prolungato una situazione di incertezza circa le procedure amministrative e gli obblighi informativi cui un emittente nazionale (ovvero l'offerente o la persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato) deve ottemperare per l'effettuazione di offerte al pubblico paneuropee: per tale ragione, la Consob ha ritenuto prioritaria l'esigenza di adeguare il RE non solo al Regolamento, ma anche alla Direttiva, per recepire i principi basilari del passaporto unico sul prospetto.

Alla luce delle suesposte considerazioni della Consob, appare evidente come l'autorità italiana non abbia certo inteso attribuire alla Direttiva una qualifica di *self-executing act*, volendo invece richiamarsi a quella

²³ Tra cui Abi, Assirevi, Assogestioni, Assonime, Assosim, Borsa Italiana spa, TLX spa.

²⁴ Documento Consob del 29 novembre 2005, riportante l'esito delle consultazioni su "Modifiche e integrazioni apportate ai fini dell'adeguamento alla direttiva n. 2003/71/CE ed al regolamento n. 809/2004/CE in materia di prospetto", disponibile sul sito *web* della Consob, www.consob.it.

giurisprudenza della Corte di Giustizia Europea secondo cui le previsioni delle direttive che hanno contenuto sufficientemente chiaro, preciso ed incondizionato possono essere invocate, in caso di mancata o non corretta attuazione di una direttiva nei termini prescritti, di fronte all'autorità giudiziaria competente per opporsi a qualsiasi norma di diritto interno non conforme alla direttiva *de quo*²⁵. In tale previsione rientra espressamente la Direttiva²⁶, le cui disposizioni possono quindi, venire invocate, in mancanza di provvedimenti d'attuazione adottati entro i termini previsti dal Legislatore comunitario (come nel caso dell'Italia), per opporsi a qualsiasi disposizione nazionale non conforme alla direttiva, ovvero in quanto sono atte a definire diritti che i singoli possono far valere nei confronti dello Stato²⁷.

3. Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari

In ragione del Decreto, il recepimento della *Prospectus Directive* ha prodotto l'inserimento nel TUF di una serie di nuove previsioni che ripropongono nel mercato domestico le previsioni della Direttiva e che non è possibile esaminare in maniera esaustiva in questa sede; si menzionano, *inter alia*, le nuove previsioni sulla potestà di revoca dell'acquisto o della sottoscrizione da parte dell'investitore, anche in caso di supplemento al prospetto²⁸; le nuove previsioni sull'articolo 100-bis²⁹, sulla circolazione dei prodotti finanziari³⁰ e la nuova disciplina sull'attività pubblicitaria³¹.

²⁵ Secondo "la costante giurisprudenza della Corte (in particolare sentenza 19 gennaio 1982, Becker, causa 8/81, Racc. 1982, pag. 53), in tutti i casi in cui disposizioni di una direttiva appaiono. . . incondizionate e sufficientemente precise, i singoli possono farle valere nei confronti dello Stato. . ." (Caso 152/84 Marshall v Southampton & South West Hampshire Area Health Authority (Teaching) (1986) RACCOLTA p. 723). Ed ancora: "Si deve ricordare la giurisprudenza costante della Corte. . . secondo la quale, nei casi in cui le autorità comunitarie abbiano, mediante direttiva, imposto agli Stati membri di adottare un determinato comportamento, l'efficacia pratica di tale atto sarebbe attenuata se agli amministrati fosse precluso di valersene in giudizio e ai giudici nazionali di prenderlo in considerazione in quanto elemento di diritto comunitario" Causa C-188/89 Foster v British Gas plc (1990) RACCOLTA p. 3313.

²⁶ Si veda, al riguardo, il testo del *4th Informal Meeting on Prospectus Transposition – 8 March 2005 – Summary record*, della DG Internal Market and Services, in cui è evidenziato come "The Commission reminded Member States that, under the ECJ jurisprudence, they run the risk of being held liable in damages for loss to persons caused by non transposition of the PD (Prospectus Directive, ndr)". Il testo completo della riunione è disponibile sul sito http://europa.eu.int/comm/internal_market/.

²⁷ Causa C-188/89 Foster v British Gas plc (1990) Raccolta p. 3313, cit.

²⁸ Il Decreto ha introdotto l'articolo 95-bis del TUF, Revoca dell'acquisto o della sottoscrizione, che prevede: "1. Ove il prospetto non indichi le condizioni o i criteri in base ai quali il prezzo di offerta definitivo e la quantità dei prodotti da offrirsi al pubblico sono determinati o, nel caso del prezzo, il prezzo massimo, l'accettazione dell'acquisto o della sottoscrizione di prodotti finanziari

può essere revocata entro il termine indicato nel prospetto e comunque entro un termine non inferiore a due giorni lavorativi calcolati a decorrere dal momento in cui vengono depositati il prezzo d'offerta definitivo e la quantità dei prodotti finanziari offerti al pubblico. 2. Gli investitori che hanno già concordato di acquistare o sottoscrivere i prodotti finanziari prima della pubblicazione di un supplemento hanno il diritto, esercitabile entro il termine indicato nel supplemento e comunque non inferiore a due giorni lavorativi dopo tale pubblicazione, di revocare la loro accettazione.”.

²⁹ Sulla cui analisi, antecedentemente al recepimento della Direttiva Prospetto, ci permettiamo di rinviare a BRUNO – LEOCANI, aggiornamento commento "Articolo 2412 c.c.", in *Il Codice Civile Commentato*, a cura di ALPA – MARICONDA, Milano, Ipsoa, 2006.

³⁰ “1. La successiva rivendita di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di una sollecitazione esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto costituisce ad ogni effetto una distinta e autonoma offerta al pubblico nel caso in cui ricorrano le condizioni indicate nella definizione prevista all'articolo 1, comma 1, lettera t), e non ricorra alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100. 2. Si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori professionali siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori professionali e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100. 3. Nell'ipotesi di cui al comma 2, qualora non sia stato pubblicato un prospetto informativo, l'acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale, può far valere la nullità del contratto e i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato. Resta ferma l'applicazione delle sanzioni dall'articolo 191 e quanto stabilito dagli articoli 2412, secondo comma, 2483, secondo comma, e 2526, quarto comma, del codice civile. 4. Il comma 2 non si applica alla rivendita di titoli di debito emessi da Stati membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) con classamento creditizio di qualità bancaria (rating investment grade) assegnato da almeno due primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (rating), fermo restando l'esercizio delle altre azioni civili, penali e amministrative previste a tutela del risparmiatore”.

³¹ Il nuovo articolo 101 TUF prevede ora quanto segue: “1. La documentazione relativa a qualsiasi tipo di pubblicità concernente un'offerta è trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione. 2. Prima della pubblicazione del prospetto è vietata la diffusione di qualsiasi annuncio pubblicitario riguardante offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari. 3. La pubblicità è effettuata secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento in conformità alle disposizioni comunitarie e, in ogni caso, avendo riguardo alla correttezza dell'informazione e alla sua coerenza con quella contenuta nel prospetto, se è già stato pubblicato, o con quella che deve figurare nel prospetto da pubblicare. 4. La Consob può: a) sospendere in via cautelare, per un periodo non superiore a dieci giorni lavorativi consecutivi, l'ulteriore diffusione dell'annuncio pubblicitario relativo ad un'offerta avente ad oggetto strumenti finanziari comunitari, in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni previste nei precedenti commi o delle relative norme di attuazione; b) sospendere in via cautelare, per un periodo non superiore a novanta giorni, l'ulteriore diffusione dell'annuncio pubblicitario relativo ad un'offerta avente ad oggetto prodotti diversi da quelli di cui alla lettera a), in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni previste nei precedenti commi o delle relative norme di attuazione; c) vietare l'ulteriore diffusione dell'annuncio pubblicitario, in caso di accertata violazione delle disposizioni o delle norme indicate nelle lettere a) o b); d) vietare l'esecuzione dell'offerta, in caso di mancata ottemperanza ai provvedimenti previsti dalle lettere a), b) o c). 5. A prescindere dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto, le informazioni rilevanti fornite dall'emittente o dall'offerente agli investitori qualificati o a categorie speciali di investitori, comprese le informazioni comunicate nel corso di riunioni

Relativamente al presente lavoro, merita attenzione la modifica apportata dall'articolo 2 del Decreto al comma 1, la lettera t), sostituendo la nozione di sollecitazione all'investimento³² con quella di "offerta al pubblico di prodotti finanziari", che è "ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati".

Prima di soffermarsi sul nuovo dettato normativo, appare opportuno ripercorrere brevemente la fattispecie della sollecitazione all'investimento che, *ante* recepimento della *Prospectus Directive* in Italia, era definita dall'art. 1, comma 1, lettera t) del T.U.F. come "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari".

riguardanti offerte di prodotti finanziari, devono essere divulgate a tutti gli investitori qualificati o a tutte le categorie speciali di investitori a cui l'offerta è diretta in esclusiva.»

³² Sul tema: CALLEGARO, *La Comunità uniforma il Prospetto per la sollecitazione e la quotazione*, Amministrazione & Finanza, 2005, n. 20, p. 51; AA.VV., *Due pronunce della Consob in materia di sollecitazione all'investimento*, Riv. soc., 2003, n. 4, p. 936; BESSONE, *Sollecitazione del pubblico risparmio ed offerta fuori sede. La speciale disciplina dei contratti a distanza*, Resp. com. impr., 2002, n. 2, p. 221; D'INNOCENZO, *Sollecitazione al pubblico risparmio: strumenti finanziari a breve, opzione su cambio con scambio differenziale alla scadenza: quale necessità di prospetto informativo?*, Resp. com. impr., 2002, n. 3, p. 441; AA.VV., *Assegnazione gratuita di warrant, applicabilità della disciplina della sollecitazione*, Impresa, 2002, n. 10, p. 1644; GIURGOLA, *La sollecitazione all'investimento e la disciplina speciale delle stock options*, Società, 2002, n. 11, p. 1357; AA.VV., *Chiarimenti della Consob sulla definizione di « ultimi conti annuali pubblicati » ai fini della redazione del prospetto di sollecitazione e/o quotazione di azioni da parte di emittenti non quotati*, Riv. Soc., 2002, n. 1, p. 377; DOMINACI, *Offerta di azioni tramite materiale informativo: applicabilità della disciplina Consob sulla sollecitazione all'investimento*, Azienda & Fisco, 2001, n. 8, p. 375; RORDORF, *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, Foro it., 2001, n. 9, p.V-266; AA.VV., *La sollecitazione all'investimento nel Testo Unico della Finanza: il commento dell'Assonime*, Riv. Soc., 2001, n. 1, p. 211; VALENTINO, *Sollecitazione all'investimento: la Consob valuta i casi d'inapplicabilità*, Dir. prat. soc., 2000, n. 3, p. 90; FICO, *Le nuove norme Consob sulla sollecitazione all'investimento*, Società, 1999, n. 8, p. 989; RIZZINI BISINELLI, *D.Lgs. 58/1998. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica d'acquisto*, Società, 1998, n. 5, p. 542; ANELLO, *D.Lgs. 58/1998. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica d'acquisto*, Società, 1998, n. 5, p. 542; VALENTINO, *La sollecitazione del pubblico risparmio nell'evoluzione normativa*, Società, 1997, n. 7, p. 785; BOCHICCHIO, *La sollecitazione al pubblico risparmio quale figura generale del nostro ordinamento*, Diritto fall. soc. comm., 1997, n. 2, p.I-843; LUPOI, *Trust, sollecitazione del pubblico risparmio, prospetto, tutela del risparmiatore - beneficiario*, Corr. giur., 1995, n. 6, p. 751; DI MAIO, *Attività di sollecitazione del pubblico risparmio: schemi ed adempimenti*, Società, 1995, n. 4, p. 487; FERRARINI, *I modi della sollecitazione del risparmio*, Banca, borsa tit. cred., 1991, n. 2, p.I-15.

Tale nozione è stata negli anni passati approfonditamente esaminata dalla dottrina, dalla giurisprudenza e dalla CONSOB.

Va in via preliminare rilevato come la sollecitazione all'investimento era, insieme all'offerta pubblica di acquisto o scambio, una delle due forme dell'appello al pubblico risparmio presenti nel nostro ordinamento: la dottrina ha rilevato come il TUF aveva realizzato una netta separazione tra la disciplina delle offerte di vendita e sottoscrizione e le offerte di acquisto e scambio, escludendo queste ultime dalla definizione di "sollecitazione all'investimento" e formulando in proposito regole del tutto distinte³³.

Autorevole dottrina ha correttamente evidenziato come le due specie di appello al pubblico risparmio hanno un contenuto economico diverso. Infatti, si è rilevato, come nella sollecitazione all'investimento agli oblati viene proposto di trasferire all'offerente una somma di danaro in cambio di prodotti finanziari già sul mercato (offerta pubblica di vendita) o da immettere sul mercato (offerta pubblica di sottoscrizione), nell'offerta pubblica di acquisto o scambio viene proposto agli oblati di ricevere danaro in cambio dei prodotti finanziari adgli stessi posseduti (offerta pubblica d'acquisto) o di ricevere altri prodotti finanziari in cambio di quelli che l'offerente si impegna ad acquistare (offerta pubblica di scambio).³⁴

Delle due categorie d'offerta la prima presenta un grado di <<pericolosità>> per il pubblico dei risparmiatori maggiore della seconda, perché il risparmiatore trasferisce un valore certo (la somma di danaro) in cambio di un prodotto finanziario di valore non altrettanto certo; nel secondo caso il risparmiatore riceve una prestazione certa (la somma di danaro) in cambio di un prodotto finanziario di più incerto valore (offerta di acquisto) o quanto meno opera uno scambio frai beni di valore non certo (offerta di scambio)³⁵.

³³ Così ANNUNZIATA, (nt 12) 294 ss., dove l'Autore evidenzia altresì come, in merito alla definizione di sollecitazione all'investimento "La prima parte della definizione viene a sostituirsi al precedente art. 18 *ter* della legge 7 giugno 1974 n. 216 (come modificata dalla legge 23 marzo 1987 n. 77), che comprendeva nella definizione di "sollecitazione" tanto le offerte di vendita e sottoscrizione quanto le offerte di acquisto; tale soluzione aveva a sua volta condotto alla formulazione di una disciplina di base, applicabile a tutte le operazioni sollecitatorie, sulla quale venivano poi a saldarsi regole specifiche, emanate in epoca successiva, relative alle offerte di vendita e sottoscrizione di valori mobiliari con diritto di voto (legge 18 febbraio 1992, n. 149, Capo I), ed alle offete pubbliche di acquisto o scambio di valori mobiliari con diritto di voto, quotati in Borsa o negoziati sul mercato riscretto (legge 18 febbraio 1992, n. 149, Capo II)".

³⁴ Così COSTI, (nt. 12), 48.

³⁵ Così COSTI, (nt. 12), 48. L'Autore rileva altresì che "di questa pericolosità per il risparmiatore il Testo Unico tiene conto prevedendo, per la sollecitazione all'investimento, controlli più stringenti per l'offerente".

Accanto alla dottrina, rilevante sono stati gli interventi della Consob sul tema: quest'ultima, nel corso degli anni, ha chiarito il perimetro della fattispecie; è stato a riguardo rilevato come “elemento dirimente circa l'esistenza o meno di una sollecitazione è lo svolgimento di attività di carattere promozionale rientrante nelle definizioni sopra riportate (*i.e.* quelle contenute nella nozione di sollecitazione all'investimento *nda*)”.³⁶

La Commissione ha poi sottolineato come “per potersi considerare quale "offerta rivolta al pubblico" ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera t), del decreto, come tale soggetta all'obbligo di redazione e pubblicazione di un prospetto informativo, l'operazione in esame dovrebbe avere determinate caratteristiche quali, essenzialmente, l'esistenza di condizioni contrattuali standardizzate e la connessa impossibilità da parte del potenziale aderente, di pattuire condizioni diverse da quelle originariamente previste; mancando tali elementi, e potendosi al contrario considerare il contratto concluso da codesta società con l'interessato quale espressione di "un rapporto commerciale di natura strettamente bilaterale" (come sembra desumersi nel quesito) verrebbe a mancare il carattere "Pubblico" dell'offerta e pertanto la sua stessa riconducibilità alla definizione di sollecitazione all'investimento sopra ricordata”.³⁷

Non è stato ritenuto integrare l'ipotesi di sollecitazione l'acquisto di azioni di una società “all'interno di un mercato regolamentato, a condizioni di prezzo variabili in funzione del momento di perfezionamento dell'operazione”.³⁸

In un'altra ipotesi, concernente un'offerta in Italia di quote di fondi comuni d'investimento statunitensi, la Consob ha rilevato come “Per quanto riguarda poi il carattere pubblico dell'offerta - che è determinato dalle concrete modalità di attuazione dell'iniziativa, con particolare riguardo alla standardizzazione del contenuto della medesima che non consente alcuna partecipazione degli oblati alla definizione delle singole clausole contrattuali - si rileva che lo stesso non viene meno per il fatto che l'offerta è diretta esclusivamente ai cittadini non italiani residenti nelle basi militari NATO ed USA . . . Infatti, secondo l'interpretazione consolidata sia in giurisprudenza che in dottrina, la destinazione al pubblico dell'offerta non viene a mancare per il fatto che essa sia diretta non ad una pluralità indifferenziata di soggetti fungibili ma a persone individuabili in funzione di una specifica qualificazione, atta a distinguerle nell'ambito della generalità dei risparmiatori; anche rispetto a destinatari determinabili a priori un'offerta si

³⁶ Comunicazione n. DEM/7007352 del 25-1-2007.

³⁷ Comunicazione n. DIN/1055860 del 19-7-2001.

³⁸ Comunicazione n. DIS/43280 del 2-6-2000.

qualifica come fatta al pubblico quando l'effettiva individuazione sia concretamente possibile soltanto a posteriori, a seguito di verifica e riscontro della qualità e condizione specificante, presupposta a priori.”³⁹

Il tema della sollecitazione è stato poi affrontato in fattispecie particolari, come la ristrutturazione di un debito che vedeva coinvolti di portatori di *Notes* della società interessata il cui consenso era necessario per l'operazione; anche in tal caso vengono evidenziati i caratteri necessari perché l'ipotesi potesse essere considerata una sollecitazione all'investimento. Tale fattispecie è risultata essere integrata allorquando: (i) l'offerta in questione è rivolta ad un numero indeterminato di soggetti, pur ricompresi in unica categoria predefinita costituita dai portatori di *Notes*, in numero senz'altro superiore ai duecento; (ii) la proposta di ristrutturazione verrà portata a conoscenza degli interessati MEDIANTE modalità uniformi e standardizza; (iii) il contenuto della proposta è a sua volta standardizzato e potrà essere esclusivamente oggetto di approvazione o meno da parte dei portatori di *Notes*, senza possibilità alcuna per questi ultimi di modificarne il contenuto⁴⁰.

Notevole è stato poi l'intervento della giurisprudenza, che di recente ha rilevato come nell'emanazione del TUF, il legislatore non definisce in che cosa consista una offerta pubblica, nè detta criteri alla stregua dei quali giudicare se una sollecitazione all'investimento sia rivolta o meno al pubblico.

È stato poi sottolineato come “la legge non pone distinzioni in base al numero di sollecitazioni, all'ammontare offerto o al tipo di investimento sollecitato, nè in base alle modalità della sollecitazione stessa. Il fatto più rilevante è che il TUF, non dà neppure indicazioni circa il momento in cui un'offerta sia da considerarsi “rivolta al pubblico”. La normativa si limita ad esentare le sollecitazioni con determinate caratteristiche dall'osservanza delle Regole d'Offerta Pubblica”.⁴¹

La medesima giurisprudenza ha correttamente riassunto la posizione della Consob, affermando che “A riguardo secondo la Consob un'offerta è pubblica quanto è caratterizzata da termini di offerta standardizzati e viene effettuata ad incertam personam. Tuttavia non è necessariamente vero che le offerte indirizzate a persone specifiche siano private. Secondo l'orientamento “formalistico” un'offerta è pubblica quanto è diretta a più di 200 persone, come suggerito dall'art. 33 del Regolamento Emittenti. Secondo

³⁹ CONSOB, Comunicazione n. DAL/97007063 del 13-8-1997.

⁴⁰ CONSOB, Comunicazione n. DEM/3033091 del 20-5-2003.

⁴¹ Trib Milano, 20 marzo 2006, in <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/260.htm>

l'orientamento "sostanzialistico" un'offerta può essere qualificata "pubblica" se è ad incertam personam, con la conseguenza che un'offerta diretta a più di 200 persone non sarebbe un'offerta "pubblica" e quindi non costituirebbe sollecitazione all'investimento quando i destinatari sono determinati".⁴²

Altro tema discusso nella vigenza della sollecitazione all'investimento è stata poi la definizione di concetto di "pubblico": a riguardo, la Consob ha più volte sostenuto che «il fatto che il fruitore del servizio ... sia o meno qualificato non rileva al fine di stabilire se tale servizio sia o meno prestato nei confronti del pubblico»⁴³ e che «la nozione di pubblico, invece, è configurabile anche quando una attività finanziaria è indirizzata ad una pluralità di persone che sono individuabili soltanto per effetto della loro mera appartenenza ad una determinata categoria di soggetti»⁴⁴.

In dottrina si era a riguardo evidenziato come la nozione di pubblico non fosse individuata direttamente dal Legislatore, ma andava ricavata a livello essenzialmente interpretativo. A tal riguardo si riteneva che il carattere pubblico dell'operazione si manifesti quando essa è rivolta ad una pluralità di soggetti, che non siano esattamente individuabili *ex ante*.⁴⁵

Ora, come visto, la *Prospectus Directive* ha introdotto la previsione dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, cioè ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati

La definizione recepisce quella di "offerta al pubblico di strumenti finanziari" prevista dall'articolo 2, comma 1, lettera b della *Prospectus Directive*⁴⁶.

Sul perimetro della nozione comunitaria, il Legislatore Europeo ha rilevato che "*The definition of an "offer of securities to the public" refers to a communication which presents sufficient information on the terms of the offer and the securities to be offered, so as to enable an investor to decide to*

⁴² Trib Milano, 20 marzo 2006, in <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/260.htm>

⁴³ CONSOB, Comunicazione n. DIN/1055860 del 19-7-2001

⁴⁴ CONSOB, Comunicazione n. DIN/1055860 del 19-7-2001.

⁴⁵ ANNUNZIATA, (nt. 12), 295.

⁴⁶ Che definisce, per l'appunto la predetta offerta come "una comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e degli strumenti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali strumenti finanziari. Questa definizione si applica anche al collocamento di strumenti finanziari tramite intermediari finanziari".

*purchase or subscribe to these securities. If sufficient information is not provided, a communication will not constitute a public offer for the purposes of the PD. The definition is intended to be broad.”*⁴⁷.

Prima facie, si può ritenere che la nuova nozione non snaturi il mercato dei capitali domestico, in quanto i confini della fattispecie risultano essere i medesimi della sollecitazione all’investimento⁴⁸: dal punto di vista della lettera del Legislatore italiano, è venuta meno la previsione dell’invito ad offrire, ma è lecito immaginare che l’interpretazione e la pratica potranno comunque far rientrare tale ipotesi nell’ambito della nuova nomenclatura.

Si deve rilevare come è stata probabilmente persa, inoltre, l’occasione di chiarire il concetto di “pubblico”: anche oggi si deve giungere alla definizione di tale carattere mediante un’interpretazione a contrario, sulla base dei casi di inapplicabilità. In particolare, l’attenzione dovrà essere posta all’articolo 3 (obbligo di pubblicare un prospetto) comma 2 della *Prospectus Directive*, all’articolo 100 TUF ed all’articolo 33 RE.

La summenzionata previsione della *Prospectus Directive* prevede “ 2. L’obbligo di pubblicare un prospetto non si applica ai seguenti tipi di offerta: a) un’offerta di strumenti finanziari rivolta unicamente a investitori qualificati; e/o b) un’offerta di strumenti finanziari rivolta a meno di 100 persone fisiche o giuridiche per Stato membro, diverse dagli investitori qualificati; e/o c) un’offerta di strumenti finanziari rivolta a investitori che acquistano strumenti finanziari per un corrispettivo totale di almeno 50000 EUR per investitore, per ogni offerta separata; e/o d) un’offerta di strumenti finanziari il cui valore nominale unitario ammonta ad almeno 50000 EUR; e/o e) un’offerta di strumenti finanziari per un corrispettivo totale inferiore a

⁴⁷ European Commission, Internal Market and Services DG. Financial Services Policy and Financial Markets, Securities markets, Brussels, MARKT/G3/WG D(2005) 3rd Informal Meeting on Prospectus Transposition – 26 January 2005 Summary record.

⁴⁸ BOCHICCHIO, *Considerazioni sul concetto di sollecitazione del pubblico risparmio alla luce della l. 2 gennaio, n. 1 (c.d. legge Sim)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, 423; BOCHICCHIO, *Sollecitazione al pubblico risparmio, Profili civilistici*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, 133; D’ALESSANDRO, *L’attività di sollecitazione al pubblico risparmio*, in *Sistema finanziario e controlli: dall’impresa al mercato*, 1986 Ferrarini, *I modi della sollecitazione del risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, 15; LENER, *I provvedimenti della Consob in materia di sollecitazioni televisive del pubblico risparmio*, in *Dir. inform.*, 1991, 49; MAVIGLIA, *La sollecitazione del pubblico risparmio fuori sede*, in *La sollecitazione del pubblico risparmio*, a cura di RABITTI BEDOGNI - CANIZZARO – MAVIGLIA, 149; ROPPO, *SIM di distribuzione e promotori finanziari nel regime delle attività di sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Contr. impr.*, 1992, 47; CHIAPPETTA, *I Contratti di investimento, la violazione della disciplina sulla sollecitazione del pubblico risparmio ed il problema della nullità cd. Virtuale* (Nota a Trib. Torino 19 dicembre 1989), in *Riv. dir. comm.*, 1991, fasc. 1-2 pag. 80 - 84.

100000 EUR, da calcolarsi su un periodo di dodici mesi”.⁴⁹ Limiti sono previsti, anche dall’articolo 100 TUF⁵⁰ e 33 RE⁵¹: i criteri per la definizione

⁴⁹ Tuttavia, ogni successiva rivendita di valori mobiliari che sono stati precedentemente oggetto di uno o più tipi di offerta citati nel presente paragrafo è considerata come un’offerta separata e si applica la definizione di cui all’articolo 2, paragrafo 1, lettera d), per determinare se detta rivendita costituisca un’offerta di strumenti finanziari al pubblico. Il collocamento di strumenti finanziari tramite intermediari finanziari è soggetto alla pubblicazione di un prospetto se per il collocamento definitivo non è soddisfatta nessuna delle condizioni da a) a e).

⁵⁰ “1. Le disposizioni del presente Capo non si applicano alle offerte: a) rivolte ai soli investitori qualificati, comprese le persone fisiche e le piccole e medie imprese, come definiti dalla Consob con regolamento in base ai criteri fissati dalle disposizioni comunitarie; 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 a oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi da o che beneficiano della garanzia incondizionata e irrevocabile di 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 a oggetto strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell’Unione Europea; f) aventi ad oggetto strumenti diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche a condizione che tali strumenti: i) non siano subordinati, convertibili o scambiabili; ii) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato; iii) diano veste materiale al ricevimento di depositi rimborsabili; iv) siano coperti da un sistema di garanzia dei depositi a norma degli articoli da 96 a 96-quater del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385; g) aventi ad oggetto strumenti del mercato monetario emessi da banche con una scadenza inferiore a 12 mesi. 2. La Consob può individuare con regolamento le offerte al pubblico di prodotti finanziari alle quali le disposizioni del presente Capo non si applicano in tutto o in parte 226. 3. L’emittente o l’offerente ha diritto di redigere un prospetto ai sensi e per gli effetti delle disposizioni comunitarie in occasione dell’offerta degli strumenti di cui alle lettere c), d) ed e) del comma 1”. Sulla nozione di investitore qualificato di cui all’lettera a del paragrafo 1, si veda BRUNO – ROZZI, *Il destino dell’operatore qualificato alla luce della MiFID*, in *Società (Le)*, 2007, 277.

⁵¹ 1. Le disposizioni contenute nel Capo I del Titolo II della Parte IV del Testo unico e quelle del presente Titolo non si applicano alle sollecitazioni: a) rivolte ad un numero di soggetti inferiore a cento; b) di ammontare complessivo inferiore a 2.500.000 euro, da calcolarsi su un periodo di 12 mesi; c) aventi ad oggetto prodotti finanziari per un corrispettivo totale di almeno 50.000 euro per investitore e per ogni offerta separata; d) aventi ad oggetto prodotti finanziari di valore nominale unitario minimo di almeno 50.000 euro; e) aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi, al fine di procurarsi i mezzi necessari al raggiungimento dei propri scopi non lucrativi, da associazioni aventi personalità giuridica o da enti non aventi scopo di lucro, riconosciuti da uno Stato membro; f) aventi ad oggetto azioni emesse in sostituzione di azioni della stessa classe già emesse, se l’emissione di queste nuove azioni non comporta un aumento del capitale emesso; g) aventi ad oggetto prodotti finanziari offerti in occasione di un’acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, a condizione che sia disponibile un documento contenente informazioni considerate dall’autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria; h) aventi ad oggetto prodotti finanziari offerti, assegnati o da assegnare in occasione di una fusione, a condizione che sia disponibile un documento contenente informazioni considerate dall’autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria; i) aventi ad oggetto azioni offerte, assegnate o da assegnare gratuitamente agli azionisti esistenti e dividendi versati sotto forma di azioni della stessa classe di quelle per le quali vengono pagati tali dividendi, a condizione che sia reso disponibile un

del perimetro di pubblico, quindi, non sono stati modificati e, come anche prima dell'introduzione della fattispecie dell'offerta al pubblico, è possibile delimitare tale concetto per il tramite delle ipotesi che non rientrano in quelle oggetto di esclusione.

Ci si trova, quindi, dinanzi ad una modifica che non dovrebbe avere, a nostra opinione, effetti sostanziali in merito alla disciplina domestica; l'intento del Legislatore comunitario era teso all'armonizzazione della fattispecie in ambito europeo e probabilmente l'Italia è uno degli stati membri per cui il recepimento avrà un impatto non rilevante. Tuttavia, non si

documento contenente informazioni sul numero e sulla natura delle azioni, sui motivi e sui dettagli dell'offerta; j) aventi ad oggetto strumenti finanziari offerti, assegnati o da assegnare ad amministratori o ex amministratori o dipendenti o ex dipendenti da parte dell'emittente che abbia strumenti finanziari già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o da parte dell'impresa controllante, di un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo, a condizione che detti strumenti finanziari siano della stessa classe di quelli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato e che sia reso disponibile un documento contenente informazioni sul numero e sulla natura degli strumenti finanziari, sui motivi e sui dettagli dell'offerta; k) aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche, che abbiano le seguenti caratteristiche: i) non siano subordinati, convertibili o scambiabili; ii) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato; iii) diano veste materiale al ricevimento di depositi rimborsabili; iv) siano coperti da un sistema di garanzia dei depositi a norma degli articoli da 96 a 96-quater del D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi; l) aventi ad oggetto strumenti del mercato monetario emessi da banche con una scadenza inferiore ai 12 mesi. 2. Alle sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari quotati offerti in opzione ai soci di emittenti con azioni o obbligazioni convertibili quotate non si applica l'articolo 13, comma 6. Alle sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari offerti in opzione ai soci di emittenti con azioni o obbligazioni convertibili diffuse non si applica l'articolo 13, commi 5 e 6. 3. Alle sollecitazioni rivolte ad amministratori o ex amministratori, ai dipendenti o ex dipendenti di una società non avente strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, o da un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo non si applica l'articolo 13, commi 5 e 6. Entro trenta giorni dalla conclusione della sollecitazione l'emittente comunica alla Consob il numero degli assegnatari e il quantitativo assegnato e le trasmette copia di tale comunicazione riprodotta anche su supporto informatico. 4. Nel caso di sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche, che abbiano le seguenti caratteristiche: (i) il corrispettivo totale dell'offerta, calcolato per un periodo di dodici mesi, sia inferiore a euro 50.000.000; (ii) non siano subordinati, convertibili o scambiabili; (iii) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato; è pubblicato ai sensi dell'articolo 8, comma 1, un prospetto semplificato redatto conformemente allo schema di cui all'Allegato 1M; non è richiesta la pubblicazione dell'avviso di cui al comma 2 del medesimo articolo; tale prospetto semplificato non è preventivamente approvato dalla Consob. 5. Nel caso di sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche di credito cooperativo e da banche che, ai sensi dell'articolo 2409-bis, comma 3 del codice civile, possono prevedere nello statuto che il controllo contabile sia esercitato dal collegio sindacale: (i) il giudizio previsto dall'articolo 96 del Testo unico può essere quello espresso dal soggetto incaricato del controllo contabile ai sensi dell'articolo 2409-ter, comma 1, lettera c) del codice civile; (ii) non si applica l'articolo 97, comma 3 del Testo unico.

può sottacere come la necessità ed il rilievo di una definizione comune di offerta al pubblico è stata evidenziata in ambito comunitario sin dalle fasi preliminari, dove, dopo aver rilevato come “si devono quindi concordare definizioni chiare e comuni al fine di precisare il campo d'applicazione della direttiva e di assicurare la necessaria armonizzazione a livello europeo”, è stato sottolineato che “l'introduzione di una definizione di offerta al pubblico è una condizione preliminare per realizzare tale obiettivo e per incoraggiare le imprese, che potrebbero contare su condizioni simili, a raccogliere capitali su base europea”.⁵²

In particolare, in relazione alla definizione proposta dal Legislatore comunitario, si è evidenziato che “per quanto concerne le definizioni di cui all'articolo 2, si tratta in parte di formulazioni riprese dalle direttive esistenti e in parte di nuove definizioni. Mentre per la definizione di "valori mobiliari" non sono state previste modifiche sostanziali (ma solo un adeguamento) rispetto a quella contenuta nella direttiva 89/298/CEE, l'introduzione di una definizione di offerta al pubblico rappresenta un'importante innovazione. All'epoca dell'adozione della direttiva 89/298/CEE, era risultato impossibile raggiungere un accordo su una definizione comune (cfr. settimo considerando della suddetta direttiva). Come riconosciuto nella relazione dei saggi, tuttavia, è importante assicurare un approccio comune in proposito al fine di evitare disparità nella tutela degli investitori in un'epoca in cui, grazie alle reti elettroniche di comunicazione, gli investitori possono essere raggiunti in tutta l'Europa (e altrove). Interpretazioni divergenti del requisito applicabile alla "offerta al pubblico" negli Stati membri possono far sì che in certi casi i valori mobiliari possano essere venduti senza che vengano rispettati requisiti relativi all'informativa (un comportamento che può avere ripercussioni sull'intero mercato dei capitali europeo)”⁵³.

La proposta accolta con favore dai principali *player* del mercato finanziario, anche bancari: così, ad esempio, si è espressa anche la Banca Centrale Europea, che ha espressamente dichiarato che “la BCE accoglie con

⁵² In tal modo si intende inoltre evitare che la legislazione comunitaria offra scappatoie e consenta disparità nel trattamento accordato agli investitori al dettaglio per via del fatto che la medesima operazione viene classificata come collocamento privato in alcuni Stati membri (e non richiede quindi la pubblicazione di un prospetto) ma non in altri”. Commissione delle Comunità Europee, Bruxelles, 30.5.2001, COM(2001) 280 definitivo 2001/0117 (COD) Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e Del Consiglio, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari.

⁵³ Commissione delle Comunità Europee, Bruxelles, 30.5.2001, COM(2001) 280 definitivo 2001/0117 (COD) Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e Del Consiglio, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari.

favore la proposta di armonizzare la definizione di offerta al pubblico, per evitare interpretazioni differenti delle norme comunitarie e assicurare lo stesso livello di tutela degli investitori in tutta l'Unione europea“⁵⁴.

54 Banca Centrale Europea, Parere della Banca Centrale Europea del 16 novembre 2001 su richiesta del Consiglio dell'Unione europea relativo a una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sul prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari [COM(2001) 280 def.] (CON/2001/36) (2001/C 344/05) C 344/4 IT Gazzetta ufficiale delle Comunità europee 6.12.2001.